

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 90

**MODELO ANALÍTICO DA SÍNTESE PÓS-
KEYNESIANA: INSTABILIDADE E ACUMULAÇÃO DE
RIQUEZA NA ECONOMIA MONETÁRIA DA PRODUÇÃO**

Carlos Sidnei Coutinho

Outubro de 1995

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL

**Notas de Aula: Economia Monetária e Financeira
(Tópicos Fundamentais em Macroeconomia Pós-Keynesiana)**

**MODELO ANALÍTICO DA SÍNTESE PÓS-KEYNESIANA:
INSTABILIDADE E ACUMULAÇÃO DE RIQUEZA
NA ECONOMIA MONETÁRIA DA PRODUÇÃO**

Carlos Sidnei Coutinho

Professor Assistente do Departamento de Economia e do
CEDEPLAR.

CEDEPLAR/FACE/UFMG

BELO HORIZONTE

1995

Ficha catalográfica

336.74 C871m 1995	COUTINHO, Carlos Sidnei. Modelo analítico da síntese pós-keynesiana: instabilidade e acumulação de riqueza na economia monetária da produção. Belo Horizonte : CEDEPLAR/ UFMG, 1995. 36p. (Texto para discussão; 90) 1. Moeda. 2. Macroeconomia. I. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional. II. Título. III. Série.
-------------------------	--

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO: JOHN MAYNARD KEYNES E OS KEYNESIANOS	7
FUNDAMENTOS DA MACROECONOMIA PÓS-KEYNESIANA	11
A INSTABILIDADE, OS JUROS E O DINHEIRO	19
INSTABILIDADE E FRAGILIDADE FINANCEIRA	28
CONCLUSÃO	32
BIBLIOGRAFIA	34

INTRODUÇÃO: JOHN MAYNARD KEYNES E OS KEYNESIANOS

"A doutrina de que há uma tendência natural a manter o equilíbrio com pleno emprego não poderia sobreviver à experiência do colapso total da economia de mercado, na década de 30. Dessa crise surgiu o que se tornou conhecido como a revolução keynesiana. Depois da guerra, Keynes, por sua vez, tornou-se ortodoxia. Infelizmente, a ortodoxia keynesiana, tal como se consolidou, deixou de fora esse aspecto. Mas isso não chegou a constituir a segunda crise, pois ainda era parte da primeira. Consideremos qual foi a função da revolução keynesiana no plano da teoria, e no plano da política prática. No primeiro, o principal ponto da General Theory foi romper o casulo do equilíbrio e considerar a natureza da vida vivida na época - a diferença entre ontem e amanhã. Aqui e agora, o passado é irrecuperável e o futuro é desconhecido". Joan Robinson⁽¹⁾

A controvérsia em torno da obra de Keynes ("Revolução Keynesiana") pode ser extraída dos debates sobre a relevância da "incerteza" na "Teoria Geral" ("General Theory") e na revisão do "Treatise on Money" visando a elaboração da "Teoria Geral".

Os estudos sobre a gênese da "Teoria Geral" apontam o desenvolvimento de dois projetos distintos (duas trajetórias teóricas divergentes ou dois discursos implícitos na "Teoria Geral"): um considerado "pragmático" (conservador) e outro "radical" (revolucionário). O "pragmático" com modificação mínima em relação a teoria clássica; e o "radical" com diferenças profundas em relação a teoria clássica. Esses dois programas de pesquisa teriam implicações indissociáveis às diversas interpretações da obra de Keynes e, em particular, da "Teoria Geral". Neste caso, a "Teoria Geral" se caracterizaria como uma empreitada ambiciosa de reorientação a nível metodológico e a nível do discurso (análise do significado).⁽²⁾ Nesse sentido, a obra de Keynes reuniria aspectos importantes aos debates no

¹ "A Segunda Crise da Teoria Econômica", Conferência Richard T. Ely, proferida na reunião da Economic Association, a 27 de dezembro de 1971, em Nova Orleans, sob a presidência de John K. Galbraith. Segundo a professora Joan Robinson, a segunda crise da teoria econômica é muito diferente da primeira crise. A primeira teria se originado do colapso de uma teoria que não podia explicar o *nível de emprego*; e a segunda crise teria nascido de uma teoria que foi incapaz de explicar o *conteúdo do emprego*. O problema da distribuição faz a ligação entre as duas crises: "(...) não temos uma teoria da distribuição. Nada temos a dizer sobre o assunto que, acima de todos os outros, ocupa a mente daqueles a quem a Economia deveria esclarecer. Neste ponto, a segunda crise liga-se à primeira. Esta não foi solucionada porque não havia solução para o problema de manter um emprego quase pleno sem inflação. A experiência da inflação destruiu as convenções que governam a aceitação da distribuição existente. Todos podem ver que seus ganhos relativos dependem da capacidade de negociação trabalhista do grupo a que pertencem". In: Contribuições à economia Moderna, Rio de Janeiro 1979, Zahar Editores S.A. Tradução da primeira edição inglesa, publicada em 1978 por Basil Blackwell Publisher Ltda., de Oxford, Inglaterra, "Contributions to Modern Economics". pp.24-36.

² Estudos recentes tem relacionado a incerteza com a revolução keynesiana. Segundo esses estudos, na elaboração da Teoria Geral (de fins de 1930 a fins de 1935), Keynes renunciou a um projeto de pesquisa "radical" em detrimento do desenvolvimento de um projeto "pragmático", na medida em que tomava consciência (em fins de 1932 e 1933) de que a teoria econômica tal qual era concretamente praticada não passava de "um jogo de linguagem" (no sentido de Ludwig Wittgenstein) com suas regras e que a dificuldade de compreender o desemprego involuntário correspondia a um bloqueio desse jogo dentro das regras muito estritas herdadas de uma longa tradição "Clássica". A prioridade deveria ser dada ao desbloqueio desse jogo, onde a transformação mínima da linguagem usual permitia compreender o desemprego involuntário, em primeiro lugar pelas razões de acolhimento e audiência uma vez que esse bloqueio dos teóricos concorria à explicação da crise como bloqueio do discurso das empresas e dos financistas sobre o futuro econômico e social. Segundo esses estudos, a evolução intelectual de Keynes pode ser esclarecida pela influência indireta, implícita e inconsciente da ferramenta conceitual formulada por Wittgenstein, no período de 1929-1935. Para essa conclusão se valem da sequência de manuscritos da Teoria Geral, graças aos volumes XIII e XXIX dos CWJMK. Nesse sentido, a Teoria Geral contém dois projetos de pesquisa distintos. O primeiro é radical e o segundo pragmático na relação com a linguagem teórica usual. Keynes arbitra em favor do segundo quando toma consciência (em 1933) do grau de impregnação de ortodoxia clássica no seio do "jogo de linguagem" (no sentido de Wittgenstein) que praticam os economistas. Favereau, O. "L'incertain dans la" "révolution keynésienne": "L'hypothèse Wittgenstein", Cahiers de L'ISMEA, pp.29-72.

âmbito da teoria econômica contemporânea. Ela pertence ao debate entre o racionalismo lógico e o anti-positivismo na teoria econômica. Esse debate amplo tem se desenvolvido nas discussões metodológicas (epistemologia); no estatuto teórico do equilíbrio geral; e no estatuto teórico dos métodos econométricos. Ele tem servido para confrontar o "mainstream economics" e seus críticos (anti-positivistas) em torno das possibilidades e dos limites das teorias estabelecerem verdades universais.⁽³⁾

É muito difícil enquadrar o cognitivismo anti-empirista de Keynes; ele também não se constitui num racionalismo strict sensu. A sua visão, pensada como cognitiva, não se baseava na certeza da lógica dedutiva. Esta concepção híbrida de anti-empirismo e anti-racionalismo strict sensu é o ponto central da posição epistemológica de Keynes, o que a torna difícil de enquadrar em termos simples. Por outro lado, Keynes também rejeitou o positivismo, refutando suas versões empiricistas e logicistas. Essas atitudes se refletem em suas intervenções na teoria econômica, tanto que suas contribuições sobre o método, teoria e política são caracterizadas pela intuição do que é possível antes do que é necessário.⁽⁴⁾

³ Não é objetivo desse estudo aprofundar essa discussão, no entanto, cabe destacar os esforços recentes dos principais estudos sobre metodologia/e a formulação do discurso na teoria econômica (a análise do significado do discurso dos economistas): Blaug, Mark. *The methodology of economics: Or how economists explain*. Cambridge, U.K.: Cambridge U. Press, 1980; Blaug, Mark. *Economic Theories, True or False? Essays in the History and Methodology of Economics*. Edward Elgar, London; Loasby, Brian J. *The Mind and Method of the Economist. A critical appraisal of major economists in the 20th century*, Edward Elgar; McCloskey, Donald N. *The Rhetoric of Economics*. The University of Wisconsin Press, 1985.

⁴ O approach cognitivo de Keynes aparece quando do tratamento da relação causa/probabilidade. Esta relação, variável de acordo com o montante de conhecimento disponível, constitui uma relação lógica entre proposições. A questão principal está ao nível do conhecimento (gnosologia) da lógica antes que ao nível do ser (ontologia) ("causa cognoscendi" e "causa essendi"). O approach cognitivo implícito nessa visão de causa implicou mudança geral no domínio do empírico (uniformidade, recorrência ou regularidade dos eventos), para o domínio do pensamento dos agentes (das expectativas dos agentes). Keynes mudou a relevância do objeto: normalmente quem trata de probabilidade trabalha com sucessos e eventos; Keynes trabalhava com a probabilidade de proposições ao invés da probabilidade de eventos (CWJMK, VIII, 5). Nisto se resumia sua proposição anti-empirismo. Por outro lado, sua lógica era uma lógica de opinião antes que da verdade. O approach de Keynes para a atribuição causal não estava de acordo com a conexão material entre os eventos. O approach na Teoria Geral considera conexões prováveis antes que necessárias; entre argumentos ou proposições antes que entre eventos. Este teria sido o mesmo approach do *Treatise on Probability*. Na visão científica de Keynes dificilmente haveria lugar para objetividade física ou calculabilidade pura. Neste aspecto residia sua posição anti-positivista. Keynes rejeitou a explicação da ação em termos da física causal e relacionou a ação às razões cognitivas sobre as quais pensava que se baseavam os julgamentos de probabilidade; ao mesmo tempo recusara ver o reino da razão governado pela lógica dedutiva da certeza ou desconectado ou não condicionado pela ação prática. Esta dupla relação entre teoria e ação prática já estava implícita em seu approach para a teoria científica desde seus primeiros estudos. Portanto seu approach reunia três características gerais: a probabilidade como um problema cognitivo (estava incorporada em argumentos e julgamentos que não tinham relação direta com entidades empíricas e físicas e que se referiam a processos de raciocínio, antes que a ocorrência de eventos) (CWJMK, VIII, p.35); o objeto da lógica da probabilidade era representado por aqueles branches do conhecimento que a lógica tradicional excluiu de seu domínio (a lógica demonstrativa fazia uso de categorias de verdade e falsidade; a lógica da probabilidade de Keynes apelou para categorias associadas com a teoria da crença, opinião, conhecimento limitado, dúvida lógica e ignorância (probabilidade e incerteza).

Vários estudos recentes sobre a obra de Keynes têm salientado esses aspectos.⁽⁵⁾ Desde o início de seus estudos, Keynes rejeitava abertamente o positivismo. Em 1912, ao lidar com as causas do valor da moeda, as forças apontadas por Keynes como causas não eram materiais, eram devidas às várias razões, crenças e opiniões de indivíduos (CWJMK, XII, 731). No debate com Harrod manifestava desacordo com a analogia entre comportamento econômico e o movimento mecânico dos corpos físicos. A economia lidava com motivações, expectativas, incerteza; nenhuma regra universal e objetiva existe para classificar o material e as variáveis econômicas. Keynes referiu-se à teoria econômica como a arte de formular "hipóteses" e "modelos", os dois termos eram considerados sinônimos, ambos tomados no sentido do "Treatise on Probability", não-empírico, não-dedutivo e não estar sujeito ou a verificação ou falsificação (falsificacionismo).

A distinção entre as variáveis foi introduzida na Teoria Geral para tornar o material mais adequado à análise. Segundo Keynes, tal passo era necessário devido à vasta complexidade do material econômico (mais orgânico que atomístico). A intuição prática junto com a linguagem ordinária, eram as ferramentas que permitiam passar à segunda parte da análise, na qual as variáveis até então consideradas independentes eram reintroduzidas na análise (CWJMK, VII, 249).

A adoção de uma ferramenta analítica não-matemática significa que, em ambas as partes da análise, as interpretações da conexão entre as variáveis permaneciam apenas prováveis (CWJMK, VII, 297). Portanto, é difícil encontrar em Keynes uma ênfase para a lógica dedutiva da certeza ou da ação cega; como também é difícil encontrar em sua visão da ciência lugar para a objetividade física ou para o cálculo puro. Esta ênfase sobre a causa interpretada como "causa cognoscendi" e sobre a linguagem ordinária

⁵ Esses estudos propõem a tese da continuidade entre os primeiros trabalhos em filosofia de Keynes com seus últimos em economia. Como reconciliar o filósofo com o economista? Segundo esses estudos, existem fundamentos filosóficos importantes e compatíveis com a abordagem teórica da Teoria Geral. Esses estudos constituem variantes da tese da continuidade. J.B. Davis (1991) "Keynes's critique of Moore: philosophical foundations of Keynes's economics". Cambridge Journal of Economics, 15, observa que os economistas e historiadores de economia não têm levado em consideração a influência de G.E. Moore na formação do pensamento de Keynes; a despeito do próprio Keynes testemunhar a favor dessa influência (My Early Beliefs, 1938). Recentemente, "A Treatise on Probability", iniciado em 1907, poucos anos após sua exposição das idéias de Moore, tem atraído à atenção de "scholars" como concernente com os fundamentos filosóficos da Teoria Geral. Estas questões interessantes surgiram nos anos que antecederam o Treatise on Probability, especialmente considerando-se o fato de Keynes ter escrito e apresentado um certo número de trabalhos não publicados sobre diferentes tópicos filosóficos in Principia Ethica de Moore que melhor se relaciona com os argumentos desenvolvidos no Treatise on Probability. Três trabalhos se destacam: "Ethics in Relation to Conduct" (1904); "Miscellanea Ethica" (1905) e "Egoism" (1906). No primeiro desses trabalhos, Keynes avança um certo número de noções-chaves concernentes a probabilidade desenvolvidos melhor no Treatise on Probability. Em "Miscellanea Ethica" Keynes desenvolveu importantes visões que são centrais para seu pensamento posterior, ao fazer uma discussão crítica da visão de Moore sobre a intuição; em "Egoism" Keynes argumenta contra Moore e o professor de Moore (H. Sidgwick, seu argumento no cap. VII de seu Methods of Ethics) que egoísmo ético é uma posição defensiva. A tese da continuidade já era defendida por J.R. Hicks (1979) Causality in Economics, N.Y., Basic Books; Lawson, T.(1985) Uncertainty and economics analysis, economic Journal; Hamouda, O.F. and Smithin, J.N.(1988) Some marks on Uncertainty and economic analysis, Economic Journal, vol.98, n.389, march. Anna Carabelli (1988) On Keynes Method; Athol Fitzgibbons (1988) Keynes's Vision; Rod O'Donnell (1989) Keynes: Economics, Philosophy and Politics; Bateman, B.W.(1991) Das Maynard Keynes Problem, Cambridge Journal of Economics, 15, 101-111; Carvalho, F.J.(1988) "Keynes on Probability, uncertainty, and decision making", Journal of Post-Keynesian Economics, vol.11, n.1; Davis, J.B.(1989) "Keynes on atomism and organicism", Economic Journal, vol.99, n.398.

contidas no approach (no tratamento dos elementos de probabilidade e a ação no "Treatise on Probability") também definiu o status epistemológico atribuído por Keynes ao economista e aos agentes econômicos.

O raciocínio do economista era ponderado pela incerteza e pelo conhecimento limitado. Conhecimento perfeito seria apenas aquele garantido pela aceitação ou da causa como "causa desse" ou da mudança vista como completamente tematizável. Isto foi rejeitado por Keynes. Há uma simetria entre os procedimentos do economista e dos agentes econômicos. O procedimento do economista, enquanto teórico, é mais sistemático que o do agente econômico, mas não qualitativamente diferente (uma vez que o economista coloca além de sua doutrina ou sugestões políticas são seus julgamentos de probabilidade, as crenças sobre as quais ele baseou sua prática teórica, limitação concernente aos eventos presentes ou de curto prazo para o que não sabemos concernente aos eventos do futuro. Os agentes são considerados como conhecendo, acreditando e atuando, antes que como corpos passivos e neutros sujeitos às leis naturais). Esta simetria é possível devido ao fato da lógica do economista ser pensada como sendo a mesma que aquela do "homem comum", "matemáticos modernos", "policymakers" e "poupadores". (CWJMK, VII, 271-74) Em sua prática teórica o economista atua como o agente e sua expectativa prática, e o agente raciocina em sua expectativa prática como economista em sua prática teórica. Nas palavras de Keynes: "Devemos nos guiar por alguma hipótese. Tentamos, no entanto, substituir por certas convenções o conhecimento não atingível" (CWJMK, XIV, 114).⁽⁶⁾

No centro dessa discussão está a controvérsia sobre a passagem da probabilidade para a incerteza na obra de Keynes. A definição de probabilidade do "Treatise on Probability" teria sido substituída pela definição radical de incerteza. No "Treatise on Money" as ações se dão com base no conhecimento imperfeito; na "Teoria Geral" o conhecimento parcial do futuro é assumido, dado que considera o julgamento convencional (variáveis de conhecimento e parâmetros são sujeitos a mudanças significativas imperfeitas; sobre matéria que não há base científica sobre a qual qualquer probabilidade seja calculável, simplesmente não sabemos, não conhecemos). Neste caso, coloca-se a discussão nos termos de uma teoria das decisões sob incerteza. Neste sentido, o conhecimento é concebido como um processo; e o processo

⁶ O trabalho de O'Donnell (1989) é uma importante contribuição sobre essas influências no pensamento de Keynes: "uma probabilidade é uma relação lógica entre duas proposições". Como Moore e Russel (1905), Keynes estava comprometido com um tipo de realismo ontológico muito estrito (acreditava que coisas e conceitos tem uma existência real). Como Moore e Russel, Keynes dava muito mais atenção à maneira que conhecemos as coisas (epistemologia) do que sobre sua existência efetiva (ontologia), e, conseqüentemente, o complexo vocabulário de proposições. O resultado de tudo era uma concepção de probabilidade que considerou a intuição como a base da escolha racional. Essa aliança híbrida para construir uma teoria da escolha racional, colocava a relação de Keynes com o positivismo lógico. A maior parte do que Moore, Russel e Wittgenstein escreveram nos primeiros quinze anos desse século, era incompatível com o espírito do positivismo lógico. Este é o aspecto relevante para a relação entre Keynes e o positivismo lógico. Uma característica geral do approach de Keynes para a probabilidade era realacioná-la a incerteza antes que a verdade: "Graus de certeza" antes que "graus de verdade". "Graus de certeza" para Keynes era o mesmo que "graus de probabilidade". Keynes também acreditava que a maioria das probabilidades não eram quantificáveis. Na sua crítica a Hume fica claro esse tipo de postura. Segundo Hume, todo o conhecimento provável era inválido, e apenas o conhecimento contido nas teorias da matemática e lógica eram válidos. Para Keynes "o mundo é muito complexo para ser explicado por uma teoria que aplica a repetição de eventos". Hume procurou mostrar que o papel da razão era muito mais restrito do que havia sido subentendido. Keynes procurou mostrar que a razão tinha um papel maior, mas para isso teve que adotar uma abordagem teórica dual, mostrar as esferas da razão e da não-razão (do racional e do irracional) e da conexão entre ambos.

é fundamentalmente o da "escolha", não correspondendo necessariamente a uma escolha "racional". Como a produção toma tempo, incerteza e expectativas entram na determinação do emprego, resultando uma teoria na qual o desemprego involuntário existe mesmo com expectativas realizadas e não meramente com expectativas frustradas. O importante da contribuição de Keynes não está no reconhecimento e introdução na teoria econômica das implicações da incerteza e expectativas, mas é mais significativo o reconhecimento de que a plena implicação desses aspectos das economias não podem ser mantidos adequadamente no modelo da teoria clássica.⁽⁷⁾

Os dois projetos reconhecem o desemprego involuntário massivo mas se diferenciam pelo lugar ocupado pela incerteza. No caso do pragmático, ele se caracteriza pela minimização da importância para a incerteza; enquanto que no caso do radical a importância da incerteza é maximizada. A importância da incerteza na Teoria Geral, se identificando com o projeto radical, estaria em consonância com as interpretações de Schackle, Davidson, Kregel e Minsky; enquanto que o pragmático estaria em consonância com Hicks, Hansen e Samuelson.

FUNDAMENTOS DA MACROECONOMIA PÓS KEYNESIANA

Um conjunto recente de programas de pesquisa sobre a generalização da obra de John Maynard Keynes, tem recebido a denominação genérica de "macroeconomia pós-keynesiana".⁽⁸⁾ A partir de releituras da obra de Keynes, esses estudos, embora caracterizados pela diversidade de temas e autores, têm, no entanto, mais convergido do que divergido no que diz respeito à orientação teórica na interpretação da obra de Keynes (os projetos mencionados antes): há mudança radical ou continuidade de pensamento

⁷ Expectativas são geralmente baseadas na "indução". Elas são fundamentadas "parcialmente" nos dados do passado e no aprendizado da experiência e "parcialmente" na previsão de mudanças específicas no futuro. Este último elemento entra porque as extrapolações quanto ao futuro requerem modificação na filosofia de indução de Keynes existiriam razões específicas para acreditar que o futuro diferirá do passado.

⁸ Esses programas de pesquisa visam a generalização da análise de Keynes com base na aplicação à economia monetária da produção dos fundamentos teóricos sobre os quais foi edificada a interpretação da economia do emprego proposta na Teoria Geral e os complementos do *Collected Writings*, ed. D. Moggridge, Macmillan, London. Sobre essa questão, em particular, ver: Barrère, Alain. *Keynes aujourd'hui: Théories et Politiques*. Économica et Macmillan, Paris, 1985. Desde o artigo de J. Hicks (1937) "Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation", *Econometrica*, (April)5(2):147-59, as tentativas de generalização da obra de Keynes se difundiram: Eric Lundberg publicou, 1937, "Studies in the Theory of Economic Expansion" onde apresenta uma dinamização da estática comparativa keynesiana por uma análise sequencial que salienta as ligações que unem os diferentes estados expansionistas; em 1941, A.C. Pigou apresentou "Equilibrium and Employment" onde examina os efeitos das mudanças de cada uma das variáveis fundamentais sobre o volume de emprego, os multiplicadores de emprego e os multiplicadores monetários e pelas condições de realização do estado de flow equilibrium no curto prazo; em 1944, F. Modigliani apresentou "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money", *Econometrica*, 12; em 1948, Roy F. Harrod apresentou "Towards a Dynamic Economies", um modo de dinamização que se baseia nas mudanças das taxas de crescimento e a disparidade entre a taxa natural e a taxa que garante a satisfação dos empresários; em 1948, Dudley Dillard apresentou "The General Theory" de J.M. Keynes a primeira obra que colocou em evidência o caráter nitidamente monetário da interpretação keynesiana; em 1956; 1965, D. Patinkin "Money, Interest and Prices"; em 1958, J. Robinson com "Accumulation of Capital"; em 1958, J. Tobin com "Liquidity preference as behaviour towards risk". *Review of Economic Studies*, 25 (February), 65-86.

entre os primeiros trabalhos filosóficos de Keynes e a Teoria Geral ? Com o objetivo de responder a essa pergunta, destacam-se os estudos variantes da tese da continuidade, segundo os quais existem fundamentos filosóficos importantes e compatíveis com o enfoque teórico desenvolvido na Teoria Geral.⁹⁾

Segundo Athol Fitzgibbons (1988): *"It is possible to draw from the writings of John Maynard Keynes, without artificiality, a logically coherent and embracing structure of ideas, based upon a single vision, which permeated all aspects of his thought and which, except for one major and identifiable change, was constant through time. This structure of ideas includes Keynes's theories of probability and uncertainty, and his unsuspected but well defined philosophies of morals and politics. It also underlies the new economic method in the General Theory of Money, Interest and Employment, which was Keynes's greatest work"*. p.1. Esse é o caso dos seguintes trabalhos referenciais, em maior ou menor grau, nessa linha de interpretação: Carabelli, Anna (1988) - On Keynes's Method, London: MacMillan; Fitzgibbons, A. (1988) - Keynes's Vision - A New Political Economy. New York: Oxford University Press; Lawson, T. & Pesaran, H. (1985) (Eds.) - Keynes' Economics - Methodological Issues. Armonk: New York: M.E.Sharpe, Inc.; O'Donnell, R. M. (1988) - Keynes: Philosophy, Economics and Politics. London: Macmillan; Minsky, H. P. (1993) - "The Essential Characteristics of Post-Keynesian Economics" (mimeo); Carvalho, F. C. de (1988) - "Keynes on Probability, Uncertainty and Decision-Making". Journal of Post Keynesian Economics, 11(1):66-81, Fall; Davidson, Paul (1986-87) - "Nonergodic Monetary Economy". Journal of Post Keynesian Economics, winter; Chick, V. (1993) - Macroeconomia Após Keynes - Um Reexame da Teoria Geral. Rio de Janeiro: Forense Universitária; Carvalho, F. C. de (1992) - Mr. Keynes and the Post Keynesians. Cheltenham: Edward Elgar; Minsky, H. P. (1986) - Stabilizing an Unstable Economy. A Twentieth Century Fund Report. New York, Yale University Press; Dow, S. C. (1986-87) - "Post Keynesian Monetary Theory - Open Economy", Journal of Post Keynesian Economics, winter; Financial Conditions and Macroeconomic Performance - Essays in Honor of Hyman P. Minsky. Fazzari, S. & Papadimitriou, D. B. (editors). Armonk: New York, M. E. Sharpe Inc; Kregel, J. A. (1987) - "The Changing Place of Money in Keynes's Theory from the Treatise to the General Theory". In: Keynesian Theory Planning Models and quantitative Economics.

No entanto, como observa Fitzgibbons, existem várias interpretações de Keynes: *"Of course, there are many conflicting interpretations of Keynes. There is Joan Robinson's Keynes, who delivered the funeral ovation for laissez-faire, and T. W. Hutchison's Keynes, who defended laissez-faire. There is R. F. Harrod's Keynes, whose goals were truth, unworldliness and other absolute values, and Robert Skidelsky's Keynes, who was on his way a party via Marx and Freud. There is Don Patinkin's Keynes, who admired mathematical economics, and Paul Davidson's Keynes, who overthrew general equilibrium theory. The Keynes the public knows stands for big government, whereas F. von Hayek's Keynes wanted government to be small. Philosophers know Keynes as the modern founder of the logical theory of*

⁹ Sobre essas interpretações, ver: Davis, J. B. Keynes's Critique of Moore: Philosophical Foundations of Keynes's Economics. Cambridge Journal of Economics, 1991, 15, 61-77; Bateman, B.W. Das Maynard Keynes Problem. Cambridge Journal of Economics, 1991, 15, 101-111; Gerrard, Bill Keynes's General Theory: Interpreting the Interpretations. The Economic Journal, march 1991, vol.101, n.405, p.276.

probability, whereas G. L. S. Shackle has taught economists to regard him as the founder of the subjective theory of probability, which is the opposite". op. cit., p.2.

A mensagem central de Keynes continua controversa e suas filosofias moral e política permanecem ignoradas. Segundo Paul Samuelson: *"The central message of this very complex and confusing book was that Keynes took the level of unemployment and the level of aggregate output as a variable to be explained, whereas the schoolmen who taught me really had a theory that the only unemployment possible was a zero rate of unemployment, because a classical system can always find its equilibrium where everybody who really wants a job will be able to find one"*.

Para James Tobin: *"The central message General Theory is pretty clear, it's given in the first part of General Theory. It's that you cannot rely on the free market to maintain full-employment equilibrium: the self-recuperating, self-adjusting features of the system are too weak to do that. There was the central theoretical concept of effective demand"*.

Para Frank Hahn: *"The central message to theorists was, in the first instance, to raise doubts about the Marshallian picture of a well-functioning market mechanism. In the second place, it is expectations about future. Both short-run future and the long-run future are important"*.

Para Milton Friedman: *"General Theory that was the economy was driven by investment, that consumers were a relatively passive element in the situation; that monetary factors played a relatively minor role; that the key, dynamic element in the system that drove it was investment. In that sense money does not really matter very much. What matters is only, or primarily, investment. As I say, this was a very fine theory, nothing wrong with it on a theoretical level, but the facts didn't accord with it. The predictions that could be drawn from it were not confirmed by the evidence"*.⁽¹⁰⁾

Como ponto de partida para discussão do tema *INSTABILIDADE/ACUMULAÇÃO DE RIQUEZA*, segundo a abordagem pós keynesiana, são consideradas duas referências teóricas:

- 1) a primeira, o conceito de *"Economia Monetária da Produção"*, originalmente proposto por Keynes⁽¹¹⁾, destacando as seguintes características: a) uma economia em que os processos de produção objetivam lucros monetários esperados (no futuro); b) a realização desses lucros no futuro é incerta devido, entre outras razões, ao comportamento imprevisível do mercado; c) os contratos monetários são característicos dessas economias por reduzirem, porém não eliminarem, o grau de incerteza; d) a moeda além de meio de troca tem a propriedade da liquidez absoluta; e) as deficiências de demanda efetiva podem ocorrer

¹⁰ Essas opiniões constam das entrevistas concedidas a Mark Blaug por esses economistas. Ver: Blaug, M. John Maynard Keynes - Life, Ideas, Legacy. Macmillan, 1990.

¹¹ Segundo Fitzgibbons: *"When he was writing the General Theory Keynes put the argument in Marxian terms. He distinguished an entrepreneurial economy from a co-operative economy, which latter had money but did not think in capitalistic ways. What mattered was not money in itself, but the prevailing attitudes to it, the psychology of business. This distinction, Keynes acknowledged, bore some relation to the one made by Marx (CWJMK XXIX:81) (...) Keynes accepted the essential point that C-M-C*, the co-operative psychology of limited gain, meant economic stability; whereas M-C-M*, the entrepreneurial psychology of unlimited financial gain, led to economic instability. He also believed, as did Marx, that the C-M-C* psychology had become very difficult to exercise under modern economic conditions"*. op.cit. pp.78-79.

nessas economias devido a moeda ser preferida, como reserva de valor, no lugar de outras formas reprodutíveis de riqueza;⁽¹²⁾ f) e as decisões econômicas mais relevantes dessas economias (como produzir e investir) têm como base a formação de expectativas empresariais num ambiente de incerteza (capítulos 5 [A Expectativa como Elemento Determinante do Produto e do Emprego] e 12 [O Estado da Expectativa a Longo Prazo] respectivamente da "Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda");

- 2) a segunda, se consubstancia na crítica de Keynes à metodologia da teoria econômica Clássica, quando a considera como inadequada para tratar o objetivo geral da acumulação de riqueza numa economia monetária da produção: gerar rendimentos esperados numa data futura. Segundo Keynes, sendo nosso conhecimento do futuro oscilante, vago e incerto, a acumulação de riqueza é uma questão especialmente inadequada aos métodos da teoria econômica Clássica.⁽¹³⁾

Os fundamentos da macroeconomia pós-keynesiana têm como referência teórica o conceito de Keynes sobre uma "economia monetária da produção"⁽¹⁴⁾ a partir de seis características gerais⁽¹⁵⁾: 1)

¹² Segundo Keynes (1937): "(...) o dinheiro serve para duas finalidades principais. Ao funcionar como numerário, ele facilita as trocas (...) trata-se de uma facilidade desprovida de real significado ou influência. Em segundo lugar, ele constitui uma reserva de valor. (mas) uma característica reconhecida do dinheiro como reserva de valor é a de ser estéril, enquanto que praticamente todas as outras formas de reserva de valor proporcionam alguns juros ou lucros (...) nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de valor constitui um barômetro do grau de nossa desconfiança de nossos cálculos e convenções quanto ao futuro. A posse do dinheiro real tranqüiliza nossa inquietação; e o prêmio que exigimos para nos separar dele é a medida do grau de nossa inquietação". p.173.

¹³ Deste ponto de vista, a concepção do cálculo capitalista relevante é sempre o cálculo num ambiente de incerteza. É o cálculo feito hoje com base em um passado irreversível e um futuro desconhecido (cálculo básico para as decisões de produzir e investir). Neste sentido, o cálculo econômico de probabilidade é sobre o provável e não sobre o incerto. E, neste caso, só é previsível o que é provável não o que é incerto. A lógica da probabilidade é concebida como uma lógica da racionalidade antes que uma lógica da verdade. Esta lógica do comportamento racional, por sua vez, está vinculada com o conceito de conhecimento limitado. A racionalidade de um argumento não é absoluta mas relativa. A primeira referência é o texto "A Teoria Geral do Emprego" de 1937, publicado no *Quarterly Journal of Economics*. Neste artigo, Keynes respondeu a vários críticos da Teoria Geral, bem como, apresentou suas principais diferenças com o que denominou de "teoria ortodoxa" ("mainstream" da época). Em sua primeira observação crítica a propósito, Keynes acusou "a teoria econômica clássica de ser uma dessas técnicas belas e polidas, que tentam lidar com o presente, abstraindo o fato de que sabemos muito pouco a respeito do futuro (...) Este é especificamente o caso no seu tratamento da moeda e do juro." pp.172-173 In: Szirmai, Tamás (1978) Keynes. Coleção Grandes Cientistas Sociais, vol.6. Editora Ática, São Paulo.

¹⁴ A principal mensagem dessa economia monetária (D-M-D') é o dinheiro ser um instrumento central de ação, isto é, objeto central das decisões econômicas. A questão relevante, pois, é decidir sobre o dinheiro. Ao contrário de M-D-M, nesta economia o dinheiro é o meio para acumular mercadorias; no caso de D-M-D' a acumulação de mercadorias é o meio para acumular dinheiro, condição de reprodução de uma economia monetária. Por outro lado, os aspectos teóricos relevantes dessa economia giram em torno da incerteza. Trata-se de agir sob incerteza de maneira racional. Este comportamento não gera resultados unívocos, gera indeterminação, plurideterminação: "An economy which uses money but uses it merely as a neutral link between transactions in real things and real assets and does not allow it to enter into motives or decisions might be called - for want of a better name - a real exchange economy. The theory which I desiderate would deal... with an economy in which money plays a part of its own and effects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted either in the long period or in the short, without a knowledge of the behavior of money between the first state and the last. And it is which we ought to mean when we speak of a monetary economy." J.M. Keynes, *CWJMK*, vol.XIII:408-409. ver também Kregel, J. "Markets and Institutions as Features of a capitalistic Production System", *JPKE* fall 1980.

¹⁵ É importante observar que na percepção de Keynes o problema com a teoria econômica clássica não estava em suas proposições mas em seus axiomas. Embora Keynes não apresentasse sua abordagem crítica na forma axiomática, alguns de seus seguidores, com intuito de compará-lo, chegaram a fazê-lo. Uma apresentação alternativa de axiomas é proposta por Paul Davidson (1984). *Reviving Keynes's revolution*. *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer.

o objetivo da produção é a incessante busca do lucro;⁽¹⁶⁾ 2) o caráter assimétrico das estratégias capitalistas (princípio da hierarquia);⁽¹⁷⁾ 3) a temporalidade na duração da produção e na decisão de investir (abre o espaço da expectativa - assincronias relacionadas com a noção de incerteza mais geral) trata-se da transição do passado imutável ao futuro desconhecido - os processos capitalistas de produção tomam tempo. As ações têm de ser decididas no presente para mostrar resultado no futuro, sobre o qual a informação é irremediavelmente insuficiente. As decisões, neste caso, tornam-se irremediavelmente especulativas);⁽¹⁸⁾ 4) a incerteza como princípio segundo o qual as decisões empresariais são tomadas a partir da formação de expectativas sobre o futuro, cujas informações sobre ele não são cognoscíveis no momento em que essas expectativas são formadas⁽¹⁹⁾ (neste sentido, a razão primária da incerteza é sua natureza inovativa e, neste caso, não há aprendizado por mais acúmulo de informações - os agentes aprendem que não aprendem - logo, a incerteza está relacionada com desconhecimento em grau e

¹⁶ Considera a maximização do lucro a partir da formação de expectativa sob incerteza. O objetivo do sistema é o lucro. O sistema é movido por uma busca incessante do lucro que está no futuro que é incerto porque desconhecido. O sistema é mais que arriscado é incerto. Sua lógica é ser atraído pelo lucro que está no futuro antes que impulsionado pelo passado, não se trata de um sistema inercial.

¹⁷ Poder diferenciado entre os agentes que decidem sobre o investimento. Esta questão aparece em kalecki, por exemplo, como poder de monopólio no processo competitivo nos mercados oligopolizados. Poder de decisão é diferenciado: controle do capital - poder das firmas e bancos.

¹⁸ Trata-se da noção teórica de tempo econômico. No mundo real o futuro é incerto: o passado influencia as decisões do presente; as decisões do presente influenciam o futuro e as decisões do presente são influenciadas pelas expectativas sobre o futuro. O primeiro efeito estabelece dados irreversíveis para o sistema econômico (o passado é dado); no segundo caso as decisões são tomadas sob condições distintas, podendo alterar ou revogar parcialmente as decisões em curso; o terceiro caso reflete a presença de expectativas, o que introduz um componente de incerteza nas decisões econômicas. A produção leva tempo e que, portanto, se a produção ocorre numa economia especializada, as pessoas devem fazer compromissos contratuais no presente envolvendo o desempenho e o pagamento no futuro incerto com as decisões sendo feitas à luz de um passado inalterável e que se movem em direção a um futuro pérfido. Esta interpretação segue Keynes no tratamento do tempo econômico que destaca o papel relevante das expectativas na produção e especialmente no investimento, da incerteza inerente a eles, e do dinheiro como capital em sua função específica de reserva de valor e como referência em última análise do cálculo capitalista. Em Keynes verifica-se uma mudança de ênfase de variáveis correntes para esperadas e de variáveis reais para nominais.

¹⁹ Nem firmas nem os possuidores de riqueza devem tomar decisões de investir e selecionar portfólios, sem evitar o dilema da decision-making criado pela incerteza keynesiana: os pressupostos sobre o conhecimento do futuro afetam profundamente o caráter da teoria do investimento e da teoria financeira. Para Keynes, a informação necessária para tomar uma decisão ótima de investir não existe e além do mais não pode ser conhecida no momento da decisão (da escolha). Para Keynes, o futuro é criado pelo presente e pelas decisões futuras dos agentes que são inerentemente imprevisíveis. Esta postura é diferente dos neoclássicos que adotam o pressuposto de que os agentes podem assumir probabilidades numéricas para todo o estado econômico possível no futuro, além de associar uma distribuição de probabilidade dos retornos esperados com toda a escolha viável para eles - além do pressuposto heróico de que os agentes são absolutamente certos que essas distribuições de probabilidade são conhecidas.

natureza);⁽²⁰⁾ 5) a necessidade de coordenação (princípio da coordenação) das decisões com o desenvolvimento de instituições (convenções) para socializar perdas e reduzir riscos. Trata-se de uma economia em que as decisões dos agentes econômicos são autônomas - caráter anárquico, não-regulado, dessas decisões - e seus resultados são interdependentes no tempo, isto é, a dependência, no tempo, das ações dos demais agentes e das expectativas frente à elas. Essa economia da produção é coordenada ex post via mercado e ex ante via contratos.⁽²¹⁾ A nível "micro" (das decisões empresariais), uma teoria de investimento aceitável requer a especificação da firma como um agente econômico semiautônomo ou parcialmente independente. Esta caracterização de proprietários e administradores é, grosso modo, consistente com a visão de Keynes. Uma vez que ele os esteriotipou como agentes distintos com diferentes objetivos e horizontes de planejamento ["os primeiros" procuram ganhos de capital no curto prazo; "os últimos" com sua própria viabilidade dependendo da viabilidade de longo prazo da empresa; com graus de conhecimento diferentes sobre a firma e seu ambiente - os primeiros são relativamente ignorantes, os últimos são profissionais bem informados. Keynes também destacou o fato de que proprietários controlam ativos líquidos e as firmas acumulam capital físico sem liquidez (relativamente)].⁽²²⁾

²⁰ A conceituação na teoria econômica da incerteza e suas implicações para as decisões (conexão entre expectativas e incerteza) está em F. Knight (1921) e Keynes (1936), em que o ponto central reside na impossibilidade de reduzir a incerteza a um cálculo probabilístico preciso baseado em distribuição de frequências devido à inexistência de base científica confiável para esse cálculo quando o futuro econômico está em jogo. A conexão entre incerteza e o caráter monetário da economia está na presença do dinheiro como reserva de valor e como unidade contábil e contratual permitindo e impondo a opção de adiar decisões cujos resultados são imprevisíveis (o caráter da não-ergodicidade citado antes). No texto de 1937 (*A Teoria Geral do Emprego*) Keynes fez uma estreita relação entre incerteza e o cálculo econômico: "Desejo explicar que por conhecimento "incerto" não pretendo apenas distinguir o que é conhecido como certo, do que apenas é provável. Neste sentido, o jogo da roleta não está sujeito à incerteza; nem sequer a possibilidade de se ganhar na loteria. Ou ainda, a própria esperança de vida é apenas moderadamente incerta. Até as condições meteorológicas são apenas moderadamente incertas. O sentido em que estou usando o termo é aquele segundo o qual a perspectiva de uma guerra européia é incerta, o mesmo ocorrendo com o preço do cobre e a taxa de juros daqui a vinte anos, ou a obsolescência de uma nova invenção, ou a posição dos proprietários particulares de riqueza no sistema social de 1970. Sobre estes problemas não existe qualquer base científica para um cálculo probabilístico. Simplesmente, nada sabemos a respeito. Apesar disso, a necessidade de informações para a ação e a tomada de decisões obriga-nos, como homens práticos, a fazer o máximo para esquecer este fato incômodo e a nos comportar exatamente como deveríamos se tivéssemos atrás de nós um bom cálculo benthamita sobre a série de vantagens e desvantagens futuras, cada uma multiplicada por sua probabilidade adequada, à espera de uma soma." *op.cit.* p.171. Sobre esses temas, ver: Davidson, P.(1978) "Why money matters: lessons from a half-century of monetary theory", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.1, n.1.

²¹ Sobre o papel das políticas de coordenação e suas limitações, ver: Kregel, J.A. "The viability of economic policy and the qualities of economic policy", *Journal of Post Keynesian Economics*/Winter 1994-95, vol.17, n.2.

²² Segundo Keynes: "Com a separação entre a propriedade e a gestão que prevalece atualmente e com o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, surgiu um novo fator de grande importância que, às vezes, facilita o investimento, mas que, às vezes, contribui sobremaneira para agravar a instabilidade do sistema. Na ausência de bolsas de valores não há motivo para se preocupar, com frequência, reavaliar os investimentos que fazemos. Mas a bolsa de valores reavalia, todos os dias, os investimentos e estas reavaliações proporcionam a oportunidade frequente a cada indivíduo (embora isso não ocorra para a comunidade como um todo) de rever suas aplicações (...) Todavia, as reavaliações diárias da bolsa de valores, embora se destinem, principalmente, a facilitar a transferência de investimentos já realizados entre indivíduos, exercem, inevitavelmente, uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente". *Teoria Geral*, *op.cit.* p.111.

Segundo J. Crotty (1992), a literatura pós-keynesiana relevante caracteriza o top managers das grandes corporações não-financeiras identificadas com a reprodução de longo prazo, crescimento e segurança da própria firma. Assegurando esses objetivos, os gestores asseguram seu próprio status e segurança. As restrições encontradas por eles derivam em parte do desejo de manter a independência "autonomia" da capacidade de decisão em relação aos "constituintes" do mercado financeiro (acionistas e credores). Portanto, se as empresas são parcialmente independentes ou semiautônomas de seus proprietários e podem tomar decisões de investimento que levam em conta os acionistas percebedores de rendimentos, não há controle do possuidor de riqueza, ou "soberania", no processo de acumulação e nenhum mecanismo que assegure a coordenação ótima entre os setores produtivo e financeiro.⁽²³⁾ Por outro lado, é considerado o papel da coordenação/cooperação na regulação de uma economia monetária da produção, a nível "macro", por meio de um complexo de instituições: por exemplo, no caso da norma monetária que é instituída por meio de uma relação de soberania (a mediação do estado como instituição soberana), via a intervenção do banco central que administra a "escassez" relativa do ativo líquido com a demanda de ativos com grau de liquidez e rentabilidade diferenciadas, deve compensar os efeitos instabilizadores das mudanças das expectativas dos centros privados de decisão e deve atuar como lender of last resort garantindo a confiança e compensando a instabilidade);⁽²⁴⁾ 6) no princípio das propriedades do dinheiro há necessidade de estabilidade da convenção que se resumem na não-neutralidade no longo prazo, na condição de unidade de conta,⁽²⁵⁾ reserva de valor e meio de pagamento.⁽²⁶⁾ O dinheiro como ativo mais líquido garante que sua posse salvaguarda todos os agentes da desconfiança e do desalento, quanto às possibilidades da atividade econômica ao longo do tempo, e que a riqueza mantida sob a forma mais líquida possível constitui-se na melhor trincheira contra o incerto devir econômico.⁽²⁷⁾ Dinheiro para

²³ Ver Crotty, J. "Neoclassical and Keynesian approaches to the Theory of investment", JPKE/summer 1992, vol.14, n.4; e "Owner-manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky", Journal of Post Keynesian Economic/summer 1990, vol.12, n.4.

²⁴ Sobre a coordenação e os mecanismos de mercado, ver: Symposium: Market mechanisms in post keynesian economics, Journal of Post Keynesian Economics/Fall 1980, vol.III, n.1.

²⁵ Como unidade de conta é a medida padrão para os compromissos futuros. Como essa medida padrão seu conteúdo deve ser estável (unidade de conta é uma descrição). Tem que haver algum grau de estabilidade no valor do dinheiro quando reconhecido pelos agentes e aceito em seus compromissos contratuais. Para o dinheiro preencher esse papel algumas restrições devem ser impostas em sua criação para garantir que a descrição não seja violada para que deva ser correspondida.

²⁶ Segundo Keynes, essas restrições são representadas numa economia monetária caracterizada por elasticidade zero ou negligenciável de produção e substituição. Essas propriedades sustentam a liquidez do dinheiro, sua capacidade de liquidação dos débitos e seu poder de compra em sua forma geral. Se a liquidez do dinheiro não for posta em dúvida, os agentes aceitarão suas obrigações denominadas e descontáveis em dinheiro e o sistema de contrato será construído. Nessa economia o dinheiro não é apenas um meio de circulação mas também um ativo; como um meio de conservar riqueza seu principal atributo é a capacidade de liquidar os débitos e representar o poder de compra em sua forma mais pura. A existência de uma demanda por dinheiro como um ativo afeta a demanda (e preços) por outros tipos de ativos, formas alternativas de conservar riqueza com atributos diferentes.

²⁷ O dinheiro é o ativo que proporciona mais alta liquidez se funciona como reserva de valor e não se desvalorizar muito provocando perdas para seus possuidores.

Keynes é o elo que liga o presente ao futuro.⁽²⁸⁾

No sistema monetário baseado exclusivamente na confiança e no crédito, o dinheiro é aceito (para meio de circulação, padrão de preço e reserva de valor) como instrumento dotado de reconhecimento social, significando para os agentes privados o representante geral da riqueza que não pode ser produzido diretamente pelos agentes individuais; e nenhuma decisão arbitrária é capaz de substituir o dinheiro em suas funções por outra mercadoria ou contrato particular.⁽²⁹⁾

Os sistemas monetários modernos superaram os sistemas anteriores que tinham as funções monetárias em uma mercadoria particular (moeda-mercadoria, ouro, outros metais preciosos etc.), fundadas na escassez do metal. Essa moeda-mercadoria encarnava diretamente crença e confiança em cada ato particular (privado), como troca, acumulação de patrimônio, dívidas privadas, cujo valor relativo era medido por um padrão que a sociedade aceitava como absoluto. Segundo Paul Davidson: "*Thus the main characteristics of a real world monetary economy are Uncertainty, fallibility, Covenants, Institutions, Commerce, Finance and Trust. These are the Seven Wonders on which the Modern World is based. Simultaneously, these are the sources of the outstanding faults of a modern monetary, free market economy, namely its failure to provide for full employment and its arbitrary and inequitable distribution of wealth and incomes*" (General Theory, p. 372)". Money and The Real World, 1972, The Economic Journal, march, pp.101-115.⁽³⁰⁾

²⁸ A importância do dinheiro como ponto de partida do pensamento de Keynes está relacionada com a forma de inserção da moeda na economia monetária da produção via os mercados "forward", a termo, por meio dos contratos firmados a termo. A questão central da contribuição de Keynes, por outro lado, foi ter colocado os ativos juntos numa mesma lógica de valorização. O dinheiro (ativo) e os bens de capital na mesma lógica de valorização do capital (são, neste sentido, da mesma natureza); criando, assim, um espectro que vai dos ativos com maior liquidez aos de menor liquidez (os ativos para se realizarem incorrem em algum deságio). Há uma semelhança/diferença entre Keynes e Marx na concepção do dinheiro como "moeda". Para Marx, a moeda, como valor de troca materializado é diretamente social em contraste com valores específicos. Isto implica que, em contraste com mercadorias específicas, a moeda é definida pela sua liquidez (poder de liquidação associado a sua capacidade de preservar o poder de compra ao longo do tempo sem custo e com uso imediato). Do ponto de vista da concepção de riqueza, as mercadorias são formas acidentais de riqueza. Apenas o dinheiro é sua forma geral. Sobre essas questões teóricas, ver: Davidson, Paul "Nonergodic monetary economy", Journal of Post Keynesian Economics, winter 1986-87, vol.IX, n.2.; Heinsohn, G./Steiger, O. "Marx and Keynes-Private property and money" In: La Monnaie dans un système dynamique, série MP n.1, Cahiers de L'ISMEA, tome XVIII, n.4, avril, 1984; Dow, S.C. "Methodology and the analysis of a monetary economy" In: Cahiers de L'ISMEA, tome XVIII, n.4, avril 1984.

²⁹ Esses contratos organizam a produção estabelecendo fluxos de produtos e termos de pagamento. A função desses contratos é reduzir as incertezas do processo produtivo servindo de base de cálculo da lucratividade capitalista. Esses contratos são firmados numa unidade comum de cálculo, moeda de conta, conceito de moeda legal que segundo os contratos liquida compromissos, cuja emissão é prerrogativa do Estado (fiat money). Seus substitutos são ativos líquidos (depósitos à vista nos bancos) cuja conversão em moeda legal é garantida a qualquer momento sem perda de valor (convertibilidade obtida pela compensação-clearing-reconhecimento mútuo das obrigações emitidas por cada membro liquidando os saldos remanescentes em moeda legal e/ou pela existência de um market-maker responsável pela liquidação desses saldos, um "lender of the last resort". O importante é a estrutura institucional que garante essa convertibilidade (a Lei dos contratos que define a moeda legal do país) e a natureza da autoridade monetária (o Bacen que opera como "lender of the last resort").

³⁰ Para uma visão da abordagem pós-keynesiana sobre os sistemas monetários, ver: Dow, Sheila C. "Post Keynesian monetary theory-open economy". Journal of Post Keynesian Economics, winter 1986-87, vol.IX, n.2.

A INSTABILIDADE, OS JUROS E O DINHEIRO⁽³¹⁾

Para fundamentar o conceito de instabilidade intrínseca⁽³²⁾ são considerados os seguintes aspectos da economia monetária da produção: a) não-neutralidade do dinheiro⁽³³⁾ no curto prazo e no longo prazo e as propriedades do dinheiro (Teoria Geral, capítulo 17 [As Propriedades Essenciais dos juros e do Dinheiro]) [preferência por liquidez-característica reconhecida do dinheiro como reserva de valor é a de ser estéril, enquanto que praticamente todas as outras formas de reserva de valor proporcionam alguns juros ou lucros (rendimentos)]. Manter o dinheiro como reserva de valor é abrir mão de rendimentos futuros; renunciar à liquidez é optar por rendimentos no futuro. Portanto, decidir sobre o que fazer com o dinheiro é decidir sobre os demais ativos. Logo, as decisões sobre o dinheiro, como um ativo, não configura neutralidade, afeta as decisões (de produzir e investir) tomadas hoje com vistas aos rendimentos esperados num futuro desconhecido (incerto). O dinheiro, portanto, afeta o cálculo prospectivo capitalista sobre os rendimentos esperados; o princípio da preferência pela liquidez resume a teoria geral de aplicação de capitais (escolha de ativos e acumulação de riqueza);⁽³⁴⁾ b) o tempo é expectacional⁽³⁵⁾ e o conhecimento sobre o futuro é "incerto" (as expectativas são formadas sob incerteza com relação ao

³¹ Davidson, Paul. (1978): "Money and The Real World" The Macmillan Press Ltd. second edition. London. Sobre os fundamentos da abordagem pós-keynesiana, ver: Eichner, A.S. & Kregel, J.A. (1976) - "An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics". Journal of Economic Literature, december; Kregel, J.A. (1976) - "Economic Methodology in the Face of Uncertainty: the modelling methods of Keynes and the Post-keynesians". In: The Economic Journal, 86.

³² O conceito de instabilidade é abordado no âmbito pós-keynesiano a partir da interpretação do capítulo 17 da Teoria Geral e os textos de 1937: "Teorias Alternativas da Taxa de juros" e "A Teoria Geral do Emprego".

³³ O conceito de dinheiro segundo o "Treatise": algo que serve para liquidar os débitos, dado em troca de um débito ou em pagamento; e a forma na qual o poder de compra geral é mantido. Sobre essas questões, ver: Davidson, P. (1988) "A technical definition of uncertainty and the long-run non-neutrality of money", Cambridge Journal of Economics, 12, 329-337; Lawson, Tony (1988) "Probability and uncertainty in economic analysis", Journal Post Keynesian Economics, vol.11, n.1, Fall; Davidson, P. (1991) "Is probability theory Relevant for Uncertainty? A post keynesian perspective", The Journal of Economic Perspectives, winter, vol.5, n.1, pp.129-143.

³⁴ Os mais variados ativos têm três atributos expressos em rendimentos: q=quase-renda (rendimento produtivo); c=custo de conservação (negativo/manter em carteira); l=liquidez (prêmio que o ativo oferece); o rendimento do ativo = $q - c + l$. Para o dinheiro $q = 0$; $c = 0$; l = alta; e para os demais ativos $q > 0$ (lucro); $c > 0$ e l = baixa. O ponto central da contribuição de Keynes está em ter colocado os ativos juntos numa mesma lógica de cálculo, na mesma lógica de valorização. Neste caso, se verifica a formulação de uma teoria geral de aplicação de capital, do cálculo capitalista (capítulo 17 da Teoria Geral). Para discutir alguns aspectos da teoria de Keynes sobre dinheiro e juros, ver: Cowen, T & Kroszner, R. "Money's marketability premium and the microfoundations of keynes's theory of money and interest", Cambridge Journal of Economics, 1994, 18, 379-390.

³⁵ Sobre o tempo em teoria econômica, ver: Robinson, J. "Time in Economic Theory", Kyklos, vol.33, 1980, Fasc.2, 219-229.

futuro).⁽³⁶⁾ Trata-se do tempo econômico das decisões (de produzir no curto prazo [utilização da capacidade instalada] e de investir no longo prazo com o aumento da capacidade produtiva) num ambiente de incerteza (ambiente ou mundo não-ergódico - não há base segura para o cálculo capitalista sobre os rendimentos esperados, simplesmente há desconhecimento sobre o futuro no momento das tomadas de decisões); as expectativas, inclusive, podem variar afetando as decisões.⁽³⁷⁾

São problemas que sobre eles não existe qualquer base científica para um cálculo probabilístico. Há uma distinção qualitativa entre "risco" que é calculável e pode ser coberto por um seguro (hedge) e a incerteza como incalculabilidade objetiva devido seu caráter inovativo (não há distribuição de probabilidade);⁽³⁸⁾ ⁽³⁹⁾ c) a existência de contratos em termos de dinheiro (neste caso o dinheiro se destaca em sua principal função: "unidade comum de cálculo") - a produção leva tempo envolvendo contratos futuros (uma economia orientada pelo mercado a maioria das transações de produção entre uma cadeia de firmas autônomas envolve contratos futuros; contratos sobre um futuro incerto - contratos sobre salários, matérias-primas, juros e câmbio).

³⁶ A conceituação na teoria econômica da incerteza e suas implicações para as decisões (conexão entre expectativas e incerteza) está em F. Knight e Keynes, em que o ponto central reside na impossibilidade de reduzir a incerteza a um cálculo probabilístico preciso baseado em distribuição de frequências devido à inexistência de base científica confiável para esse cálculo quando o futuro econômico está em jogo. A conexão entre incerteza e o caráter monetário da economia está na presença do dinheiro como reserva de valor e como unidade contábil e contratual permitindo e impondo a opção de adiar decisões cujos resultados são imprevisíveis (o caráter da não-ergodicidade). Sobre essa questão, ver: Lawson, Tony (1985) "Uncertainty and economic analysis", *The Economic Journal*, 95 (december) pp.909-927; Hammond, J.D. "Frank Knight's Antipositivism" In: *History of Political Economy* 23:3, 1991, Duke University Press.

³⁷ Segundo Keynes, a economia é volátil porque expectativas e investimento são voláteis.

³⁸ Este tipo de interpretação argumenta que a visão de Keynes sobre a incerteza não é uma forma inócua ou destrutiva de análise econômica. Trata-se de uma visão do comportamento racional sob incerteza. A noção de incerteza fundamental considera a ausência de uma base racional para hierarquizar cursos alternativos de ação. Ela caracteriza uma expectativa onde não é possível determinar se é "either more likely than not, or less likely than not, or as likely as not" (Keynes, 1973, vol.VIII. *A Treatise on Probability*). Esta não foi a única espécie de incerteza analisada por Keynes. Ele também associou o termo incerteza com expectativas baseadas em probabilidades não-numéricas e com aquelas baseadas em pouca evidência. A relação entre essas e a incerteza fundamental é complexa. As expectativas podem ser fundamentalmente incertas sem serem incertas em um desses dois sentidos. A ausência de uma base racional para hierarquizar alternativas não elimina decisões racionais. Keynes salienta que decisões de investir em ativos de longa duração são normalmente feitas em condições de incerteza fundamental, não existe base racional para construir uma ordem de preferência entre alternativas de investimento de longo prazo. Winslow, E.G. "Organic Interdependence, Uncertainty and Economic Analysis." *The Economic Journal*, 99 (December 1989), 1173-1182.

³⁹ A incerteza como princípio segundo o qual as decisões são tomadas a partir de um conjunto relevante de informações sobre o futuro que não são cognoscíveis no momento em que as expectativas são formadas. A razão primária da incerteza é sua natureza inovativa, neste caso, não há aprendizado por mais acúmulo de informações - os agentes aprendem que não aprendem - portanto, a incerteza está realacionada com desconhecimento em grau e natureza. Segundo Keynes, há três formas ou normas de comportamento "convencionais" adotadas pelos agentes para "contornar" a incerteza de suas expectativas: 1) supondo que o presente constitui o guia mais adequado para o futuro; 2) supondo que o estado de opinião vigente (estado das expectativas), expresso nos preços e no caráter da produção existente, baseia-se num sumário correto da futura perspectiva; 3) supondo que a opinião individual carece de valor; procura seguir a opinião do resto do mundo (melhor informado) conformando-se com o comportamento da "média" ou "maioria" a "opinião convencional". Sobre a incerteza keynesiana, ver: Lavoie, Marc "La distinction entre l'incertitude keynésienne et le risque néoclassique" In: *Economie appliquée*, tome XXXVII, 1985, n.2, pp.493-518.

A existência desses contratos para pagamento futuro é fundamental para o conceito de liquidez e dinheiro. Destaca-se, neste caso, a importância do dinheiro como ponto de partida do pensamento de Keynes;⁽⁴⁰⁾ d) é considerada a organização dos mercados à vista "spot" e dos mercados futuro "forward" (contratado hoje para liquidação no futuro). O dinheiro é inserido nas economias monetárias da produção via os mercados "forward" (a termo). A organização dos mercados tende sempre a assumir uma forma altamente especializada que permite estabelecer que certos substitutos do dinheiro (instrumentos financeiros) desempenhem o papel de dinheiro (poder de liquidação/manutenção do poder de compra ao longo do tempo). Esse nível de organização dos mercados via os acordos de diversa natureza que são firmados, são relevantes para as políticas de coordenação/cooperação no âmbito da regulação keynesiana. Acordos sobre juros (política monetária e reservas bancárias); acordos sobre câmbio (política cambial e das reservas internacionais-taxas fixas e flutuantes); acordos sobre controle de custos (sobre matérias-primas-commodities - nos mercados de contratos futuros) e sobre os salários (acordos coletivos/política de rendas e emprego).⁽⁴¹⁾ e) as relações entre "market Maker" ("Dealer") e o "Lender of last resort" (a importância dos arranjos institucionais). Nas economias monetárias com mercados financeiros desenvolvidos, um grande setor privado "market maker" está envolvido em muitos "spots markets" (security specialists, bond houses, foreign exchange dealers) de tal forma que há um grande espectro de ativos financeiros além do dinheiro que são altamente líquidos. O que são ativos líquidos em qualquer dessas economias depende das práticas sociais e instituições que existem na economia; e o fator essencial dos mercados bem organizados está na atuação dos "market makers" (traders coordinators). Cabe observar, no entanto, que o público pode reconhecer em tais arranjos institucionais que, em qualquer crise de macro liquidez, esses "market makers" não teriam condições de suportar a pressão financeira que os forçaria a liquidar "posições" num curto período de tempo causando uma precipitação nos preços "spot". Todavia, a continuidade e o ordenamento de tais "spot markets" parece assegurada na medida em que o Banco Central atue como lender of last resort e a comunidade continue a usar o "dinheiro" do sistema como denominador de suas obrigações contratuais (fiat money). Caso esses arranjos institucionais

⁴⁰ Keynes parte da "moeda de conta" a partir do conceito de moeda legal cuja emissão é prerrogativa do Estado (Fiat money). Essa moeda que segundo os contratos liquida compromissos. Seus substitutos perfeitos são ativos perfeitamente líquidos no sentido de que a conversão em moeda legal é garantida a qualquer momento sem perder valor. Para Keynes um padrão monetário pode ser definido a partir de regras fundamentais de operação de um sistema monetário, isto é, a partir de preceitos constitutivos que, por sua vez, devem ser tais que permitam alcançar, simultaneamente, dois objetivos: segurança e elasticidade. No caso da segurança, é manter o poder de compra estável; no caso da elasticidade, ter a capacidade de acomodar as variações na produção. Segundo Keynes, existem dois tipos de padrão monetário simples: mercadoria-moeda - constituído por uma mercadoria específica com valor intrínseco e a Fiat Money (moeda fiduciária) - baseada na confiança e sem valor intrínseco. Sobre isto, ver: Chick, V.(1987) "Speculation, the rate of interest, and the rate of profit"; Davidson, P.(1987) "Sensible expectations and the long-run non-neutrality of money" in: Symposium: Lessons from Keynes's "General Theory", Journal of post keynesian/fall, vol.X, n.1. Para uma interpretação pós-keynesiana da situação crítica do padrão monetário em economias de alta inflação, ver: Carvalho, F.J.C. "Alta inflação e hiperinflação: Uma visão pós-keynesiana" Revista de Economia Política, vol.10, n.4(40), outubro-dezembro/1990.

⁴¹ Na visão keynesiana o "salário monetário" é um preço-âncora devido ao fato de ser o elemento mais importante da renda nacional; e fazer parte de toda a composição de custos. Por outro lado, para Keynes salários não se constituem apenas em custos, são também receitas, geram lucros.

(regulamentação) se revelarem inadequados numa crise de liquidez, talvez devido à fragilidade da cadeia entre os market makers privados e o Banco Central, ou no caso deste não responder como lender of last resort, então o grande setor privado "market maker" entrará em colapso. Isto pode induzir a uma reação em cadeia em outros mercados "spots" líquidos (efeito contaminação) com a estrutura financeira de débitos entrando em colapso como se fora um castelo de cartas (efeito dominó).⁽⁴²⁾ f) Sobre "exogenia" (Fiat Money) e "endogenia" (Bank Money) da oferta monetária em Keynes. Pós-keynesianos: "exogenia" (Teoria Geral) - Esses são elementos teóricos que constituem o modelo clássico da teoria monetária de Keynes (capítulo 17 da Teoria Geral), que pressupõe uma teoria do dinheiro (sobre a mercadoria equivalente geral e suas formas-medida de valor, meio de circulação e reserva de valor); um estudo do financiamento do investimento nos seus dois aspectos principais (a circulação do capital produtivo e a circulação financeira, encontrado nas páginas do "Treatise on Money"); e um estudo sobre o sistema de crédito com substituição da moeda estatal (legal) por moeda privada.⁽⁴³⁾ Com isto, Keynes integra a teorização sobre o dinheiro (teoria da preferência pela liquidez) na teoria da produção capitalista (decisões de produzir e investir) através do estudo das modalidades de financiamento do investimento, sugerindo, em decorrência, a formulação de uma teoria da instabilidade do investimento (explicação para o caráter intrínseco da instabilidade do investimento).⁽⁴⁴⁾

Uma ilustração é o modelo de portfólio simplificado⁽⁴⁵⁾ com basicamente dois tipos de ativos (dinheiro/títulos), cujo sistema de controle se verifica por meio de acordo de "coordenação"/"cooperação" entre o Banco Central e as instituições financeiras (principalmente os bancos), estabelecendo o referencial de uma política de reservas bancárias com base na gestão das taxas de juros (por meio do controle do nível das reservas bancárias que junto com o multiplicador restringe/amplia o dinheiro como meio de circulação

⁴² Atualmente, o locus por excelência dessa tendência especulativa difundiu-se para além dos mercados de ativos líquidos incluindo "renda da terra" e o câmbio, com as taxas de juros determinadas no mercado de capitais globalizado.

⁴³ Essa trajetória teórica é analisada por J.A. Kregel (1987): "The Changing Place of Money in Keynes's Theory from the Treatise to the General Theory". In: *Keynesian Theory Planning Models and Quantitative Economics*.

⁴⁴ Essas questões envolvendo a gestão da riqueza Keynes abordou desde seus primeiros estudos. Em "How far are bankers responsible for the alternations of crisis and depression?", de 1913, após as leituras do ensaio de Dennis Robertson sobre as Flutuações Industriais, Keynes desenvolveu esta idéia sobre o papel dos bancos num modelo simples, no qual a renda é gasta em bens de consumo, na compra de ativos financeiros, ou mantida em conta corrente nos bancos para servir como "free resources to be spend or saved according as future circumstances may determine" (CWJMK, vol.8.5). Nesta versão de um modelo simples de teoria monetária, no entanto, não há, ainda, o reconhecimento direto da relação entre taxas de juros, investimento e os preços dos ativos. Somente a partir do "Tract on Monetary Reform" (1923) Keynes iniciou uma explicação para a influência das taxas de juros sobre os preços dos ativos e sobre as decisões de investir. Sobre essa questão, a formulação do denominado teorema da paridade da taxa de juros, ver: Kregel, J.A. "Money, Expectations and relative Prices in Keynes's Monetary Equilibrium". *Economie Appliquée* 36,3:449-65.

⁴⁵ Cabe observar que essa forma simplificada de apresentar a preferência pela liquidez como comportamento face ao risco e à incerteza, não é incompatível com a chamada teoria da carteira de títulos muito aperfeiçoada após os artigos de Markowitz (1952) e Tobin (1958). As diferenças entre ambas resultam da natureza estático-comparativa da teoria da carteira de títulos. Neste caso, a distribuição de probabilidade dos retornos sobre os ativos de risco é considerada como dada; já os agentes especuladores para Keynes operam no tempo real e prevêem valores futuros específicos das taxas de juros. Sobre essa questão, ver: Chick, V. (1993).

e os empréstimos bancários como meio de pagamentos).⁽⁴⁶⁾

Keynes assumiu que a oferta monetária seria controlada através da política de reservas do banco central, sendo determinada exogenamente desta perspectiva (com a emissão de "fiat money"-moeda fundamentada na confiança cuja prerrogativa de emissão é dos Estados soberanos); e, por outro lado, também contemplou a "endogenia" (modelo desenvolvido no *Treatise on Money*), configurando um modelo analítico da circulação industrial e da circulação financeira.⁽⁴⁷⁾

Portanto, ao ser colocado como uma alternativa aos demais ativos, o dinheiro passa a afetar a demanda por outros ativos, e, conseqüentemente, o ritmo e a natureza da acumulação de capital. Neste caso, o dinheiro representa dois tipos de circulação. No caso da circulação industrial, o dinheiro é meio de troca, girando produtos e serviços; no caso da circulação financeira a moeda é um ativo que afeta a circulação dos ativos financeiros. Neste caso, sua velocidade depende menos dos hábitos e das instituições de pagamentos e depende mais das expectativas em relação aos retornos dos ativos. Para os investidores que esperam tendências adversas dos preços dos títulos no futuro (uma elevação nas taxas de juros) é melhor reter moeda (ficar na liquidez) do que fazer investimentos em ativos sujeitos à perdas de capital (desvalorização de seus preços).⁽⁴⁸⁾

Nos dois casos, as decisões sobre o dinheiro afetam as decisões de produzir (referentes ao período de produção) e de investir (decisões de longo prazo). No caso das decisões de investir, três textos de Keynes reúnem elementos teóricos para formular uma teoria de aplicação de capitais: o capítulo 17 da *Teoria Geral*; o artigo de 1937 ["Teoria Geral do Emprego", *Quarterly Journal of Economics*, 1937, 209-223] e o artigo "Teorias Alternativas da Taxa de Juros" ["Alternative Theories of the Rate of Interest", *Economic Journal*, 1937, 241-252]. Nos trabalhos destacam-se três aspectos que procuram explicar a

⁴⁶ Esta questão está particularmente associada com a gestão do equivalente geral que significa a gestão das diferentes formas e funções da moeda que se articulam entre si permitindo a reprodução da condição de equivalente geral. Nesta linha de raciocínio, Keynes abordou a crise da regulação macro centrada na gestão do equivalente geral, sendo que esta gestão está associada com a reprodução do dinheiro como equivalente geral que implica coordenar a combinação da moeda privada de crédito (bancária), a moeda do banco central (fiduciária) e do dinheiro mundial. Há todo um debate envolvendo a gestão dessas três moedas entre três correntes de pensamento: a moeda bancária privada (caso da *Banking School*); a moeda do banco central (caso da escola quantitativa americana); a moeda internacional (caso dos defensores do padrão-ouro); debate do qual Keynes teve um papel relevante em vários momentos.

⁴⁷ O debate endogenia/exogenia parte da constatação de que na *Teoria Geral* há uma concepção de que a oferta monetária é tomada como fixada exogenamente (pelo banco central), dado que Keynes, como marsalliano, adotou o approach para o mercado monetário que requeria um dado estoque de moeda e alguns motivos para mantê-la (demanda). Mais tarde, porém, Keynes, após a publicação da *Teoria Geral*, no debate com Robertson, Hawtrey e Ohlin-*Economic Journal* de 1937 e 1938 - considerava a possibilidade do sistema de bancos comerciais ser capaz de controlar a oferta de moeda endogenamente, embora não tenha desenvolvido de maneira sistemática esta tese. Na abordagem pós-keynesiana, há um aperfeiçoamento da tese endogeísta.

⁴⁸ Autores como Minsky e Kregel chamam à atenção para a relação entre a instabilidade financeira e os dois conjuntos de preços e o financiamento numa economia capitalista. Os preços esperados para a produção corrente e para os ativos de capital. Esses dois sistemas de preços estão no centro da avaliação financeira.

decisão de investir: dois níveis de preços (os preços de oferta e demanda dos ativos de capital); uma base volátil para a formação de expectativas, que determina o incentivo a investir e a demanda de dinheiro para financiamento (finance) - motivo finance acrescido à tríade tradicional (demanda de dinheiro para transações, precaução e especulação).⁽⁴⁹⁾

Logo, numa economia moderna há a componente endógeno na criação de liquidez. Segundo Minsky: "*Em nossa economia moeda é criada quando banqueiros financiam ativos e é destruída quando devedores de bancos saldaram suas obrigações*" (Minsky, 1982:17). Neste sentido, coloca-se a importância do sistema bancário interpor sua garantia entre depositantes e clientes.⁽⁵⁰⁾

Todavia, essa endogeneidade não é ilimitada na medida em que os agentes podem criar substitutos perfeitos para a moeda somente se a autoridade monetária concordar em garantir essas operações. Logo, o exercício desse controle por parte da autoridade monetária não se verifica sem tensões entre seus objetivos e o dos bancos, por exemplo, voltados para a procura de lucro. Por isso, em determinadas condições, as tentativas de controlar o conjunto dos ativos líquidos acaba estimulando as inovações financeiras que procuram criar ativos líquidos em substituição aos ativos sob restrição. No entanto, o importante é o fato dessas quase-moedas não contarem com as mesmas garantias dos ativos plenamente líquidos, o que tende a criar fatores de fragilidade nos mercados de ativos financeiros.⁽⁵¹⁾

⁴⁹ Keynes abordou essa questão quando da análise dos mercados financeiros. Para isto, duas razões foram especificadas na Teoria geral: a primeira é sublinhada nos capítulos 13 e 15 e diz respeito à importância do custo dos fundos de empréstimos; a segunda nos capítulos 12 e 22 Keynes argumenta que os mercados financeiros serão afetados inevitavelmente por ondas de otimismo e pessimismo que repercutirão sobre os cálculos empresariais da eficiência marginal do capital, influenciando na política de investimentos das empresas. O capítulo 12, particularmente, acabou inspirando as teorias keynesianas da dominância financeira. Neste capítulo é analisado o efeito das expectativas e confiança sobre a eficiência marginal do capital adiando para o 13 e o 15 a discussão da taxa de juros (o custo dos empréstimos).

⁵⁰ Este também é o âmbito do debate entre keynesianos e monetaristas. Para uma visão do debate sobre "endogenia"/"exogenia", ver: Pollin, R. "Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence", *Journal of Post keynesian Economics/spring 1991*, vol.13, n.3; Lavoie, Marc "The endogenous flow of credit and the post keynesian theory of money", *Journal of Economic Issues*, september 1984, 18(3), 771-797; Moore, Basil J. "The Endogenous Money Stock", *Journal of Post keynesian Economics*, Fall 1979, 2(1), 49-70; Moore, Basil "Unpacking the post keynesian black box: Bank Lending and the Money Supply", *Journal of Post keynesian economics*, summer 1983, 5(4), 537-556; Moore, Basil. "On the Endogeneity of money once more", *Journal of post keynesian economics*, Spring 1989, 11(3), 479-487. O debate se trava, mesmo no âmbito keynesiano, entre "horizontalistas" e "verticalistas" em torno de teses que tratam o sistema financeiro como tendo uma capacidade ilimitada ou não de financiar o investimento.

⁵¹ Cabe observar, que na discussão da endogeneidade a moeda é administrada pelos bancos em primeira instância - avaliar os créditos dos centros privados de produção e geração de renda - que emitem dinheiro - a criação monetária depende dos bancos sancionarem a oferta privada; e em segunda instância, o Estado via banco central referenda ou não esses créditos na condição de *last-of-the-herd*. O dinheiro será criado endogenamente conforme as necessidades, tornando a oferta endógena ao sistema bancário, através de uma gama variada de débito público, currency, e débito privado, tais como depósitos nos bancos, pelo meio da administração de passivos ou das inovações financeiras. A controvérsia assume os contornos da formulação que explicita o crescimento da oferta monetária determinada por força de mercado ou controlada por políticas monetárias. A idéia da endogenia está relacionada com o tamanho da oferta monetária determinada pela interação dos depositários intermediários (bancos) e seus emprestadores. No sentido de Basil Moore, money supply is credit driven (intermediários transformam depósitos em empréstimos). No caso da ortodoxia, a oferta monetária é determinada exogenamente através da autoridade monetária que controla a base de reserva.

Em síntese, a criação de liquidez (oferta de financiamento) para a interpretação pós-keynesiana é abordada segundo o estudo das formas de intervenção da autoridade monetária e o estudo da criação de ativos plenamente líquidos pelos agentes privados na procura de lucro.⁽⁵²⁾ No entanto, o ponto central está em que o grau para o qual a criação de liquidez é determinada pela força do mercado é uma função de um conjunto complexo de fatores institucionais, incluindo as formas de moeda em circulação, práticas bancárias, sistemas de taxas de câmbio, organização dos mercados financeiros e os objetivos do banco central, etc. Uma vez que esses fatores diferem historicamente, bem como através das economias, o grau de endogeneidade de um sistema financeiro-monetário não deve ser concebido sem investigar suas características institucionais específicas. Uma teoria monetária em abstrato, assumindo a priori, por hipótese, que a oferta monetária é exógena ou endógena, não deve ser aplicada mecanicamente a todas as economias. Esta questão pode ser discutida no âmbito dos limites das políticas monetárias em face dos problemas de coordenação. g) "Poupança", Crédito, Investimento, "motivo financeiro" (finance) e "Funding". O debate em torno das relações entre "poupança", investimento e crédito é antigo. As controvérsias a cerca da existência prévia de poupança (abstenção de consumo) como condição necessária à realização dos gastos de investimento, dividem economistas ortodoxos e seus críticos desde os trabalhos de Wicksell.

Duas abordagens teóricas se destacam nesses debates: a abordagem dos fundos de empréstimos e a abordagem da preferência pela liquidez. O importante a observar é o fato de cada uma das abordagens se fundamentar numa concepção de sistema financeiro.⁽⁵³⁾

A denominada versão "Clássica" da teoria dos fundos de empréstimos, por exemplo, se identificava com a forma de organização incipiente do sistema bancário (com os primeiros estágios de seu desenvolvimento). Neste estágio o passivo dos bancos não servia como meio de pagamento. Os bancos recebiam depósitos em troca de certificados não negociáveis. Este estoque de depósitos correspondia à poupança passada acumulada variando em função da poupança corrente. Portanto, os bancos dependiam desses depósitos para constituir reservas e dependiam das reservas para fazer empréstimos. Neste sentido, a oferta de poupança era exógena ao sistema bancário. Logo, todo o investimento que não era financiado por meio da poupança prévia do próprio investidor era financiado pelos bancos através de parte das poupanças depositadas. Em decorrência disto, a expansão dos empréstimos poderia acarretar uma substancial perda de reservas, mesmo para o sistema como um todo (Chick, V. 1994).

⁵² Sobre a endogeneidade da oferta monetária na abordagem pós-keynesiana, ver: Dow, Sheila C. "Money Supply endogeneity", In: *Economie appliquée*, tome XLI, 1988, n.1, pp.19-39; Chick, V. "A Evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros", *Ensaio FEE*, Porto Alegre, (15)I:9-23, 1994.

⁵³ A teoria da poupança e da taxa de juros não deve ser desvinculada do estágio de desenvolvimento das instituições financeiras (do design institucional predominante). Isto é sugerido por Hicks (1967, cap.9) *Monetary theory and history-an attempt at perspective*. In: *Critical essays in monetary theory*. New York: Oxford University e por Chick, V. In: "A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros", *Ensaio FEE*, Porto Alegre, (15)I:9-23, 1994.

As versões mais modernas para a abordagem dos fundos de empréstimo atribuem um papel mais ativo ao sistema bancário. Neste caso, os bancos passaram a contar, além das poupanças passadas e correntes, com reservas oriundas de depósitos (correspondente aos saldos de transação), agora aceitos como meios de pagamento, e com recursos obtidos junto ao banco central (via operações de open market). Neste estágio a função "meio de pagamento" é crucial e o multiplicador dos depósitos bancários é a teoria relevante. Portanto, as demandas de empréstimos passam a depender, de forma crescente, das políticas dos bancos que determinam a oferta de crédito. Isto significa que os depósitos não representam apenas poupança, mas balanços de transações entre os bancos; são depósitos oriundos de empréstimos que não abandonam o sistema necessariamente. Neste sentido, os bancos superavitários em reservas tendem a emprestar recursos que não lhes pertence, desencadeando a expansão e a multiplicação do sistema (Chick, V. 1994).

Este segundo estágio, em linhas gerais, reúne as características institucionais do sistema financeiro referentes a abordagem do fundo de empréstimos que remonta a Wicksell, Robertson e Ohlin e a abordagem alternativa, da preferência pela liquidez, desenvolvida por Keynes desde o *Treatise on Money* (1930). No primeiro caso, os bancos atuam mais no sentido de equilibrar poupança e investimento (oferta e demanda de fundos de empréstimos); e a taxa juros tem esse papel (abordagem de fluxos). No segundo caso, a taxa de juros seria o prêmio à renúncia pela liquidez, não se constituindo numa variável de ajuste entre poupança e investimento. Neste enfoque a taxa de juros não depende apenas dos fluxos de poupança e investimento; depende principalmente das decisões dos agentes (incluindo os bancos e o banco central) sobre a alocação da riqueza entre os ativos existentes e os novos ativos e sobre a forma de financiar as decisões de gastos (investimento e consumo). Portanto, essas decisões de carteira (abordagem de estoques) dos agentes e das instituições financeiras determinam a taxa de juros, segundo Keynes. Para esta taxa de juros, e em função da expectativa dos investidores quanto à rentabilidade de seus projetos, determinam-se os gastos de investimento e, segundo o mecanismo multiplicador, determinam-se os níveis compatíveis de renda e poupança segundo o princípio da demanda efetiva. Logo, a igualdade entre poupança e investimento resulta de variações no nível de renda e não na taxa de juros, tornando a abordagem de Keynes incompatível com a abordagem do fundo de empréstimos. Trata-se de uma abordagem para composição e recomposição de portfólios.⁽⁵⁴⁾

⁵⁴ Essas questões são desenvolvidas no decorrer do debate entre Bertil Ohlin e Keynes, em 1937, no *Economic Journal*. Para uma visão do debate, ver: "Teorias Alternativas da taxa de juros" (Keynes); "Teorias Alternativas das Taxas de Juros - uma réplica" (Bertil Ohlin); "A Teoria ax ante da taxa de juros" (Keynes). *Clássicos de Literatura Econômica*, IPEA/INPES, RJ, 1988. É importante observar que em economias onde os mercados financeiros não são muito desenvolvidos, a determinação da taxa de juros pelos fluxos ou pelos estoques (ou estoques mais fluxos) é equivalente. No caso de economias com sistemas financeiros desenvolvidos, todo ou quase todo o estoque de riqueza financeira pode ser realocado entre os vários ativos (inclusive dinheiro) a cada instante, e não apenas a nova riqueza ou a poupança corrente, caracterizando que as carteiras dos agentes são fluídas. Neste sentido, a abordagem de Keynes parece mais adequada com essa situação uma vez que as adições à riqueza financeira é relativamente pequena se comparada ao estoque, bem como, por ter sua composição alterada drasticamente e muito rapidamente (modificações súbitas e significativas). Para uma avaliação completa dessa questão, ver: Amadeo, E.J. & Franco, G.H.B. "Entre Keynes e Robertson: Finance, poupança e investimento". *PPE*, RJ, 19(2), 379-396, ago.1989; Andarade, J.F.de. "A Ressurreição da teoria dos fundos de empréstimos e o motivo Finanças de Keynes". In: John M. Keynes: Cinquenta anos da Teoria Geral, editor Edward J. Amadeo Swaellen, PNPE/IPEA, 20, 1989.

Neste caso, em primeiro lugar, é necessário considerar a distinção conceitual entre as decisões de "poupar" e de "investir" ⁽⁵⁵⁾; e, assim, a taxa de juros é resultado da combinação entre o comportamento "convencional" e o comportamento "especulativo".⁽⁵⁶⁾ A decisão de "poupar" é uma alocação da renda feita pelo público em geral. Se a poupança é uma alocação da renda, depende da renda, que, por sua vez, depende do investimento (da despesa, gasto em investimento). Portanto, há precedência do investimento sobre a "poupança" (há possibilidade do investimento se autofinanciar). Para Keynes há uma clara separação entre a decisão de poupar e a decisão de alocar a riqueza entre os diversos ativos. Para Keynes o princípio da demanda efetiva e a preferência pela liquidez constituem níveis distintos da análise.⁽⁵⁷⁾

No caso da decisão de investir o que se verifica é que sua independência prevalece devido à existência do crédito que permite adiantamento do poder de compra. A primeira conclusão, portanto, está associada ao fato do investimento depender dele próprio e não da poupança. A decisão de investir cria poupança, e o inverso dessa causalidade normalmente é assumida pela teoria Clássica.⁽⁵⁸⁾

⁵⁵ Sobre essa questão, ver: Keynes, J.M. "Distinção entre Poupança e Investimento." (1930) In: *A Treatise on Money*:1. The Pure Theory of Money-CWJMK. Londres, Macmillan, 1971. v.V, liv.III, cap.12, p.154-65. Tradução: Keynes. Coleção grandes cientistas sociais; 6, org. Tamás Szmercsányi, ed. Ática, 1978.

⁵⁶ Segundo a concepção da Teoria Geral sobre a taxa de juros como "combinação" de "convenção" e "especulação" onde convenção é a base estável sobre a qual as atividades dos especuladores exercem seus efeitos devastadores; e a especulação separa a taxa de retorno dos títulos da taxa de retorno dos ativos de capital (ativos financeiros/ativos reprodutíveis); separa a taxa de juros da taxa de lucro. Os ativos produtivos estavam sujeitos às oscilações de otimismo e pessimismo reforçando os erros ao invés de proteger deles. Esta idéia estava na raiz da recomendação do governo regular o investimento.

⁵⁷ Esta noção fica evidente quando Keynes considera a fonte de financiamento do motivo finance. Embora tenha considerado as alternativas via ações e bancos, ele manifestou sua preferência pelos bancos. Keynes observa que o ritmo dos investimentos poderia ser controlado de acordo com a disponibilidade de empréstimos por parte do sistema bancário. Mesmo sendo fonte de controvérsias, essa passagem de Keynes (em "Teorias alternativas da taxa de juros" e "A teoria ex-ante da taxa de juros") esclarece que ele estava se referindo à liquidez, e não à poupança. Portanto, a demanda por fundos, enquanto finance, difere de maneira fundamental do que se entende por poupança. "Finance" representa antecipações de poder de compra, e enquanto tal não passam de "book entries"; e poupança são recursos reais, não usados em consumo, e que se tornam disponíveis "pari passu" pelo multiplicador, até atingir o montante de recursos alocados para investimento. Neste caso, o dinheiro demandado para atender o motivo finance, constitui um fundo rotativo. Este fundo Keynes contrapõe a noção de poupança como um estoque atrelado ao investimento. Essas observações fazem parte do debate entre Keynes e Ohlin nos dois artigos citados (Teorias Alternativas...e Teoria ex-ante da taxa de juros.... de 1937).

⁵⁸ Como "poupança" e "investimento" representam fontes de distúrbio para o steady-state equilibrium, torna-se fonte de interesse dos macroeconomistas. Em economias não-financeiras ou em economias dominadas pelo relacionamento direto entre emprestadores e tomadores de empréstimos, a poupança teria que ocorrer precedendo ao investimento (conforme foi exposto por Chick), neste caso, o investimento seria contido pela poupança: com o desenvolvimento do sistema bancário, o investimento acaba precedendo à poupança; e a contrapartida da poupança são os novos depósitos dos bancos resultantes da expansão dos empréstimos. Há, no entanto, um problema de explicar a poupança inicial. Um keynesiano tradicional diria que o consumo não teria ajustado ao novo nível de renda e a discrepância era mantida como depósito nos bancos. Milton Friedman diria que há um excesso de oferta de dinheiro; James Tobin diria que havia um desequilíbrio de portfólio; e os novos depósitos correspondem a aquisição líquida de moeda para transação, desde que os depósitos representam pagamento.

Na equação da renda keynesiana, a decisão de consumir está sujeita à restrição orçamentária e a decisão de investir não está sujeita à restrição orçamentária e sim ao crédito (à taxa de juros). No caso da demanda por financiamento como antecipação do "poder de compra", para financiar o investimento, antes mesmo que ele seja realizado (entre o momento de sua decisão e o momento de sua efetivação prática), caracteriza o denominado "motivo finanças" (finance), segundo Keynes. Neste caso, o "finance" como fundo rotativo, se origina na capacidade do sistema bancário criar "dinheiro" a partir dos depósitos independentes da "poupança" (criação e destruição do "bank money" - portanto o "Finance" precede a produção que gera renda): os depósitos que se transformam em empréstimos (antecipação do poder de compra) que, por sua vez, se transformam em novos depósitos, que geram novos empréstimos, num mecanismo multiplicador de empréstimos e pagamentos, relações de compensação entre débitos e créditos, constituem a criação e destruição do bank money (dinheiro endógeno). Esses depósitos constituem a definição mais relevante de dinheiro para Keynes (bank money). Esses depósitos foram explicados no *Treatise on Money* como de renda e de "business" ligados à circulação produtiva e à circulação financeira. Portanto, diante dessa situação há uma competição acirrada por parte do sistema bancário pela captação desses depósitos.⁽⁵⁹⁾

INSTABILIDADE E FRAGILIDADE FINANCEIRA

O processo de expansão das economias capitalistas com base nessa explicação teórica, coloca a questão do "funding" (o processo de transformação de disponibilidades de curto prazo em longo prazo) das dívidas em pauta. Neste caso, se os capitalistas investidores (compradores de ativos de capital) têm dívidas junto aos bancos, os bancos, por sua vez, criam uma dívida junto aos capitalistas que emprestam seus recursos sob a forma de depósitos, configurando uma situação em que os investidores devem aos capitalistas emprestadores por meio dos bancos. Se esses capitalistas compram ações ou títulos de dívidas diretamente nos bancos, o círculo do financiamento se completa. Todavia, isso não está a priori garantido. Neste caso, temos uma situação de intermediação financeira em que os lucros são canalizados ao funding

⁵⁹ Finance e bank money constituem o debate entre Keynes e as são mais relevantes quando se verificam pelo lado do gasto (das despesas de investimento) do que pelo lado da amortização dos empréstimos. O fundo rotativo de Keynes (finance) recompõe-se pelos gastos do investimento via depósitos; e o fundo rotativo de Robertson recompõe-se pela amortização dos empréstimos. A conclusão principal que as relações monetárias são cruciais para a teoria, pois, asseguram a provisão dos recursos para o investimento; e fornecem crédito (finance) aos empreendimentos de maneira que o investimento não seja limitado pelas decisões individuais de "poupar". O motivo financeiro (finanças) é um quarto motivo sugerido por Keynes (agregado ao motivo transação, precaução e especulação) após a publicação da Teoria Geral em debate com Bertil Ohlin (CWJMK, XIV). Este tem suscitado debates desde sua formulação. Trata-se de uma demanda por liquidez em adiantamento de algum gasto planejado. Segundo Keynes há uma tendência dos investidores reterem, antes do dispêndio efetivo, certa quantidade de recursos que lhe permita fazer gastos autonomamente ou conseguir recursos de terceiros em melhores condições. É uma demanda adicional por saldos inativos que pode pressionar as disponibilidades de liquidez para os demais motivos. Sobre o debate recente, ver: Asimakopoulus (1983); Kregel (1984/85) e 1986; Davidson (1986) e Terzi, A(1986/87).

da dívida dos investidores. Portanto, depende do movimento de intermediação financeira na acomodação dessa complexa teia de débitos e créditos. O financiamento para fins de investimento deve ser de longo prazo, o que significa, nos termos keynesianos, um período mais longo do que o associado ao multiplicador; o que pode abrir a possibilidade, via de regra, de recorrer ao refinanciamento destacando o papel crucial da intermediação financeira.⁽⁶⁰⁾

Assim, se essa reciclagem for necessária, o papel da intermediação financeira é crucial. Caso não funcione essa intermediação, segue-se o aumento de fragilidade financeira do sistema. Esta situação acaba por constranger as decisões de investir. É neste sentido que a garantia de que o sistema bancário cumprirá essa função e que o banco central influenciará para que isto se verifique, segundo a colocação keynesiana, funciona como indutor às decisões de investir. Logo, do ponto de vista financeiro, os limites às decisões de investir se originam na avaliação da aceitação da fragilidade do sistema de financiamento.⁽⁶¹⁾ Esta situação predominante no sistema bancário está associada com o estágio, segundo Chick (1994), em que o sistema evolui para um ponto no qual as reservas se tornam irrelevantes. Os empréstimos podem expandir além da capacidade determinada pelas reservas do sistema; com o banco central garantindo no caso de falta de reservas (*lender of last resort*).⁽⁶²⁾

A situação pode ser abordada pela teoria de comportamento dos bancos baseada na rentabilidade da expansão dos empréstimos, dados os custos de captação de reservas adicionais. Os bancos, então, desenvolvem a denominada "política de administração de passivos". Esta gestão dos débitos se desenvolveu como parte do aumento geral na competição financeira que foi incentivada oficialmente (via as políticas de desregulamentação) por meio da extensão do requerimento de reserva para uma ampla gama de instituições financeiras que operam como banco; e os bancos, por sua vez, responderam com a política de expansão agressiva, crescendo além do ponto de maximização do lucro, como no modelo de maximização das vendas. Isto se verifica na estratégia de empréstimos antes que no preenchimento dos requisitos para

⁶⁰ Cabe observar que a "poupança" gerada pela operação do multiplicador define apenas o potencial para o funding das dívidas dos investidores; sua existência não é condição nem necessária e nem suficiente para que o funding se constitua. Pode ocorrer que o sistema financeiro não pretenda refinar as dívidas mesmo que o multiplicador tenha operado e que haja recursos disponíveis; podem se verificar alterações na preferência pela liquidez provocando redundância dos recursos do multiplicador permitindo o funding das dívidas dos investidores; além disso, mudanças no nível de atividades durante o período de operação do multiplicador, podem interferir decisivamente nos lucros que são intermediados pelo sistema financeiro afetando o potencial de funding das dívidas anteriores.

⁶¹ Sobre essa questão, ver a controvérsia entre Asimakopulos (1983 e 1986), Kregel e Davidson: Davidson, Paul (1978), caps. 10,11 e 12; Davison, P. "Finance, funding, saving, and investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, IX, Fall 1986; Kregel, J.A. "A note on finance, liquidity, saving and investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, IX, Fall 1986; Asimakopulos, A. "Kalecki and Keynes on finance, investment and saving". *Cambridge Journal of Economics*, 7, set./dez.1983 e "Finance, liquidity, saving and investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, IX, Fall 1986. Uma apresentação do debate está em: Andrade, J.F.de "A Ressurreição da teoria dos fundos de empréstimos e o motivo finanças de Keynes". cap.10, John M. Keynes: Cinquenta Anos da Teoria Geral. PNPE/IPEA, n.20, 1989.

⁶² Do ponto de vista "macro" se verifica a alusão ao movimento no sentido de uma economia de crédito "puro" (Wicksell), no debate que polarizou as posições que defendem a tese de que as autoridades monetárias controlam a base de reservas, e portanto a oferta de moeda; e as posições que defendem a tese segundo a qual a oferta de moeda é completamente elástica (Moore, 1979).

expandir empréstimos; através da oferta de taxas de captação mais altas para atrair depósitos. Este estágio é considerado como o da ausência de qualquer passividade por parte dos bancos considerando qualquer item do balance sheets. Ele representa uma estratégia de maximização de vendas numa competição por um aumento na participação no mercado (nichos lucrativos de mercado).

Do ponto de vista "micro", das instituições, o que se tem é uma política de captação ativa vis-à-vis uma política de empréstimos (aplicação); uma procura ativa de oportunidade de empréstimos se refletindo na estrutura financeira dos bancos nos termos:

- 1) de um ELEVADO GRAU DE ALAVANCAGEM/ADMINISTRAÇÃO DO PASSIVO. Essas instituições se caracterizam pelo elevado grau de alavancagem (a política de captação e de aplicação de recursos financeiros) administração do passivo; isto significa que qualquer prejuízo com os investimentos se amplifica a nível dos possuidores de ativos;
- 2) em OPERAÇÕES COM MARGEM DE SEGURANÇA. Devido ao grau de alavancagem e o desejo dos emprestadores protegerem seu capital, os empréstimos são feitos com base em várias margens de segurança;
- 3) com uma AVALIAÇÃO DO RISCO CREDOR E DO RISCO DEVEDOR. A performance da economia em qualquer data está relacionada ao êxito corrente dos devedores cumprirem seus compromissos e a avaliação corrente dos credores da capacidade dos tomadores de empréstimos de hoje cumprirem seus compromissos;
- 4) de PAGAMENTOS COM A EMISSÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS. O Cash (pagamentos) dos compromissos com a emissão de instrumentos financeiros que são contratos para pagamento de juros e reposição do principal dos débitos e para pagar dividendos sobre ações;
- 5) da ESTRUTURA DAS RECEITAS ESPERADAS/ESTRUTURA DOS DÉBITOS ASSUMIDOS. A estrutura do cash esperado (receitas esperadas) subentende os vários pagamentos dos compromissos dos débitos existentes;
- 6) da RELAÇÃO ENTRE VÁRIAS FONTES DE CAPTAÇÃO/APLICAÇÃO QUE DETERMINA O POTENCIAL DE INSTABILIDADE. Esse tipo de relacionamento entre as várias fontes de captação e aplicação para as diferentes unidades econômicas determina o potencial de instabilidade da economia;
- 7) da COMPLEXIDADE DOS ATIVOS E DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS. Trata-se de uma economia que emprega ativos complexos e que tem uma estrutura complexa de financiamento; os fundos que são necessários para aquisição desses ativos de capital são obtidos por uma variedade de instrumentos financeiros tais como ações, títulos, hipotecas, leasing, CD, RDB, comercial por etc.;
- 8) da CONTRAPARTIDA ENTRE RENÚNCIA À LIQUIDEZ E A AQUISIÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS. Cada instrumento financeiro desses é criado trocando "dinheiro hoje" por compromissos geradores de pagamentos no futuro (promessas de pagamentos no futuro);

- 9) da MODERNA CORPORAÇÃO COMO UM CENTRO DE DECISÕES FINANCEIRAS. Essas emissões de compromissos financeiros em qualquer data determina uma série de pagamentos no futuro (a moderna corporação é essencialmente uma organização financeira);
- 10) do CARÁTER ENDÓGENO DA CRIAÇÃO DE FINANCIAMENTO/SISTEMA DE CAPTAÇÃO E APLICAÇÃO DOS BANCOS. Existe uma rede complexa de compromissos para serem cumpridos com cash; os bancos comerciais constituem as instituições mais relevantes para realizar essas operações (há necessidade de considerar o relacionamento entre os bancos e outros intermediários); caráter endógeno da criação do financiamento via a operação do sistema de captação e aplicação dos bancos;
- 11) do SISTEMA DE INTERMEDIÇÃO COMO O CENTRO DO SISTEMA DE FINANCIAMENTO. O banco é, neste caso, a instituição com uma estratégia de captação e de aplicação de recursos financeiros;
- 12) de RELACIONAR OS RESULTADOS PERDAS E GANHOS COM A INCERTEZA. Os resultados esperados podem não se verificar no futuro (o capitalismo seria mais que arriscado, ele é incerto);
- 13) das FONTES PRIMÁRIAS E SECUNDÁRIAS DE RENDIMENTOS. Os fluxos de renda, lucros e impostos estão relacionados com a performance da economia (a fonte primária desses fluxos depende da distribuição nominal da renda); a fonte secundária depende da compra/venda de ativos;
- 14) do CAPITALISMO COMO UM SISTEMA INTEGRADO DE PRODUÇÃO E FINANCIAMENTO - FLUXO DE RENDA E FINANCIAMENTO. Identifica a relação entre os preços esperados da produção corrente (fluxo de renda esperado para saldar...) e o preço esperado do estoque de ativos de capital (os compromissos);
- 15) em que o INVESTIMENTO GERA UM ESTOQUE DE DÍVIDAS. Os ativos de capital geram rendimentos no futuro para enfrentar os compromissos assumidos no passado que vencem em decorrência do financiamento;
- 16) das TRÊS ESTRUTURAS FINANCEIRAS: HEDGE, ESPECULATIVA E PONZI. Três situações caracterizadas pela relação serviço da dívida/rendimentos correntes: no primeiro caso, o cash esperado supera os pagamentos previstos por uma margem significativa; no segundo caso, os pagamentos previstos superam os fluxos de caixa (paga juros mas não paga amortizações); o terceiro caso, o montante do serviço da dívida supera a renda líquida esperada (venda, liquidação de ativos para fazer pagamentos);
- 17) do GRAU DE VULNERABILIDADE DESSAS ESTRUTURAS DE FINANCIAMENTO-GRAU DE EXPOSIÇÃO. No caso de hedge, é uma situação vulnerável ao que sucede no mercado à sua produção; nos casos especulativo e ponzi, são vulneráveis ao que sucede nos mercados financeiros.
- 18) do NÍVEL E DISTRIBUIÇÃO DA RENDA E A VALIDAÇÃO DA ESTRUTURA FINANCEIRA. Sustentação das despesas de consumo e de investimento: $\text{lucros} = \text{investimento} + \text{déficit do governo}$;

- 19) da DETERMINAÇÃO DOS LUCROS E A VALIDAÇÃO DA ESTRUTURA FINANCEIRA. Os lucros esperados dependem das decisões de consumo e das decisões de investimento; no modelo de kalecki os capitalistas decidem sobre que eles gastam não sobre o que eles ganham (os lucros dependem das decisões capitalistas de consumir e de investir); desses lucros dependem as estruturas de financiamento;
- 20) da CONCEPÇÃO DE FRAGILIDADE FINANCEIRA. A partir da incerteza-instabilidade-estrutura de endividamento formula a hipótese da fragilidade financeira;
- 21) das DIMENSÕES DA FRAGILIDADE FINANCEIRA. Os determinantes da solidez/fragilidade de um sistema financeiro: depende do mix do hedge, especulativo e ponzi, depende da composição das carteiras de ativos (a situação de liquidez definida pelas várias classes de instituições econômicas) e a extensão que o investimento é continuamente financiado;
- 22) da CARACTERÍSTICA DAS ECONOMIAS MODERNAS. Uso generalizado de contratos financeiros que determinam um calendário de pagamentos futuros englobando juros mais amortizações; a origem dos fundos para esses pagamentos: rendimentos correntes; novos contratos de crédito (refinanciamento) e liquidação de ativos; os rendimentos correntes são a variável-chave para validar as dívidas existentes as quais mostram a capacidade de pagamento do devedor;
- 23) do INVESTIMENTO SOB INCERTEZA QUE SE REFLETE NOS ASPECTOS FINANCEIROS DO CAPITALISMO: na estrutura financeira das firmas (micro) e no conjunto de mercados financeiros associados com o modelo de "WALL STREET" (macro).

Do ponto de vista "macro", do conjunto do mercado financeiro, esse endividamento aumenta o "exposure" de credores e devedores (bancos, tomadores de empréstimos e emprestadores) a dois tipos de risco (o de default, quando o retorno esperado é menor que o previsto e o risco de mercado, o risco de perda oriunda dos movimentos adversos dos preços dos mercados financeiros). Portanto, trata-se da natureza da instabilidade intrínseca do sistema com base nos riscos credor e devedor, cuja tendência é uma propriedade inerente dessas estruturas financeiras que se movem de posições de solidez para fragilidade no tempo devido às mudanças de expectativas no curso dos ciclos dos negócios que afetam o cálculo capitalista.⁽⁶³⁾

CONCLUSÃO

Concluindo, poderíamos dizer que uma estrutura de endividamento (financiamento) é validada quando as obrigações de pagamentos vincendas são cumpridas e são mantidas as expectativas de que as obrigações remanescentes serão também cumpridas. Esta validação das dívidas depende do fato dos vários

⁶³ Esta questão é examinada por meio do conceito de fragilidade financeira formulado por H.P. Minsky (1975, 1982, 1986).

componentes de rendimentos sejam suficientemente grandes para que as obrigações possam ser cumpridas, seja via o fluxo de rendimentos esperados, seja via refinanciamento. Nos dois casos, porém, os rendimentos de capital (lucros), depois dos pagamentos do principal e juros e de impostos, devem ser um montante o suficiente para que os compromissos vincendos sejam cumpridos, via este conceito de lucros, ou por meio da entrada de novas dívidas obtidas em operações de rolagem ou de "funding".

Todavia, o acesso à rolagem ou financiamento "funding" depende do fluxo de dinheiro futuro esperado. Logo, a qualquer momento, a avaliação quanto à lucratividade dos negócios deve levar a fluxos de lucro no capitalismo relacionada ao ciclo dos negócios): a) em um nível mais geral a instabilidade/acumulação de riqueza está associada com a natureza intrínsecamente instável da lógica das decisões de investir, fundadas em expectativas precárias porque baseadas em evidências inseguras e sujeitas a mudanças bruscas e violentas no "estado das expectativas" (Keynes as associou com as mudanças regulares que configuram o ciclo econômico, "súbito colapso na eficiência marginal do capital"); a isto agrega-se as implicações de longo prazo da noção de instabilidade associando-a à institucionalidade capitalista pertinente ao investimento (como as formas de atuação do Estado e da política econômica e ao desenvolvimento e estabilidade das instituições financeiras); b) o segundo nível de abordar a instabilidade do investimento/acumulação de riqueza é referente ao fenômeno específico da crise (cap. 22); no caso, o instrumental analítico proposto por Keynes seria adequado para examinar o processo pelo qual se desenrola cumulativamente uma crise, através dos elementos monetários, creditícios e financeiros de avaliação e de valorização/desvalorização da atividade capitalista, expressos no comportamento da "preferência por liquidez", dado um colapso na eficiência marginal do capital (rentabilidade do capital), isto é, dado o próprio mecanismo do ciclo econômico.⁽⁶⁴⁾

⁶⁴ A proposta teórica de Keynes pode ser resumida como sendo uma teoria dos comportamentos presentes baseados nas expectativas do futuro. A categoria central na teoria de Keynes é o tempo expectacional (a dinâmica é secundária). A visão é que as expectativas sob incerteza implica que todo o movimento da economia está guiado pelo futuro (o que há de mais importante está no futuro) não no passado e nem no presente (ambos são redimensionados a partir das expectativas com relação ao futuro). Por isso que a economia é instável porque guiada pelo futuro e o futuro é incerto porque desconhecido.

BIBLIOGRAFIA

- AMADEO, E. J. & Franco, G. H. B. (1989). "Entre Keynes e Robertson: Finance, poupança e investimento". PPE, RJ, 19(2), pp.379-396.
- ANDRADE, J. F. de (1989) "A Ressurreição da teoria dos fundos de empréstimos e o motivo financeiro de Keynes" In: John M. Keynes: Cinquenta anos da Teoria Geral, editor Edward J. Amadeo S. Allen, PNPE/IPEA, 20.
- ASIMAKOPULOS, A. (1983) "Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving". Cambridge Journal of Economics, 7, set/dec.
- , (1986) "Finance, Liquidity, Saving and Investment". Journal of Post Keynesian Economics, IX, Fall.
- CARVALHO, F. J. C. de (1988) "Keynes on Probability, uncertainty and Decision Making". Journal of Post Keynesian, Fall, 11.
- , (1990) "Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana". Revista de Economia política, vol. 10, n. 4(40), outubro-dezembro.
- CHICK, V. (1987) "Speculation, the rate of interest, and the rate of profit".
- , (1994) "A Evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros" Ensaios FEE, Porto Alegre (15)I:9-23.
- , (1993) Macroeconomia Após Keynes - Um Reexame da Teoria Geral, Rio de Janeiro: Editora Forense universitária.
- COWEN, T. & Kroszner, R. (1994) "Money's marketability premium and the microfoundations of Keynes's theory of money and interest". Cambridge Journal of economics, 18, 379-390.
- CROTTY, J (1990) "Owner-manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assesment of Keynes, Tobin, and Minsky" Journal of Post Keynesian Economics, summer vol.12, n.4
- , (1992) "Neoclassical and Keynesian approaches to the Theory of investment" Journal of post Keynesian Economics, vol.14, n.4.
- DAVIDSON, P. (1978) "Why Money Matters: Lessons from a Half-century of Monetary Theory". Journal of post Keynesian Economics, vol.1, n.1
- , (1978) Money and The Real World. The Macmillan Press ltd second edition, London.
- , (1986-87) "Nonergodic monetary economy" Journal of Post Keynesian Economics, winter vol.IX, n.2.
- , (1987) "Sensible expectations and the long-run non-neutrality of money" in: Symposium: Lessons from Keynes's General Theory". Journal of Post Keynesian, fall, vol.X, n.1.

- , (1988) "A technical definition of uncertainty and the long-run non-neutrality of money". Cambridge Journal of Economics, 12, 329-337.
- , (1991) "Is probability theory relevant for uncertainty? A Post Keynesian perspective. The Journal of Economic Perspectives, winter, vol.5, n.1, pp.129-143.
- , (1986) "Finance, Funding, Saving and investment". Journal of Post Keynesian Economics, vol.9, n.1, Knoxville. Dow, S.C. (1984) "Methodology and the analysis of a monetary economy" in: Cahiers de L'ISMEA, tome XVIII, n.4, avril.
- DOW, S. C. (1986-87) "Post Keynesian monetary theory-open economy". Journal of Post Keynesian Economics, winter, vol.IX, n.2.
- , (1988) "Money Supply endogeneity" In: Economie appliquée, tome XLI, n.1, pp.19-39.
- EICHNER, A. S. & Kregel, J. A. (1976). "An Essay on Post Keynesian Theory: A New Paradigma in Economics" Journal of Economic Literature, december.
- HAMMOND, J. D. (1991) "Frank Knight's Antipositivism" In: History of Political Economy, 23:3, Duke University Press.
- HEINSOHN, G. /Steiger, O. (1984). "Marx and Keynes-Private property and money" in: La Monnaie dans un système dynamique, série MP n.1, Cahiers de L'ISMEA, tome XVIII, n.4.
- HICKS, J. (1967) "Monetary theory and history-an attempt at perspective. In: Critical essays in monetary theory. New York: Oxford University.
- KEYNES, J. M. (1932) A Treatise on Money. cambridge: Macmillan Co. 1960.
- , (1936) Teoria Geral do emprego, do juro e do Dinheiro. Coleção "Os Economistas", São Paulo: Nova Cultural (1985).
- , (1937) "A Teoria Geral do Emprego" In: Keynes, Coleção Grandes Cientistas Sociais. Szmrecsányi, T. (org.) São Paulo: Ed. Ática S.A. 1978.
- , (1987) "Teorias Alternativas da taxa de juros". Literatura Econômica, vol.9, n.2, IPEA, Rio de Janeiro.
- , (1987) "A teoria ex ante da taxa de juros". Literatura Econômica, vol.9, n.2, IPEA, Rio de Janeiro.
- KREGEL, J. A. (1976) "Economic Methodology in the face of uncertainty: the modelling methods of Keynes and the post-keynesian". The Economic Journal, n.86.
- , (1980) "Markets and Institutions as Features of a Capitalistic Production System". Journal of Post Keynesian Economics, Fall.
- , (1986) "A Note on Finance, liquidity, saving and investment". Journal of Post Keynesian Economics, IX, Fall.

- , (1994-95) "The viability of economic policy and the priorities of economic policy" *Journal of Post Keynesian Economics*, winter, vol.17, n.2.
- LAVOIE, Marc (1985) "La distinction entre l'incertitude keynésienne et le risque néoclassique" In: *Economie appliquée*, tome XXXVII, n.2, pp.493-518.
- , (1984) "The Endogenous flow of credit and the post keynesian theory of money" *Journal of Economic Issues*, september, 18(3), 771-797.
- LAWSON, Tony (1985) "Uncertainty and economic analysis" *The Economic Journal*, 95, december, pp.909-927.
- , (1988) "Probability and uncertainty in economic analysis". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.11, n.1, Fall.
- MINSKY, H. P. (1975) *Jonh Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press.
- , (1982) *Can "It" Happen Again: essays on Instability and Finance*. Armonk: New York: M. E. Sharpe.
- , (1986) *Stabilizing an Unsatable Economy*. New Haven Conn.: Yale University Press.
- MOORE, Basil (1979) "The Endogenous Money Stock". *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 2(1), 49-70.
- , (1983) "Unpacking the post keynesian black box: Bank Lending and the Money Supply". *Journal of Post Keynesian Economics*, summer, 5(4), 537-556.
- , (1989) "On the Endogeneity of money once more". *Journal of post keynesian economics*, spring 11(3), 479-487.
- POLLIN, R. (1991) "Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence" *Journal of Post keynesian Economics*, spring, vol.13, n.3.
- SZMRECSÁNYI, T. (1978) *Keynes*. Coleção Grandes Cientistas Sociais, vol.6 Editora Ática, São Paulo.
- SYMPOSIUM: Market mechanisms in post Keynesian Economic. *Journal of Post Keynesian Economics*/Fall 1980 vol.III, n.1