

FUNDAÇÃO ARMANDO ALVARES PENTEADO

FACULDADE DE ECONOMIA

A ENDOGENIA MONETÁRIA E A EXPLICITAÇÃO DAS CRISES FINANCEIRAS

THAMI LOESCH MARCOS

Monografia de Conclusão do Curso apresentada à Faculdade de Economia para obtenção do título de graduação em *Ciências Econômicas*, sob a orientação da Prof. Carla Cristiane Lopes Corte.

São Paulo, 2010

MARCOS, Thami Loesch. ENDOGENIA MONETÁRIA E A EXPLICITAÇÃO DAS CRISES FINANCEIRAS, São Paulo, FAAP, 2010, 49 p.

(Monografia Apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Economia da Fundação Armando Alvares Penteado)

Palavras-Chave: Escola Clássica, Moeda Endógena, Crises, Papel dos Bancos, *Market Clearing*, Preferência por Liquidez, Ciclo Econômico, Ortodoxia, Heterodoxia.

SUMÁRIO

Resumo

| | |
|--|----|
| INTRODUÇÃO | 1 |
| 1 MOEDA: NEUTRALIDADE E SUA FUNÇÃO INSTRUMENTAL | 3 |
| 1.1 A questão da neutralidade da moeda | 3 |
| 1.2 A visão ortodoxa | 6 |
| 1.2.1 Teoria Quantitativa da Moeda de acordo com os Clássicos | 7 |
| 1.2.2 Teoria Quantitativa da Moeda de acordo com os Neoclássicos | 11 |
| 1.2.3 Teoria Quantitativa da Moeda de acordo com os Novos-Clássicos | 13 |
| 1.2.4 Teoria Quantitativa da Moeda de acordo com os Monetaristas | 15 |
| 1.2.4.1 A “Velha” Chicago | 16 |
| 1.2.4.2 O Monetarismo Moderno | 17 |
| 2 HETERODOXIA: NÃO NEUTRALIDADE E ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO | 19 |
| 2.1 A Revolução Keynesiana: teoria monetária de produção | 19 |
| 2.2 A moeda: existência de expectativas incertas | 22 |
| 2.3 Instabilidade do Capitalismo | 23 |
| 2.4 Preferência pela Liquidez e taxa de juros | 24 |
| 2.5 Keynes e a velocidade de circulação da moeda | 25 |
| 2.6 Os herdeiros da tradição: Stiglitz e Minsky e a postura dos agentes perante riscos | 27 |
| 3 A ATUAL CRISE FINANCEIRA | 31 |
| 3.1 A globalização financeira | 31 |
| 3.2 O processo de consolidação bancária | 36 |
| 3.3 O sistema bancário moderno e a busca por lucros extraordinários | 37 |
| 3.3.1 A relação entre instituições bancárias e não-bancárias: o circuito finance-funding | 40 |
| 3.4 A não neutralidade da moeda como elemento central na explicação da crise atual | 41 |
| CONCLUSÃO | 46 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 48 |

RESUMO

Esta Monografia tem como objetivo revisitar o tema acerca do papel da moeda na economia, utilizando-se para tal da atual crise financeira que abalou os mercados e de alguma forma, “enterrou”, ou pelo menos fragilizou alguns postulados caros à tradição *mainstream*: dentre eles, a hipótese de moeda neutra.

A grande questão que se coloca frente a um cenário de crise financeira é: O conceito de neutralidade da moeda pode ser mantido? A idéia central é mostrar que o conceito de neutralidade da moeda está muito mais associado a um modelo teórico e associado a uma defesa, inclusive ideológica, acerca do papel da ciência econômica, dos agentes, dos mercados e do Estado. Neste sentido, Keynes estava certo quando defendeu o caráter endógeno e não-neutro da moeda.

INTRODUÇÃO

Afinal, o que é a moeda? Qual a sua função? A que se destina? Qual o seu papel no sistema econômico? Por que tal mercadoria foi o ponto de ruptura entre a visão tradicional (*mainstream economics*) e o que se convencionou denominar visão alternativa (heterodoxa)? Por que Keynes enfatiza que o capitalismo trata-se de um sistema em que, em termos econômicos, vigora o que o autor chamou de economia monetária de produção, para evidenciar o caráter ativo da moeda? Por que a tradição clássica ignorou e continua a ignorar a importância desta mercadoria?

São várias as questões. São muitas as respostas. Entretanto, há um consenso entre os analistas: O papel que a moeda assume, juntamente com o papel que o Estado deve exercer no sistema econômico certamente são os temas que indubitavelmente separam as visões e colocam em posições, muitas vezes extremas, muitos analistas a ponto de para alguns, estas duas questões já terem saído do âmbito do questionamento e viraram dogma, questão de fé.

Em tempos difíceis, a questão da moeda retoma com força inquestionável e no bojo de todas aquelas questões deriva-se outra: É possível aceitar, em um contexto de crises financeiras recorrentes, o postulado da neutralidade da moeda?

O entendimento geral é que, especificamente, a crise atual manifesta-se em função de um forte componente especulativo por parte de agentes e mercados que na procura por lucros extraordinários estimula fortemente a inflação de ativos de forma tão intensa que tal movimento “descola-se” totalmente da base que originou o valor inicial do produto em foco.

A crise econômica atual, além de se mostrar sistêmica, demonstra que a moeda tende a desarticular os mercados, evidenciando o caráter endógeno da moeda. Além disso, ao abalar os mercados, a mesma “enterrou”, ou pelo menos fragilizou alguns postulados caros à tradição *mainstream*: dentre eles, a hipótese de moeda neutra. Afinal, como pensar na neutralidade da moeda se a utilização da mesma em caráter especulativo não somente causou tensões puramente financeiras, mas sobretudo, levou a quedas expressivas das economias reais ao entorno do mundo?

Mesmo em países fortemente associados, em termos ideológicos, à tradição clássica, houve rumores no ápice da crise de que Keynes deveria ser relido, que o principal autor da tradição heterodoxa estava certo acerca do caráter desestabilizador da moeda e que os herdeiros de sua tradição, sobretudo Hyman Minsky, também acertaram acerca da

possibilidade de que a fragilidade financeira inerente a lógica capitalista moderna havia sido observada na crise americana. O que significaria isto? Que a realidade dos mercados finalmente levaria a que uma das questões que separam em visões opostas os analistas – a saber, o papel da moeda – seria respondida, finalizando-se assim a dicotomia que perdura a séculos?

Com o intuito de resgatar este que é um dos questionamentos centrais da discussão econômica – Afinal, a moeda é ou não neutra? – o presente trabalho monográfico se ocupou. Na primeira seção foram exploradas as visões dos Clássicos, Neo-Clássicos, Novo-Clássicos e Monetaristas a fim de estancar a idéia da moeda como sendo neutra. Na segunda seção será apresentada a visão heterodoxa, com a defesa da endogenia da moeda, na qual as idéias centrais de Keynes, Minsky e Stiglitz que enfatizam o papel da moeda como ativo participante da economia serão resgatadas. Este capítulo é a ponte transitória ao debate, que será feito através da defesa dos argumentos keynesianos a respeito da forte influência que o lado monetário possui na economia.

A terceira e última seção tem como objetivo descrever as transformações no sistema financeiro internacional, que fazem parte do processo de globalização financeira e, para demonstrar a hipótese que norteou a pesquisa, a saber - que a moeda é o espaço da valorização do capital na contemporaneidade e, portanto, tem um caráter definitivamente não neutro. Neste novo contexto, marcado por instabilidade financeira estrutural, assimetria de informações, incerteza e opiniões divergentes, constata-se a da formação de bolhas especulativas e colapsos de preços. A seguir, para exemplificar os conceitos apresentados, será apresentada uma breve morfologia da crise financeira atual com o propósito de ressaltar elementos constitutivos na lógica de atuação dos agentes que demonstram ser a moeda não neutra, endógena e a busca final de todos os agentes como forma de ampliação da riqueza.

1. MOEDA: NEUTRALIDADE E SUA FUNÇÃO INSTRUMENTAL

O presente capítulo tem como objetivo remontar a chamada Teoria Quantitativa da Moeda, que foi alvo de constantes reavaliações e “revisitações” de várias concepções teóricas, que tinham em comum a base de pensamento clássica. Serão discutidas as visões dos Clássicos, dos Neoclássicos, dos Novos-Clássicos, Monetaristas. Enfatiza-se, sobretudo, os principais elementos destas escolas que se alinham com o pressuposto da neutralidade da moeda.

Na defesa da tradição, argumenta-se que uma vez que a moeda não importa no processo de geração de renda e emprego, ela não é responsável pelas crises financeiras e estas são vistas como anomalias geradas por agentes considerados irracionais e por se tratar de uma anomalia, não é um movimento esperado do mercado e, portanto, tende a ser rapidamente anulada pelas forças de mercado.

1.1. A questão da Neutralidade da Moeda

Para entender o debate sobre a neutralidade da moeda e a classificação entre ortodoxia e heterodoxia, é de fundamental importância revisar a Lei de Say e a Teoria Quantitativa da Moeda. Segundo Bresser-Pereira (1968), ambos os modelos devem ser analisados conjuntamente, pois um é apenas o aspecto monetário do outro. “ (...) este modelo [Lei de Say] está umbilicalmente ligado a um segundo modelo: o da teoria quantitativa da moeda” (BRESSER-PEREIRA, 1968, p. 11).

A principal idéia da Lei de Say é a de que a oferta gera sua própria demanda, isto é, a produção gera as rendas (salários, lucros, juros, aluguéis) da população, que servirão para a compra dos produtos (retornando para a empresa), pois não há entesouramento.

Assim, o resultado da Lei de Say é um resultado harmônico de equilíbrio de mercados em geral, sejam os mercados de produtos, de um lado, sejam os de fatores de produção, como trabalho, capital, terra e recursos naturais, do outro. (MOLLO, 2004, p. 324)

A moeda deve ser vista como algo não desejável de retenção para que não haja vazamentos no fluxo circular de renda. Cabe aqui lembrar o significado desse fluxo: o dinheiro flui das empresas para as famílias e retorna para as empresas quando as famílias

adquirem bens e serviços. Para os que aceitam os pressupostos da Lei, não ocorrem vazamentos e a moeda, portanto, é neutra. Aqueles que a refutam, por sua vez, afirmam que esses vazamentos podem ocorrer, quando, por algum motivo, esse fluxo não se completa, ocasionando o entesouramento.

Um exemplo de vazamento ocorre quando as famílias retêm moeda, isto é, quando deixam de comprar os produtos. Nesse caso, os produtos sobram, gerando superprodução e desemprego. Quando a moeda afeta negativamente a produção, diz-se que ocorreu o entesouramento.

Com a aceitação da possibilidade do entesouramento, então, surgem discussões sobre a endogeneidade e neutralidade da moeda.

A moeda é exógena quando a sua quantidade é determinada, em última análise, pelas autoridades monetárias, e endógena quando as autoridades não controlam esta quantidade porque a demanda de moeda, influenciada por pressões internas da economia, afeta a oferta da mesma de forma imprevisível. O entesouramento é uma das razões que dificultam tal controle, dada sua imprevisibilidade. Assim, quando se supõe o entesouramento, a moeda é necessariamente endógena. (MOLLO, 2004, p. 324)

Aqueles que aceitam a Lei de Say, eliminam a possibilidade de entesourar, pois acreditam que toda renda poupada é emprestada. “*Com isso, o fluxo circular da renda não se rompe e a moeda não provoca problemas no funcionamento econômico*” (MOLLO, 2004, p. 325). O que significa dizer que a moeda é neutra e “*é a neutralidade da moeda que impede que ela afete de forma danosa o equilíbrio garantido pela Lei de Say*” (MOLLO, 2004, p. 325) e, portanto o Banco Central pode controlar a oferta de moeda. Ainda segundo a autora, o controle da oferta de moeda pelo BACEN é facilitado pela estabilidade da demanda.

Ao desconsiderar o entesouramento, a demanda de moeda passa a ser vista, sobretudo, para atender a motivos transacionais, e então é sempre estável ou previsível, dependendo da renda que, nestas abordagens, tende sempre a estabilidade. (MOLLO, 2004, p. 325)

Já aqueles que rejeitam a Lei de Say, acreditam que há o entesouramento. Ao contrário dos anteriores, “*aceitam a idéia de instabilidade da demanda de moeda e de dificuldade do Banco Central para controlar a quantidade de moeda de forma eficaz*” (MOLLO, 2004, p. 325). Segundo Mollo (2004),

(...) o entesouramento pode explicar os efeitos da moeda sobre a economia real porque significa impossibilidade de venda de algumas mercadorias, restringindo a produção de quem não vendeu. O crédito afeta a produção real porque a potencializa. Tanto o entesouramento de moeda, quanto os efeitos dela sobre a economia real (sua não neutralidade) permitem a ruptura do fluxo circular de renda e conduzem à rejeição da Lei de Say. (p. 326)

No que tange à Teoria Quantitativa da Moeda¹, o objetivo é explicar a causa das variações no valor da moeda.

(...) Teoria Quantitativa da Moeda é a hipótese sobre a causa principal das variações no valor da moeda. Estabelece que o estoque de moeda, “M”, é o principal determinante do nível geral de preços, “P”. Os economistas clássicos (Smith, Ricardo e Mill) e neoclássicos (Marshall, Fisher e Pigou) chegaram a esta conclusão, a partir da hipótese de que o produto real a preços constantes de qualquer economia depende exclusivamente de variáveis reais (fatores de produção e função de produção agregada) e que a velocidade de circulação da moeda varia de forma lenta e previsível a longo prazo (...), podendo ser considerada uma constante no curto prazo. (CORAZZA, 2003, p. 3)

Como no caso da Lei de Say, aqueles que aceitam a TQM, acreditam que a ausência de entesouramento torna a demanda estável, portanto torna a velocidade de circulação da moeda estável ou previsível. O resultado da TQM é que a neutralidade da moeda impede que variações em sua quantidade afetem o produto, garantindo um efeito proporcional sobre o nível de preços. Assim, conclui-se que o produto não cresce no curto prazo e a velocidade de circulação da moeda é constante.

Em contrapartida, aqueles que a rejeitam acreditam que a moeda tem efeitos permanentes sobre a produção real, isto é, a variação na quantidade de moeda não gera efeito proporcional no nível geral de preços. Há a possibilidade de entesourar, o que torna a demanda de moeda instável e a sua velocidade de circulação também. O Banco Central, nesse caso, não é responsável pela inflação por não conhecer a velocidade, nem a quantidade de moeda, já que a velocidade da moeda é instável.

¹ O contexto geral da Teoria em questão está baseada na equação das trocas $MV = Py$. A Teoria e equação são diferentes. A equação das trocas é apenas uma identidade indiscutível, onde M = estoque monetário/oferta monetária; V = velocidade de circulação da moeda; P = nível geral de preços e y = nível real do produto. Já a Teoria, que foi especialmente desenvolvida por Irving Fischer, demonstra efeito de causalidade.

Uma vez que a Lei de Say, tanto quanto a Teoria Quantitativa da Moeda, foi aceita de forma dominante pelos economistas desde o início da Ciência Econômica, e tendo em vista a afinidade dos supostos necessários para aceitá-las, elas são um marco teórico importante na definição de ortodoxia econômica e na separação entre ortodoxos e heterodoxos em economia. (MOLLO, 2004, p. 326)

Em suma, na visão ortodoxa, Autoridades Monetárias podem controlar a quantidade de moeda em circulação, enquanto sob a visão heterodoxa a quantidade de moeda não está sob controle absoluto do Banco Central.

Citou-se bastante as palavras Ortodoxia e Heterodoxia. Afinal, quem são os pensadores que aceitam as Teorias acima e quem as rejeitam?

1.2. A Visão Ortodoxa

Haveria um certo consenso na literatura em Teoria Monetária de a TQM seria, desde seus primórdios, em meados dos séculos XVII e XVIII, até os dias atuais, em linhas gerais, uma teoria da determinação do nível geral de preços, sendo a direção causal estabelecida da variação do estoque monetário para efeitos no nível geral de preços. (1995 apud MARTINS, 2007, p. 26)

O efeito da oferta monetária (M) sobre o nível geral de preços (P) se dá através da transmissão direta ou indireta que ocorrem, na maioria das vezes, ao mesmo tempo.

No caso do mecanismo de transmissão direta, se ocorrer um aumento exógeno na oferta de moeda, a renda monetária de pelo menos alguns agentes vai aumentar e este excesso de moeda vai ser gasto em consumo adicional. Em outras palavras, ao aumentar a quantidade de moeda, as pessoas consumirão mais, pois não há entesouramento. Com o pleno emprego de fatores, há excesso de demanda por bens e serviços, aumentando o nível geral de preços.

Já no mecanismo de transmissão indireta, qualquer montante de moeda é absorvido pelo sistema, não havendo excesso. Se ocorrer um aumento da oferta monetária, a taxa de juros bancária cai. Já a taxa de lucro ficaria constante (pois é influenciada por fatores reais apenas). *“Então, a taxa de juros bancária seria menor que a taxa de lucro, o que levaria a um incentivo ainda maior para a expansão monetária, chegando a todos os mercados desta economia”* (MARTINS, 2007, p. 27). Em outras palavras, ao aumentar a quantidade de moeda, juros caem, investimento aumenta. Consequentemente, gera-se um aumento da demanda por fatores de produção, aumentando o nível geral de preços no longo prazo.

De fato, no mecanismo indireto da TQM, existe um efeito real do aumento de preços.

Para os ortodoxos, este efeito é temporário e os agentes não se preocupam com a quantidade nominal de moeda que possuem (M), mas sim com a quantidade real (M/P).

Ocorre efeito na economia real com variações dos preços relativos. Quando a quantidade nominal de moeda aumenta, as relações de preços mudam. Para eles, quanto maior a eficiência do mercado e quanto maior a flexibilidade dos preços, mais rápido os preços responderão à variação na quantidade de moeda, tornando assim, a moeda neutra novamente.

Em todas as versões ortodoxas da teoria monetária, o que garante o equilíbrio final com a moeda neutra é um sistema de mercado eficiente e, quanto maior sua eficiência (preços flexíveis, informação perfeita, concorrência perfeita), mais facilmente esta neutralidade é obtida. Além disso, importa também a estabilidade da demanda de moeda para garantir facilmente a sua neutralidade. Quanto mais importante analiticamente for o motivo transação para demandar moeda, mais estável tende a ser concebida a demanda monetária, já que esta depende da renda que, para os ortodoxos, tende a ser estável a curto ou a longo prazo, o que é outra forma de observar a importância do mercado e de sua lógica para as conclusões sobre a neutralidade. (MOLLO, 2004, p. 329)

O grau de neutralidade da moeda é discutido entre os ortodoxos. Com o aumento da quantidade de moeda, a alteração na distribuição de renda pode não ser neutra no curto prazo, aumentando assim a produção.

Ao longo dos debates econômicos esta definição recebe detalhamentos e complementações que tornam diferentes as posições de vários autores, mesmo dentro da ortodoxia monetária. Entre estas diferenças destacam-se as referentes ao prazo em que a neutralidade da moeda se impõe, ao grau da neutralidade e às razões desta neutralidade. (MOLLO, 2004, p. 327)

1.2.1. Teoria quantitativa da moeda de acordo com os Clássicos

Em meados do século XIX, a Inglaterra passou por grandes transformações devido à Revolução Industrial. Fora neste período bastante conturbado, “*que combinou as prolongadas guerras com a França, o impulso vigoroso da revolução industrial, o crescimento populacional, a urbanização e uma anormal concentração de safras agrícolas ruins*” (SIMOENS, 1989, p. 11), que os grandes pensadores da época passaram a dar uma maior atenção à Teoria Quantitativa da Moeda.

Foram diversos os motivos que levaram os pensadores clássicos a discutirem sobre a moeda, como por exemplo, o aumento da demanda por produtos gerado pelo crescimento

populacional e pela urbanização; a grande competição entre as notas de banco e a moeda metálica que gerou discussões sobre a inflação causada pela emissão de papel-moeda; entre outros.

Segundo os Clássicos, o entesouramento era visto como inexistente, a moeda era apenas um meio de troca e só era demandada pelo motivo transacional. Desse modo, “*os homens só teriam interesse em mantê-la em seu poder na medida em que dela necessitassem para realizar suas transações*” (BRESSER-PEREIRA, 1968, p. 10). A renda gerada no processo produtivo retorna ao mercado sob a forma de demanda por produtos e, por isso, não há incerteza, a moeda não afeta comportamentos ou decisões.

Além disso, para eles os preços e salários eram sempre flexíveis. Este pressuposto garante o pleno emprego no longo prazo sem que o governo precise intervir.

No momento em que uma queda momentânea na procura agregada levasse à redução da atividade econômica e ao desemprego, os salários (o preço do trabalho) seriam reduzidos, os preços das mercadorias produzidas com o respectivo trabalho cairiam, a procura aumentaria, a produção voltaria a aumentar, e o pleno emprego seria restabelecido. (BRESSER-PEREIRA, 1968, p. 10)

Assim, a moeda não importa no processo de geração de renda e emprego e não carrega consigo a possibilidade de gerar crises. “*O resultado de todo este processo era o pleno emprego no longo prazo, ou, o que dá no mesmo, a impossibilidade de haver crises de longa duração, indefinidas, de subconsumo ou superprodução*” (BRESSER-PEREIRA, 1968, p. 10).

A moeda também era vista como um meio de reserva de ativos líquidos. Nesse caso, o entesouramento era considerado irracional e, portanto, inexistente:

Conservando o dinheiro em forma líquida, nos bancos, sem que haja tomadores de empréstimos ou debaixo do colchão, o capitalista estaria perdendo os juros que poderia ganhar se houvesse aplicado seu dinheiro em ativos fixos ou em títulos. (BRESSER-PEREIRA, 1968, p. 11)

Os economistas clássicos não fazem distinção entre o curto e o longo prazo, ou seja, os preços e salários são sempre flexíveis. “*Como os economistas clássicos supõem ser a velocidade de circulação da moeda constante a curto prazo, daí surge que alterações no nível geral de preços, “P”, ocorrem devido às mudanças na oferta monetária, “M”*” (CORAZZA, p.4). Ou seja, as variáveis monetárias não afetam as variáveis reais.

Logo, um aumento na oferta monetária não afeta o produto real *per capita* nem mesmo no curto prazo, pois preços e salários são flexíveis a curto prazo (isto é, aumentos de demanda agregada oriundos do aumento na oferta monetária somente aumentam o nível geral de preços, pois a economia sempre opera a pleno emprego). (CORAZZA, p. 4)

Segundo Wicksell, entre os clássicos, a versão da TQM de Ricardo foi a mais marcante do século XIX, apesar de apresentar algumas falhas cruciais. “*Na verdade, Wicksell enxerga na TQM de Ricardo a mais bem acabada teoria monetária até fins do século XIX*” (1965 apud SIMOENS, 1989, p. 23).

É exatamente por esse motivo que, ao fazer a análise da TQM para os Clássicos, deve-se dar ênfase em Ricardo. Desse modo, é importante tratar desta teoria monetária descrevendo as características de valor e preço do dinheiro, bem como, da taxa de juros e taxa de câmbio.

Em sua análise, para se comprar um produto, bastava apenas um outro produto, isto é, a moeda servia apenas como “lubrificante” do sistema econômico. “*Os produtos são sempre comprados com outros produtos ou serviços. O dinheiro é apenas o meio pelo qual se efetua a troca*” (1817, RICARDO apud SIMOENS, 1989, p. 14).

Segundo Martins (2007), para Ricardo a moeda era uma mercadoria como qualquer outra e, já que a moeda era sinônimo de ouro e prata, seu valor era mensurado através do custo do processo de extração destes metais somado ao custo de levá-los ao mercado (se cresce a dificuldade de se extrair o metal, sobe o seu valor.) Portanto o crédito (principalmente as notas bancárias conversíveis em ouro) também era considerado moeda, assim como o papel-moeda (tendo seu valor mensurado pelo custo de senhoriagem).

Enquanto o Banco da Inglaterra resgatava as notas bancárias em ouro, a análise monetária não era afetada (Simoens, 1989). Porém, em 1797 ocorreu a suspensão da conversibilidade das notas bancárias em ouro, ocasionando assim a perda do lastro das emissões (“Bank Restriction Act”). Nesse caso, existiam mais títulos emitidos do que barras de ouro e prata em poder dos bancos. (Martins, 2007). Surgiu então a moeda fiduciária em grande escala, o debate entre os clássicos na Inglaterra se intensificou e eles tiveram que reavaliar suas idéias em relação a moeda e bancos.

Para se chegar à conclusões sobre a taxa de câmbio, Ricardo analisou inúmeros países onde a moeda era lastreada em metais preciosos e o papel-moeda era emitido para a circulação do dia-a-dia. “*Jamais se pode determinar a taxa de câmbio pela estimativa do valor comparativo do dinheiro em trigo, tecido ou qualquer mercadoria, mas sim pela*

estimativa do valor da moeda de um país em relação à moeda de outro” (RICARDO, 1982 apud SIMOENS, 1989, p. 17). Ele afirmava que a grande circulação de papel e uma moeda abundante eram as causas da queda da taxa de câmbio nominal, portanto, a restrição às emissões de moeda (como ocorreu em 1797) era a principal responsável pelo aumento da taxa de câmbio nominal de um país, uma vez que a importação de barras de ouro seria mais rentável.

Em relação à taxa de juros, há duas análises no modelo Clássico: a teoria real e teoria monetária.

Ricardo afirma que no longo prazo a moeda não tem efeito sobre o setor real da economia, tornando assim a política monetária inócua.

A taxa de juros para empréstimos de longo prazo era vista como o produto da interação da demanda dos empresários por capital para investimento e da oferta de recursos reais disponíveis de capital, o que equivale a dizê-la dependente da produtividade marginal do capital e da existência de poupanças brutas. (SIMOENS, 1989, p.19)

Já para o curto prazo, desenvolveu-se uma teoria de um mercado de crédito. Dessa forma, o mercado de bens mantinha relações estreitas com o mercado monetário.

(...) onde a taxa de juros era função da demanda e oferta de fundos disponíveis para empréstimos. O equilíbrio monetário, no caso, passava a depender de a taxa de retorno do capital fixo (uma questão de longo prazo) ser equivalente a taxa de retorno de mercado dos fundos disponíveis para empréstimo (uma questão de curto prazo). (SIMOENS, 1989, p.19).

Por fim, para concluir o pensamento ricardiano, nenhum choque de oferta poderia causar desequilíbrios internos, como a inflação, ou externos, como o déficit na balança de pagamentos (Simoens, 1989).

Resumidamente, as características principais do Modelo Clássico, segundo Schumpeter (1964 apud MARTINS, p. 25) são: a quantidade de moeda é uma variável independente; a velocidade da moeda é constante; a moeda é uma variável exógena e, portanto, não afeta a produção; políticas monetárias geram apenas alterações no nível de preço da economia e não no setor real.

(...) os clássicos desenvolveram a teoria quantitativa da moeda. Segundo a mesma, a renda, Y , seria dependente da quantidade de moeda real, m , e vice-versa, mantendo-se a velocidade-renda da moeda constante, ou, pelo menos, não a fazendo variar com a taxa de juros. As variações da velocidade da moeda seriam passageiras, eventuais, causadas principalmente por variações na quantidade de moeda oferecida pelo sistema bancário, sem que houvesse tempo de repercutir sobre a renda. Mas, fora destes casos transitórios, que logo tenderiam para o equilíbrio, a velocidade-renda da moeda será constante. Ou melhor, variaria apenas e muito lentamente à medida que variassem os hábitos de pagamento e a estrutura vertical do sistema econômico. (BRESSER-PEREIRA, 1968, p.13)

Portanto, ao defender a inexistência do entesouramento da moeda, os clássicos deixaram claro a relação entre a Lei de Say e a Teoria Quantitativa da Moeda.

Confirma-se que a oferta cria sua própria procura, já que os indivíduos não entesouram moeda, procurando moeda e mantendo-a em seu poder apenas no montante da moeda, elemento essencial da **Teoria Quantitativa da Moeda**, é, portanto, condição básica para que a **Lei de Say** tenha validade. (BRESSER-PEREIRA, 1968, p. 14, grifo meu)

Após Ricardo, outros trabalhos foram iniciados para complementar e inovar, com destaque para os de Wicksell, na posterior escola chamada neoclássica.

1.2.2. Teoria quantitativa da moeda de acordo com os Neoclássicos

Wicksell, principal teórico da Corrente Neoclássica, deixou claro que seu objetivo não era negar análise clássica da Teoria Quantitativa da Moeda e sim sofisticá-la e complementá-la para atender aos problemas mais complexos que surgem, já que o crédito tornava-se um assunto cada vez mais importante. Desse modo, introduziu novos conceitos e redefiniu outros.

Ele definiu que o valor de um bem é “(...) *meramente a importância que nós damos à posse deste com o propósito de satisfazer nossas necessidades(...)*” (WICKSELL, 1965 apud MARTINS, 2007, p. 40).

Quanto à definição da moeda, o clássico Ricardo afirmava que a moeda era apenas um meio de troca, já para Wicksell a moeda não podia ser considerada simplesmente uma mercadoria como qualquer outra, pois ela tinha características próprias que a diferenciava das outras mercadorias:

O dinheiro é desprovido de Utilidade Marginal direta, já que não se destina ao consumo diretamente em qualquer tempo futuro. Talvez ele possua uma Utilidade Marginal indireta, equivalente às mercadorias que possamos obter em troca dele, porém isso depende, por sua vez, do valor de troca ou do poder de compra do próprio dinheiro, e não será ele que regulará a si mesmo. (WICKSELL, 1986 apud MARTINS, 2007, p. 40)

Simoens (1989) destacou um ponto de diferença crucial entre a Teoria de Wicksell e a Teoria Quantitativa da Moeda Clássica em relação à taxa de juros, preços, investimento e poupança.

Segundo Simoens (1989), Wicksell conseguiu explicar a relação entre poupança, investimento, juros e preços através da diferença entre a taxa de juros do mercado e a taxa de juros real. Enquanto a taxa de juros de mercado varia conforme a política monetária adotada, a taxa de juros real varia conforme a produtividade marginal do capital fixo.

(...) na medida em que a taxa de juros do mercado (r_m) for menor que a natural (r_n), haverá um prêmio artificial à despesa de capital financiada por crédito, empurrando os preços para cima até que a escassez de fundos disponíveis para empréstimos eleve (r_m) de modo a igualá-la a (r_n). (SIMOENS, 1989, p.50)

Wicksell explica porque os preços sobem quando “ r_m ” é menor que “ r_n ”. A explicação é simples: quanto maior a remuneração que os bancos dão aos depósitos, maior a propensão à poupar; por outro lado, a baixa remuneração dos depósitos desestimula a poupança, impulsionando assim o consumo. Nessa situação, os investidores demandam mais fatores de produção e o aumento da renda dos agentes econômicos iria estimular ainda mais o consumo, gerando aumento dos preços.

A taxa de juros é o elo entre o setor real e o setor monetário. Para os neoclássicos, o aumento dos preços devido a um consumo maior, não se dá através de oferta monetária e sim por causa dos “*desvios da taxa de juros em relação à sua posição de equilíbrio que originam simultaneamente as variações na quantidade de moeda e na intensidade da procura global*” (Simoens, 1979, p. 191).

No curto prazo, os economistas neoclássicos enfatizam a não-neutralidade dos efeitos de uma expansão da oferta monetária, isto é, a expansão monetária ocasiona um aumento no produto real. No entanto, no longo prazo, concordam com os clássicos quando afirmam que, acima do crescimento do produto real, a política monetária (expansão na oferta monetária) influencia fortemente os preços (expansão no nível de preços).

Os neoclássicos integraram as conclusões acerca da Teoria Quantitativa da Moeda, na versão dos saldos de caixa, em suas análises dos ciclos de negócios, mostrando como variações na oferta monetária são as causas dos *booms* e das recessões. Enfatizam que a regulação do nível geral de preços, via política monetária, é um pré-requisito para a estabilização da atividade econômica. (CORAZZA, 2003, p. 6)

A escola que se segue, chamada Novo-Clássica, retoma a defesa da neutralidade da moeda, recolocando a moeda em uma condição passiva no processo de geração de renda e emprego.

1.2.3. Teoria quantitativa da moeda de acordo com os Novos-Clássicos

Surgida nos anos 1970, a escola novo-clássica retoma as idéias clássicas “*ao assumir o equilíbrio contínuo dos mercados competitivos, onde os agentes tomam decisões a partir de expectativas racionais*” (DELGALLO, 2006, p. 10).

Uma das principais idéias da escola de pensamento novo-clássica é a neutralidade da moeda. Sendo assim, as autoridades monetárias podem controlar a demanda agregada, sem gerar efeitos negativos nas variáveis reais da economia.

Para analisar essa vertente teórica é preciso explicitar alguns pressupostos utilizados pela escola ao defender a neutralidade. Segundo Delgallo (2006), são três os pilares fundamentais: a hipótese das expectativas racionais, a hipótese da oferta agregada (taxa natural de desemprego) e o equilíbrio contínuo de mercado.

Os agentes econômicos conhecem um modelo quantitativo onde as variáveis internas estão em total dependência dos acontecimentos externos de uma dada economia. Além disso, os agentes tem igual acesso às informações, estas que são responsáveis pelas expectativas quanto ao comportamento das variáveis exógenas. A partir destas expectativas o comportamento das variáveis endógenas pode ser previsto por todos os agentes, já que as informações estão disponíveis a todos.

A hipótese das expectativas racionais assenta-se na idéia de que, ao realizarem previsões sobre o valor futuro de uma variável, os agentes fariam o melhor uso de toda a informação pública disponível sobre os fatores determinantes desta variável. Ou seja, as expectativas seriam formadas racionalmente através de um comportamento maximizador por parte dos agentes. (DELGALLO, 2006, p.10)

Os novos-clássicos não admitem a existência de vantagens, pois defendem idéias como concorrência perfeita² e a racionalidade do comportamento dos agentes. Desse modo, o comportamento de todos os agentes deve seguir o conceito do *homo economicus*³.

Só haveria ganhos extraordinários, se algum dos agentes obtivesse informação privilegiada. E os agentes só cometeriam erros em suas expectativas, se a informação disponível for incompleta.

O equilíbrio contínuo de mercado ocorre tanto no curto quanto no longo prazo pois os agentes econômicos racionais possuem respostas ótimas (maximizadoras) frente às suas percepções dos preços.

A admissão de tal pressuposto é o ponto mais crítico e controverso por trás da análise novo-clássica, já que implica que os preços (inclusive salários) sejam completamente flexíveis e se ajustem instantaneamente. Este pressuposto seria ainda mais crítico no mercado de trabalho, onde, de acordo com a teoria novo-clássica, qualquer pessoa que desejasse trabalhar poderia encontrar emprego ao nível de salário de equilíbrio, existindo, portanto, apenas desemprego voluntário. (DELGALLO, 2006, p. 11)

Já em relação à oferta agregada (ou da taxa natural de desemprego), os novo-clássicos afirmam que “(...) a oferta da economia é dada em seu nível natural, com os desvios em relação a este ponto dependendo apenas dos preços relativos” (DELGALLO, 2006, p. 11).

O movimento de racionamento de crédito é outro conceito importante para entender essa vertente. Um choque expansivo de demanda, via política monetária ou fiscal expansionistas, não eleva os preços, anulando o efeito de liquidez gerado no lado real da economia. Os bancos, que agem cíclica ou anti-cíclicamente, absorvem esse excedente de moeda, permitindo um equilíbrio econômico. Essa absorção ocorre quando o banco amplia ou reduz o crédito, através do racionamento quantitativo do crédito, não por meio de elevação ou redução da taxa de juros, já que a taxa de juros é apenas um instrumento de cálculo de risco para prever o retorno do ativo emprestado.

No modelo de racionamento de crédito, admite-se que, diante de um quadro de excesso de demanda, os bancos reagem racionando o crédito, em vez de expandi-lo mediante aumento dos juros. Dessa forma, impedem a conversão do excesso de demanda ao mercado de crédito em demanda adicional no mercado de bens (de capital e, indiretamente, de consumo); em outros termos, impedem a materialização

² A decisão isolada de um dos agentes não afeta os preços, pois há participantes suficientes.

³ Possui alto grau de informações; é sensível às mudanças de Mercado e às decisões dos demais agentes; age racionalmente, buscando o maior nível de utilidade.

da “conexão wickselliana”. (HERMANN, 2000, p.63)

Nesse caso, a moeda é neutra, já que pode ser facilmente manipulada pelos bancos, não interferindo em desequilíbrios de mercado.

A teoria novo-clássica somente aceita a não-neutralidade da moeda no curto prazo e única e exclusivamente devido a dois fatores:

(i) da ilusão monetária por parte daqueles que confundem um acréscimo no estoque de moeda com um aumento de riqueza real, ou da rigidez de preços, devido à existência de uma eventual defasagem de informação ou; (ii) devido a cláusulas contratuais, impedindo o ajuste imediato de preços. (DELGALLO, 2006, p.16)

No longo prazo, a rigidez dá lugar a correção nos preços e a ilusão monetária desaparece.

No entanto, quanto mais flexíveis forem os preços relativos, mais rápido subirá o nível geral de preço para o reajuste, assim a moeda conseguirá ser neutra novamente no curto prazo.

(...) quanto mais eles forem flexíveis, como querem os novo-clássicos, em particular os dedicados aos ciclos reais dos negócios, maior é a facilidade para que os ajustes ocorram, mais rápido o nível geral de preços sobe e a moeda se torna neutra mais depressa. (MOLLO, 2004, p. 328)

Conclui-se que os bancos são estabilizadores da ordem econômica, são ditadores das políticas econômicas via racionamento de crédito (Hermann, 2000) e são capazes de controlar as variáveis endógenas da economia, sendo responsáveis pelo equilíbrio de mercado. Temem os riscos e maximizam seus retornos, pois deixam de correr tantos riscos de inadimplência.

Assim, os novo-clássicos reforçam as idéias tradicionais, mas as ajustam ao novo contexto social, sem no entanto se afastar de um dos principais vetores do *constructo* clássico, a neutralidade da moeda.

1.2.4. Teoria quantitativa da moeda de acordo com os Monetaristas

Segundo a visão Monetarista, uma política monetária de corte ortodoxo só pode ser implementada se a correlação entre alguns agregados monetários for alta e se houver controle técnico e político sobre eles.

A Escola Monetarista pode ser dividida em duas vertentes principais para a análise da política monetária: o monetarismo clássico, “*para quem só a política monetária é capaz de atuar agregadamente sobre a economia, sendo ineficaz a política fiscal*” (SIMOENS, 1989, p. 53), tal é o caso da “velha” Chicago; e o monetarismo moderno, representado por Friedman, que são “*Céticos quanto à capacidade de a autoridade monetária tomar decisões a tempo e a hora, seus seguidores propõem política monetária estável*” (SIMOENS, 1989, p. 53).

1.2.4.1. A “velha” chicao

As idéias dos monetaristas clássicos surgiram nos anos 1930 em Chicago com o objetivo de chegar a uma política monetária adequada para tirar os Estados Unidos da depressão. Segundo Simoens (1989), os principais economistas teóricos da época aceitavam que a demanda por dinheiro era instável e afirmavam que esta depressão era um ciclo de negócios.

Antes mesmo da “velha” Chicago, na década de 1920, alguns teóricos já discutiam sobre a solução para tirar os Estados Unidos da depressão, como é o caso dos autores Foster e Catchings, que afirmavam que a melhor cura era aumentar os gastos do governo através da expansão monetária, pois nestes casos medidas monetárias tradicionais, como *open market* e redesconto, poderiam não surtir efeito devido a uma falta de tomadores de empréstimos.

Nesse caso, “*um programa de obras públicas só seria expansionista se acompanhado por acréscimo na oferta de moeda (expansão de crédito), porque déficits financiados por impostos ou empréstimos teriam efeitos compensatórios*” (SIMOENS, 1989, p. 56).

Dentro desta escola, há duas vertentes que discutem sobre o ciclo de negócios, “*uma derivada das flutuações da velocidade de circulação da moeda e outra da relação entre oferta de moeda e acréscimo secular na produção de bens*” (SIMOENS, 1989, p. 56), sendo que a análise da primeira se sobressaiu e está nas bases dos estudos posteriores de Friedman.

Para a primeira vertente, flutuações na velocidade de circulação da moeda geravam os ciclos de negócios. Além disso, “*O volume de dinheiro não era considerado muito importante e a oferta de moeda era vista como passiva; como um elemento capaz de exacerbar, mas não de iniciar as flutuações econômicas*”. (SIMOENS, 1989, p. 57)

Já para a segunda vertente, representada por Paul Douglas, os ciclos de negócios não derivavam da velocidade e sim da falha que poderia ocorrer no aumento da oferta de moeda com o aumento na produção de bens, isto é,

Se o acréscimo na oferta de moeda fosse menor que o acréscimo na produção, o preço dos produtos cairia com seus custos aumentando relativamente. A margem de lucro se reduziria e a produção também. O resultado seria recessão (e vice-versa). Não foi por outro motivo que Douglas já falava, a exemplo de Foster e Catchings, que para manter o nível de desemprego ou preços estáveis, o melhor seria aumentar a quantidade de poder de compra a uma taxa de 3% ou 4% a.a. ou à taxa de longo prazo da produção. (SIMOENS, 1989, p. 59)

Com toda essa análise, Paul Douglas concluiu que os salários não subiram o suficiente durante os anos 1920 e esse foi o principal problema para a Grande Depressão nos Estados Unidos nos anos 1930.

(...) os custos declinaram naquela década, mas do que a pequena redução nos preços. Como consequência, subiram as margens de lucro, mas só parte desses lucros foi reservada para investimento em bens de consumo, enquanto grande proporção voltou-se à produção de bens e serviços de luxo. O resultado foi que sobraram bens de produção em massa devido aos baixos salários e daí a Depressão. (SIMOENS, 1989, p. 59)

Para concluir, os economistas da “Velha” Chicago mostraram que a política monetária expansionista através de medidas fiscais é eficaz e é ineficaz quando é feita através de sistema bancário comercial. A política monetária não poderia ser considerada passiva e sim, ativa,

(...) porque embora subordinada à política fiscal, acreditava no poder discricionário da autoridade monetária em alterar a oferta de moeda. A crença nesse poder poderia levar-nos a classificá-la como ativa, ainda que de uma forma diferente do que hoje se pensa, isto é, que é possível perseguir uma meta monetária em curtos espaços de tempo. Talvez já se lhe possa atribuir o caráter de política monetária estável (“friedmaniana”), uma vez que a oferta de moeda deveria observar o longo prazo. (SIMOENS, 1989, p. 62)

1.2.4.2. O monetarismo moderno

Dentro desta escola, há duas vertentes: a da economia “fechada”, que estuda o desequilíbrio interno (inflação e desemprego), e a da economia “aberta”, que estuda o balanço de pagamentos (enfoque monetário).

Basta falar de Monetarismo Moderno, para Friedman ser citado, ele era um dos principais pensadores da escola. Entre 1948 e 1953, Friedman baseava-se bastante na escola de Chicago, na idéia de que a Política Monetária era subordinada à Fiscal. Porém, em 1953 Friedman estabilizou a velocidade da moeda, se afastando das idéias da “velha” Chicago.

Através da Teoria Quantitativa da Moeda, ele conclui que a velocidade de circulação da moeda era estável e que os níveis de preço e renda nominal se alteram em função das mudanças no estoque de moeda. (Simoens, 1989)

Além disso, para Friedman as políticas monetárias não podem determinar a taxa de juros (a não ser em períodos limitados), pois as alterações nas taxas de juros ocorrem por causa das autoridades monetárias que compram e vendem títulos para alterar a taxa nominal, o nível de crédito e a quantidade de moeda. O que é revelado na seguinte passagem:

(...) a expansão da moeda traria não só acréscimo nos preços, como também nas expectativas do público de que eles continuariam a subir. Os tomadores de empréstimo estariam dispostos a pagar e os emprestadores exigiriam juros mais altos. (SIMOENS, 1989, p. 68)

Diferentemente dos Clássicos, economia não funcionava em pleno emprego. A taxa natural de desemprego existe, mas o Governo não possui controle sobre ela.

Segundo Simoens (1989), para finalizar, a política monetária é o instrumento capaz de neutralizar os choques econômicos, entretanto, ao conduzir tal política monetária é importante que o Governo se atente a dois preceitos:

(...) deve guiar-se (política monetária) pela magnitude que pode controlar, o que inclui a taxa de câmbio, o nível de preços e, principalmente, a quantidade de um total monetário (M1, M2 ou qualquer Ms), excluindo a taxa de juros ou o nível de desemprego. (SIMOENS, 1989, p.73)

Desse modo, o conceito de neutralidade da moeda segue “vivo” e no centro das discussões da época. Agora resta saber se, com o passar dos anos, esta defesa se sustenta. Quando Keynes rompe com a tradição clássica, ele nega tal afirmativa e constrói uma teoria econômica em que a moeda assume papel central e ativo. É justamente essa discussão que se segue.

2. HETERODOXIA: NÃO NEUTRALIDADE E ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO

A partir de Keynes a moeda passa a ser aceita como agente participante dos ciclos econômicos e a economia passa a ser reconhecida como sendo monetária. Preocupado em explicar as crises, Keynes revelou o papel ativo da moeda no mundo real. A moeda não é mais vista como sendo neutra, ela interfere nos preços relativos (através da taxa de juros) e nas decisões de curto (nível de produção) e de longo prazos (investimento).

Por esse motivo, o presente capítulo tem como objetivo explicitar o comportamento da moeda na economia, analisando suas funções e as variáveis diretamente a ela relacionadas. Também são avaliadas as selecionadas visões de autores que seguiram a tradição keynesiana.

2.1. A Revolução Keynesiana: Teoria Monetária de Produção

Desde seu primeiro livro, *Indian Currency and Finance*, escrito em 1913, Keynes tentou entender a natureza dos problemas econômicos das economias empresariais modernas, como as crises monetário-financeiras e tentou solucioná-los. Problemas este que iam “na direção da regulação do capitalismo por parte do Estado e em busca da arquitetura de uma nova ordem econômica mundial” (FILHO, 2006, p. 214).

Em seus livros *The Economic Consequences of the Peace* (1919) e *A Tract on Monetary Reform* (1923), Keynes já sugere que a moeda só importava se não fosse neutra, mesmo que ainda fortemente preso à ortodoxia da Teoria Quantitativa da Moeda. Em *The Economic Consequences of the Peace*, isso acontece quando ele propõe uma reforma monetário-financeira internacional. Já em seu livro *A Tract on Monetary Reform*, isso acontece quando ele reinterpreta a TQM, apresentando uma análise das causas e conseqüências das crises monetárias e cambiais da Europa pós-Primeira Guerra Mundial.

(...) é mostrar que, pelo menos no curto prazo, a teoria quantitativa da moeda é instável, isto é, nem sempre a moeda afeta tão-somente o nível geral de preços, conforme atesta a referida teoria. (...) O fato de mostrar que, no curto prazo, a teoria quantitativa da moeda é instável não quer dizer, todavia, que Keynes a rejeita. (FILHO, 2006, p. 219)

A partir de 1930, as esferas real e monetária passam a se integrar e o debate sobre a moeda é enfatizado. Nesta época, as crises financeiras tornam-se constantes e analisar as funções da moeda da forma mais realista possível passa a ser essencial.

Por essa razão Keynes enfatizou as relações que a moeda possui com a economia e as peculiaridades de um sistema que a moeda atua como um fator real, capaz de afetar o nível de produto e preços relativos (no curto e no longo prazo), através da sua Teoria Monetária da Produção.

O ponto de partida do pensamento keynesiano está na mudança do caminho pelo qual a moeda era percebida. Esta passa a ser um ativo que pode ser mantido como poder aquisitivo na forma pura, para ser gasto em alguma data futura indefinida, sendo assim, uma forma de riqueza. Desse modo, a moeda torna-se um elemento fundamental para teorização de um sistema econômico que é inescapavelmente monetário. (VAL MUNHOZ e LINHARES, p. 9)

Em seu livro *Treatise on Money* (1930), dividido em dois volumes, Keynes analisa o papel da moeda e a dinâmica do sistema monetário. Ele afirmou que a moeda era não só um meio de circulação, mas também um instrumento de ampliação de riqueza, mesmo que apenas nos momentos de transição entre diferentes estados de equilíbrio.

A moeda por si só não gera rendimentos, ou juros, para o seu possuidor; no entanto, o seu grande prêmio de liquidez, que em momentos de elevada incerteza e de agudas crises de expectativas, funciona como o pilar seguro que mantém de certo modo protegido o capital de seus detentores. Nessas circunstâncias, a moeda se torna mais segura e atraente do que qualquer forma de retorno financeiro. (CAMARGO, 2009, p. 65)

No primeiro volume, Keynes elabora uma teoria de escolha de ativos, afirmando que as mudanças de expectativas dos preços dos ativos afetam as decisões de gastos, níveis de emprego e níveis de produção. Além disso, afirma que a taxa de juros tem um efeito psicológico, à medida que influencia as expectativas dos agentes econômicos.

Com o aumento da taxa de juros, os recursos destinados à circulação industrial⁴ diminuem, enquanto que os recursos destinados à circulação financeira aumentam, devido ao entesouramento da moeda, isto é, nos mercados financeiros os agentes agem sob incerteza e criam expectativas em relação à taxa de juros futura, entesourando uma parte da renda para

⁴ Em sua concepção, anteriormente existia apenas uma circulação industrial, em que a moeda era utilizada apenas para facilitar a circulação de bens. Keynes identifica uma circulação financeira, em que a moeda é vista como uma forma de especulação sobre os valores dos ativos.

fins especulativos.

Os agentes econômicos no mercado financeiro, por sua vez, comportam-se *à la bear* (aqueles que têm posições pessimistas e apostam na alta da taxa de juros e, por conseguinte, na queda dos preços dos títulos financeiros, o que acaba ocasionando a retenção de moeda, levando, assim, *coeterius paribus*, a economia à depressão) e *bull* (agentes que têm posições otimistas e acreditam na queda da taxa de juros e, por consequência, na elevação dos preços dos títulos financeiros, resultando, assim, tudo o mais sendo constante, na redução do entesouramento da riqueza monetária e no *boom* da atividade econômica). (FILHO, 2006, p. 224)

Keynes conclui que a velocidade de circulação da moeda (demanda por moeda) não é constante, não havendo relação proporcional entre o nível de preços e oferta monetária e que são as flutuações na circulação financeira que desequilibram o sistema econômico.

De acordo com Filho (2006), para resolver este desequilíbrio, Keynes afirmou que a política monetária deveria ser operacionalizada, equilibrando assim a taxa natural de juros (o retorno do investimento) e a taxa de mercado (determinada pelo Banco Central e pelo sistema financeiro). Além disso, políticas públicas deveriam ser implementadas.

Portanto, numa economia monetária de produção, a moeda não é considerada neutra nem no curto nem no longo prazo, ela é um ativo capaz de influenciar as tomadas de decisões e de gerar riqueza.

Dada toda essa importância do papel da moeda nas relações capitalistas, Keynes se distingue dos clássicos da seguinte maneira:

Em minha opinião, (...) a razão pela qual a teoria [clássica] é tão insatisfatória, se encontra na falta do que poderia ser denominado 'uma economia monetária de produção'. A distinção que normalmente se faz [clássicos] entre uma economia de escambo e uma economia monetária se baseia no uso da moeda como um meio conveniente de efetuar trocas – um instrumento muito conveniente mas transitório e neutro em seus efeitos. (...) Em outra palavras, a moeda é utilizada, mas é tratada como sendo, 'neutra'. (...) A teoria que eu desejo tratar, em contraposição a esta, a moeda afeta motivos e decisões e, em suma, é um dos fatores operativos de cada situação, de modo que o curso dos eventos não pode ser predito, nem no curto nem no longo prazo, sem o conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro estado e último" (KEYNES apud CAMARGO, 2009, p. 67)

2.2. A moeda: Existência de Expectativas Incertas

No segundo volume de *Treatise on Money*, Keynes reformula o conceito de renda, elabora o conceito da demanda efetiva e enfatiza as incertezas e as expectativas.

A renda é redefinida como a receita das vendas realizadas e ao seu lado é introduzida a noção de demanda efetiva, como uma expectativa de renda associada a certo nível prospectivo de investimento e consumo. (MEIRELLES, 1997, p. 19)

Com essa reformulação, as flutuações cíclicas (por exemplo, um *boom* econômico) passam a ser explicadas como expectativas otimistas quanto à rentabilidade futura dos ativos de capital, capazes de induzir uma decisão de investimento. Anteriormente, essas flutuações eram vistas como o excesso de investimento sobre a poupança.

Para Keynes, flutuações de demanda efetiva e no nível de emprego ocorrem porque, em um mundo no qual o futuro é incerto e desconhecido, os indivíduos preferem reter moeda e, por conseguinte, suas decisões de gastos, seja de consumo, seja de investimento, são postergadas. (FILHO, 2006, p. 226)

Ao contrário dos economistas clássicos, o ato de poupar não gera nova riqueza, apenas cria direitos sobre a riqueza acumulada. “*O aumento da poupança não elevou em nada a riqueza agregada da comunidade; ele simplesmente provocou uma transferência de riqueza dos bolsos dos empresários para os bolsos do público em geral*” (KEYNES, 1971b apud MEIRELLES, 1997, p. 20). O conceito poupança passou a desempenhar um papel de subordinado, porque “*poupança e investimento são a mesma coisa*” (KEYNES, 1973 apud MEIRELLES, 1997, p. 31) e o que determina é a decisão de investir.

Investir significa comprar bens de investimento e para isso é necessário que a moeda esteja disponível. É, portanto, da decisão de investimento que parte a noção de moeda não neutra em Keynes, já que a retenção de moeda se constituiu em uma forma de segurança contra a incerteza.

Em seguida, no seu livro *Teoria Geral*, Keynes afirma que a moeda deixa de ser neutra, pois as decisões dos agentes são baseadas em expectativas incertas e sujeitas a riscos, podendo ser satisfeitas ou frustradas. Sob incerteza e para reduzir os riscos, os agentes desenvolvem técnicas como o *animal spirits* (exemplo: os produtores fazem os contratos

futuros – contrato *forward* – para reduzir o risco de falta de insumos). Segundo Filho (2006), “as decisões dos agentes econômicos são realizadas tendo como referência a irreversibilidade do passado e a imprevisibilidade e o desconhecimento do futuro”.

Para Keynes, a incerteza é definida a partir de uma escala, que recebe influências das decisões acerca dos investimentos. Portanto, não há como prever um evento, visto que o processo decisório da economia é inovador. Apesar da moeda ser ativo gerador de riquezas, ela não consegue eliminar as incertezas.

Ao descrever a natureza distinta da moeda em relação a outras mercadorias, Keynes demonstra que ela é um ativo que se diferencia dos demais, por causa de suas propriedades essenciais: sua elasticidade de produção é zero (não se produz moeda com a incorporação da quantidade de trabalho no processo produtivo) tanto no curto como no longo prazo e sua elasticidade-substituição é nula (só ela é unidade de conta, meio de troca e reserva de valor). Ela é de suma importância em uma economia monetária, à medida que exerce segurança contra a incerteza, ela aproxima passado, presente e futuro por meio de contratos monetários e é capaz de ocasionar crises econômicas, por ser uma forma alternativa de riqueza.

2.3. Instabilidade do Capitalismo

Ainda na *Teoria Geral*, Keynes evidencia a instabilidade do capitalismo e alega que a mesma ocorre quando os agentes tem que decidir entre possuir riqueza em geral (como a forma líquida – moeda) e possuí-la na forma para gerar nova riqueza. Anteriormente, Keynes acreditava que as autoridades monetárias podiam regular os empréstimos e a oferta total de moeda em um nível ótimo para a circulação industrial, após satisfazer a circulação financeira. Ao afirmar não existir relação entre estas duas esferas de circulação, Keynes tornava possível a realização de política monetária estabilizadora. (Meirelles, 1997, p. 36)

Como os agentes não tinham quase condições para prever o futuro (já que podiam ocorrer mudanças inesperadas e havia incertezas), Keynes não acreditava que o sistema bancário pudesse manter a estabilidade e nem que a política monetária fosse eficaz. Fica claro que “(...) não se pode, com segurança, abandonar à iniciativa privada o cuidado de regular o volume corrente do investimento” (KEYNES, 1985 apud MEIRELLES, 1997, p. 37), deve-se planejar e controlar o investimento para chegar a uma situação próxima ao pleno emprego,

evidenciando a ênfase dada a especulação, que é capaz de influenciar a atividade produtiva com impactos na demanda efetiva.

(...) como todo rendimento é prospectivo, a opção por este ou aquele ativo sempre envolve certa dimensão especulativa, de aposta em algum quadro futuro que o agente considere mais provável. Mas principalmente no que se refere a atividades essencialmente especulativas, voltadas a tirar proveito de alterações favoráveis “nas bases convencionais de avaliação” e, assim, realizar ganhos de capital; elas são associadas por Keynes especialmente ao mercado de capitais. (MEIRELLES, 1997, p. 39)

2.4. Preferência pela Liquidez e Taxa de Juros

Keynes originalmente apresenta a PPL (Preferência pela Liquidez) como uma teoria alternativa e geral para a determinação da taxa de juros, necessária inclusive porque a identidade permanente entre poupança e investimento inviabiliza a teoria clássica dos juros. A taxa de juros é vista aqui como o fator que contrabalança a disponibilidade do ativo mais líquido e a demanda pelo mesmo. (MEIRELLES, 1997, p. 40)

Na *Teoria Geral*, Keynes definiu a preferência pela liquidez (PPL) como sendo o comportamento dos agentes na gestão de recursos, quando os mesmos agem sob incerteza. “*Os incentivos psicológicos e empresariais para a liquidez são uma consequência da incerteza característica dos fluxos de renda esperados pela propriedade de um ativo qualquer*” (MEIRELLES, 1997, p. 40). A moeda (riqueza sob a forma líquida) se faz necessária para as despesas imprevistas e para aguardar oportunidades lucrativas em um futuro próximo.

A PPL é identificada como a demanda por moeda e são quatro os motivos que justificam esta demanda: transação, precaução, especulação e finança. O motivo transação torna possíveis as transações correntes e as trocas comerciais e pessoais; o motivo precaução diminui o grau de incerteza dos agentes, quando a moeda é capaz de ser unidade de conta, prevendo a existência de contratos que garantam decisões passadas no futuro; o motivo especulação permite a realização de apostas em buscas de ganhos de capital, com base na função reserva de valor (cabe lembrar que os agentes, podendo trocar moeda por ativos mais seguros e rentáveis a longo prazo, ocasionam o entesouramento).

O quarto motivo, finança, interfere na lógica capitalista e refere-se a liquidez necessária para o agente econômico realizar seus gastos que já foram planejados no passado. Baseando-se nas expectativas futuras, pode-se apostar nas variações da taxa de juros. Este

motivo é decisivo para o investimento em ativos reais e para o desenvolvimento da economia capitalista.

A PPL possibilita uma boa definição para a taxa de juros, haja vista que um aumento na demanda por moeda eleva a taxa de juros e diminui o preço do bem de capital. A taxa de juros deve interferir na decisão de realizar ou não um gasto e Keynes (1936 apud MEIRELLES, 1996) a definiu como sendo

(...) a recompensa de abrir mão da liquidez por um período específico. A taxa de juros é nada mais do que o inverso da proporção entre a soma de dinheiro e o que pode ser obtido por abrir mão de seu controle por um período determinado de tempo.

Desse modo, taxa de juros é fortemente relacionada com a moeda e afeta os ciclos econômicos (como o nível de investimento, produção, renda, emprego). Evidenciando assim a endogeneidade da moeda, visto que ela é capaz de gerar rendimentos futuros (por ser pouco elástica e seu valor não possuir uma grande variação no longo prazo), que ela não possui custos de transação e tem muita liquidez, além de atrair o interesse dos capitalistas.

2.5. Keynes e a Velocidade de Circulação da Moeda

Para Keynes, em seu livro *A Tract on Monetary Reform*, a estabilidade do nível de preços depende das variáveis sob controle direto das autoridades bancárias centrais e das estabilidade dos hábitos e práticas do público. Segundo Meirelles (1997, p. 60),

Esta estabilidade pode ser alcançada através da “taxa bancária”, mas quando isto não for um “instrumento poderoso o suficiente” restaria à AM alterar a quantidade de moeda (em espécie) e o compulsório sobre os depósitos bancários (...), com o intuito de contrabalançar as mudanças naqueles hábitos e práticas e assim preservar o nível de preços.

Resumidamente, Keynes defende o controle das autoridades monetárias sobre a quantidade de moeda e a influência da taxa de juros (“taxa bancária”) sobre os hábitos do público, este que determina a velocidade de circulação da moeda.

Em *Treatise on Money*, Keynes já se distancia mais da Teoria Quantitativa tradicional, a começar pela divisão dos balanços monetários: das famílias (depósitos de renda), das firmas

(depósitos de negócios) e inativos (depósitos de poupança – reserva de valor). A velocidade de circulação de moeda também é dividida entre estes três encaixes monetários, sendo que a velocidade dos depósitos de renda é estável de um ano para outro, a velocidade dos depósitos de negócios varia mais e a velocidade dos depósitos de poupança é considerada zero, pois moeda retida como reserva de valor não tem velocidade.

Deste modo, Keynes define os responsáveis que distanciam a moeda da renda, quando *“incorpora à sua análise o papel da moeda como um ativo e as expectativas quanto à rentabilidade futura das diferentes de reter a riqueza”* (MEIRELLES, 1997, p. 65, grifo meu) e, neste caso, é a preferência pela liquidez que define a taxa de juros.

Já na *Teoria Geral*, Keynes relaciona seus conceitos com o conceito clássico de entesouramento, substituindo o termo por propensão a entesourar (conceito de preferência pela liquidez) e ainda afirma que *“a única coisa que a propensão do público a entesourar pode conseguir é fixar a taxa de juros que iguala o desejo global de entesourar ao encaixe disponível”* (KEYNES, 1985 apud MEIRELLES, 1997, p. 78).

Em suma, por se tratar de uma mercadoria em que a emissão e valor são garantidos pelo Estado, a moeda assume um papel crucial:

A era do dinheiro sucedeu à era da troca direta logo que os homens adotaram a moeda de conta. E a idade do dinheiro – papel ou dinheiro estatal – surgiu quando o Estado postulou o direito de declarar o que deveria funcionar como moeda de conta, quando ele se dispôs não apenas a impor o uso de dicionário, mas também a escrevê-lo. (KEYNES, 1998 apud BELLUZZO, 2002, p.31)

O dinheiro administrado é similar ao fiat money (emitido pelo Estado), exceto pelo fato de que o Estado deve controlar as condições de sua emissão mediante regras de conversibilidade, de tal maneira que seja preservado um determinado valor em termos de standard objetivo. (Idem)

Tal garantia coloca a moeda em uma posição que não somente é a única mercadoria garantida, em última instância, pelo Estado emissor, como e através desta, estimula os agentes a conservarem tal conceito de riqueza se o ambiente econômico assim o quiser. Neste sentido, não somente ela não é neutra, como é o porto seguro em situações de queda expressiva do estado de confiança. Tal aspecto, explica em muito, porque em contextos de crise Keynes é recordado e tal como fez Nixon em 1971, a maioria dos agentes, alinhados ou não a tradição keynesiana, brada que *“agora somos todos keynesianos”*.

2.6. Os Herdeiros da Tradição: Stiglitz e Minsky e a Postura dos Agentes perante Riscos

Stiglitz e Minsky foram autores muito comentados nos últimos tempos. Ambos se dizem herdeiros da tradição de Keynes embora estejam em agentes de pesquisa distintas - Stiglitz esteve muito tempo alinhado a tradição novo keynesiana e Minsky, antes de sua morte, foi um dos maiores representantes dos pós keynesianos

A incompatibilidade de idéias entre Minsky e Stiglitz se dá através da postura dos agentes econômicos perante riscos, e não através da contraposição entre incerteza “fundamental” e assimetrias de informações. (Junior, 1998)

Stiglitz conserva os conceitos keynesianos de expectativas dos agentes e incerteza. Em sua abordagem, as expectativas dos agentes em relação ao futuro são racionais, os agentes utilizam da melhor forma possível as informações disponíveis, todos almejam bons resultado, apesar de alguns agentes possuírem vantagens informacionais (assimetria de informações – mais uma vez deixando evidente as tensões que a moeda acarreta no sistema capitalista). Porém, esta racionalidade é limitada, então os agentes estão sujeitos a erros de percepção nas tomadas de decisões.

Segundo Stiglitz, há uma correlação positiva entre incerteza e risco, já que devido às assimetrias de informações no mercados de capitais, as empresas e bancos tem aversão a riscos de falência. Este comportamento, em um ambiente onde há imperfeições nos mercados de capitais, explica o fato de pequenos choques darem origem a grandes flutuações econômicas, mesmo sendo salários e preços flexíveis. Os indivíduos vão tentar sempre evitar ou minimizar os riscos.

(...) o risco seria o “custo” por não se ter certeza quanto ao comportamento dos outros agentes, como também de se tomar decisões em um ambiente sujeito a mudanças imprevisíveis (choques monetários, reais e de incerteza quanto aos preços futuros), onde os agentes tem diferentes percepções de riscos (assimetrias de informações ou conjunto de informações diferentes). (JUNIOR, 1998, p. 8)

Os agentes reconhecem a presença de incerteza em seu cálculo, seja no mercado de ações, seja nos mercados de crédito e seguros. Cabe ressaltar que não há mercados de capitais

e de seguros perfeitos, nem mercados futuros completos⁵.

Além disso, Stiglitz ainda afirma haver ineficiência nos mercados financeiros, exatamente por causa da assimetria de informações, que impacta diretamente os ciclos econômicos. Quanto maior a assimetria de informações, maior a variação nos níveis de produto e investimentos e maior a volatilidade dos ciclos. O papel dos bancos é destacado por Stiglitz, por também acentuarem as variações cíclicas ao interferirem na política de crédito e monetária.

Por fim, para Stiglitz, a moeda é não neutra e a política monetária tem efeitos reais, pois “*para os novos-keynesianos a política monetária tem efeitos sobre o nível de atividade econômica devido à rigidez de preços*” (JUNIOR, 1998, p. 12).

Minsky⁶, por sua vez, afirma que o risco está relacionado com o grau de confiabilidade dos agentes quanto aos estados da natureza. Para Stiglitz, as empresas são sempre avessas a riscos de falência, já para Minsky, “*as posturas mudam ao longo do ciclo econômico: passam de “hedge” para especulativa e daí para Ponzi*” (JUNIOR, 1998, p. 9), o que acaba gerando crises financeiras.

Para Minsky, a preferência pela liquidez é o prêmio pela segurança, em função das expectativas de longo prazo ou do grau de incerteza dos agentes. A economia tratada por Minsky é “*intensiva em capital, com investimentos de longa maturação, instituições financeiras complexas e em constante evolução*” (JUNIOR, 1998, p. 89). O cenário pode ser comparado com *Wall Street*, em que os jogadores são empresários e banqueiros correndo atrás de lucros. Os agentes sentem-se inseguros em suas decisões econômicas e os mesmos preferem dinheiro como ativo nestas situações de insegurança. Por estes motivos, a preferência pela liquidez está em constante mudança e as preferências de portfólios dos agentes dependem de suas expectativas quanto ao futuro, mesmo que tenham dúvidas quanto a sua confiabilidade.

Na teoria de Minsky, assim como na de Keynes, a moeda é um ativo financeiro que se distingue pela sua maior liquidez.

⁵ Os dois primeiros em função da seleção adversa e do risco moral decorrentes da assimetria de informações. O mercado futuro em função de falhas informacionais da qualidade dos produtos e sua distribuição. (Junior, 1998, p. 16)

⁶ Opta-se por aprofundar a visão de Minsky de forma mais detalhada no capítulo 3 por se entender que este é o principal autor que explica o papel dos financistas no ciclo, sobretudo do sistema bancário que vai acentuar muito a prociclicidade.

Ela é gerada de maneira endógena quando o público troca sua posse no presente por ativos menos líquidos. Também é gerada pelo sistema bancário no processo de aumento do crédito para o investimento, sendo que as autoridades monetárias tem de sancionar o processo de criação da moeda. (CARVALHO, 2009, p. 103)

Toda a tradição keynesiana vai defender um papel ativo da moeda. A moeda não somente importa como também é capaz de criar instabilidades sob a forma de crises financeiras, que surgem pela própria natureza do capitalismo e não como anomalias, como a tradição clássica argumenta. Esse é o objeto do capítulo que se segue.

Através de sua hipótese de fragilidade financeira”, Minsky afirma que

(...) ao longo do ciclo econômico o grau de confiabilidade dos agentes econômicos muda, à medida que a economia transita do estado de tranquilidade (próximo a certeza) para a crise (incerteza de ordem superior), mediado por um boom econômico. (JUNIOR, 1998, p. 93)

De acordo com esta hipótese de fragilidade financeira, o comportamento cíclico da economia é o resultado do modo como as firmas financiam suas posições de carteira junto ao setor bancário, com a fragilidade elevada em períodos de crescimento, já que aumenta-se o número de especuladores.

A escola pós-keynesiana busca desenvolver uma teoria sobre o comportamento de uma economia monetária da produção, ou seja, uma economia em que a moeda influencia os motivos e as decisões dos agentes econômicos. Isso implica que o sistema bancário, por suas funções de administração do sistema de pagamentos e de fornecimento de liquidez e crédito, é peça fundamental para a compreensão da dinâmica econômica de uma economia capitalista. (PAULA e JÚNIOR, 2003, p. 10)

Em períodos de tranquilidade ou estabilidade econômica, as instituições financeiras criam inovações financeiras em busca de maiores lucros, maiores investimento e ganhos de capital. As mesmas “*inventam e reinventam novas formas de moeda, substitutos para moeda em portfólios e técnicas de financiamento para vários tipos de atividade*” (JUNIOR, 1998, p. 103), o que acaba rompendo com o estado de tranquilidade de pleno emprego e gera instabilidade. É o chamado *boom* de investimentos, que torna a estrutura financeira propensa a crises econômicas (cenário de instabilidade financeira).

Em suma, a tradição heterodoxa vista neste capítulo por intermédio das contribuições de Keynes, Stiglitz e Minsky evidencia que a moeda não pode ser considerada neutra: ao contrário, é o seu papel como ativo (reserva de valor) que vai evidenciar a busca pela moeda quando o conceito de riqueza representado por outros ativos está tensionado. Outrossim, vale a pena finalizar o capítulo utilizando-se das palavras de Keynes acerca do que seria riqueza em uma economia monetária de produção:

Há uma multidão de ativos reais no mundo, os quais constituem a nossa riqueza de capital: construções, estoques de mercadorias, bens em processo de produção e de transporte e assim por diante. Os proprietários nominais destes ativos no entanto, têm frequentemente tomado dinheiro emprestado para entrar na posse deles. Em contrapartida, os verdadeiros possuidores de riqueza detêm direitos, não sobre os ativos reais, mas sobre o dinheiro. Uma considerável parte deste financiamento tem lugar através do sistema bancário, que interpõe sua garantia ampla entre os depositantes que emprestam o dinheiro e os tomadores de dinheiro que buscam esses fundos para financiar a compra de ativos reais. A interposição deste véu monetário entre o ativo real e o possuidor de riqueza é a marca registrada do mundo moderno (KEYNES, Ensaio de Persuasão apud BELLUZZO, 2002, p. 73)

Depreende-se do texto, que no limite, o conceito de riqueza em uma economia monetária de produção, é a própria moeda em termos teóricos. Na prática, parece que os tempos atuais confirmam a defesa do autor. Mas este é assunto para o próximo capítulo.

3. A ATUAL CRISE FINANCEIRA E A ENDOGENIA: KEYNES ESTAVA CERTO?

O presente capítulo tem como objetivo descrever as transformações no sistema financeiro internacional, que fazem parte do processo de globalização financeira, para demonstrar que a moeda é o espaço da valorização do capital na contemporaneidade, o que possibilita afirmar que a realidade dos mercados acaba reiterando a idéia de que a moeda não é neutra.

Está em andamento um processo de consolidação e internacionalização do sistema financeiro (principalmente na indústria bancária), como resultado dos processos de desregulamentação financeira e das inovações tecnológicas, que aumentam a concorrência e pressionam as instituições bancárias a reagirem.

No processo, as instituições bancárias se tornam enormes, ocasionando a consolidação do sistema, com a formação de grandes conglomerados que passam a dominar o jogo. Para se tornarem grandes, utilizam-se de fusões e aquisições como modo rápido de crescer em um capitalismo para outros.

Nesse sentido, os agentes destes mercados passam a ser os agentes principais no jogo de poder. O Estado perde importância, a indústria perde importância e quem na verdade decide é o sistema financeiro (local e internacional). Desse modo, no atual contexto, a moeda é o espaço que valoriza-se por si própria e os detentores desta mercadoria acabam assumindo um papel ativo e determinante no jogo de poder.

3.1. A Globalização Financeira: uma Abordagem Pós-Keynesiana

O sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo é marcado pelo predomínio da esfera financeira sobre a produtiva, em que a moeda, além de garantir contratos e se mostrar o ativo de maior liquidez, passa a participar das expectativas dos agentes e é capaz de gerar crises, prosperidade, *crashes* e possibilidades.

Na globalização financeira, os mercados financeiros geram sua própria valorização, via capital financeiro, evidenciando a valorização fictícia do capital.

(...) no processo de globalização, a valorização ocorre praticamente nos mercados financeiros. Tanto é verdade que os capitais financeiros se globalizaram em uma escala bem maior do que o investimento, a geração de emprego, a distribuição de renda, o fluxo de mão-de-obra e as melhorias sociais. (CAMARGO, 2009, p. 28)

A atual configuração deste sistema é fruto das transformações importantes que o capitalismo passou desde o colapso de Bretton Woods.

O colapso de Bretton Woods se deu na década de 1970, quando os Estados Unidos abandonaram a conversibilidade em ouro do dólar em 1971 e quando o sistema de paridades fixas foi substituído em 1973 por um sistema de flutuações sujas.

De acordo com Belluzzo (1995, p. 15), foi sob desorganização financeira e monetária que se deu a forte expansão do circuito financeiro “internacionalizado”.

A crise do sistema de regulação de Bretton Woods, permitiu e estimulou o surgimento de operações de empréstimos/depósitos que escapavam ao controle dos bancos centrais. A fonte inicial dessas operações “internacionalizadas” foram certamente os dólares que excediam a demanda dos agentes econômicos e das autoridades monetárias estrangeiras. (BELLUZZO, 1995, p. 15)

Ainda segundo Belluzzo (1995, p. 15), este circuito financeiro, que era operado pelos bancos comerciais, sem qualquer tipo de regulamentação ou supervisão dos bancos centrais, “*acentuou sobremaneira a tendência à super expansão dos empréstimos e o progressivo rebaixamento da qualidade do crédito concedido*”, e passou a funcionar como “*um sistema de ‘crédito puro’ em suas relações com governos e empresas, com criação endógena de liquidez e altos prêmios de risco*”.

Os bancos comerciais, então, passam a funcionar como *market makers* e a garantir a liquidez dos mercados de ativos, pois são os únicos que tem acesso à moeda emitida pelo Banco Central, por meio da criação de moeda e via captação de recursos junto ao público⁷.

Assim, ao longo da década de oitenta ocorreu uma substituição progressiva do mercado de crédito bancário pelo mercado de capitais ou de “finanças diretas” a nível internacional. Esse mercado tem uma dinâmica específica e significativamente diferenciada do sistema de crédito que predominava até a década de 70. (PRATES, 1997, p. 40)

⁷ Minsky enfatizou mais do que Keynes o papel dos bancos na criação da moeda e na liquidez do sistema dado, devido ao fato de que a época de Minsky foi repleta de avanço da tecnologia financeira. Porém, assim como Keynes, “*considera determinante a moeda em poder dos agentes não financeiros e argumenta que a criação de todo o instrumental financeiro moderno tem o fim maior de captar esta liquidez junto ao público para o financiamento do investimento*” (CAMARGO, 2009, p. 101).

“A criação endógena de moeda é um processo no qual há uma articulação entre os bancos e os clientes, via disponibilidade de novos instrumentos financeiros pelos primeiros para os últimos” (CAMARGO, 2009, p. 102). As autoridades monetárias entram para controlar a criação endógena de moeda através de reservas compulsórias e/ou aumento da taxa de redesconto. Os bancos, nesse caso, geram novos instrumentos financeiros para continuarem criando moeda.

No final de 1979, a evolução da crise do sistema de crédito e as respostas dos Estados Unidos ao enfraquecimento do papel do dólar permitiram o desenvolvimento de uma segunda etapa da globalização, em que ocorreu a valorização dos mercados de capitais e a esfera monetário-financeira, do ponto de vista dos agentes, passou a ser um espaço privilegiado para o processo de valorização da riqueza.

O aumento da importância do mercado de capitais atendeu aos interesses e necessidades de três conjuntos de atores: governos, grandes empresas e investidores institucionais. A nova organização das finanças responde a uma demanda dos agentes dominantes do jogo financeiro, tanto credores quanto devedores. (PRATES, 1997, p. 39)

Nesta etapa, os bancos comerciais tiveram um papel importante na expansão do mercado de capitais, pois aumentaram investimentos em títulos e dividiram os riscos dos empréstimos com o devedor⁸. E os mercados financeiros contribuíram para melhorar a circulação da informação, reduzir os custos de transação e distribuir mais racionalmente os riscos.

Os novos instrumentos financeiros (inovações financeiras), como os derivativos e os investidores institucionais, além de serem impulsionados como resposta à ação das autoridades monetárias, também foram impulsionados pela volatilidade dos mercados devido às mudanças nas expectativas quanto à evolução dos preços dos ativos

O mercado de derivativos passou a desempenhar um papel muito importante, pois ao mesmo tempo que ele traz maior segurança (*hedge*) contra as flutuações dos preços, acentua a instabilidade, já que permite a obtenção de ganhos por meio da especulação.

⁸ Processo de Securitização: transformação de empréstimos bancários em títulos de dívida, com a vantagem de negociá-los no mercado secundário.

(...) os derivativos expandiram o espaço para a especulação nos mercados de câmbio e monetário, devido aos menores custos e riscos individuais. Esses instrumentos fornecem *hedge* contra variações das taxas de juros e de câmbio para o investidor individual mas, ao mesmo tempo, facilitam o processo especulativo e introduzem novos riscos a nível agregado. (PRATES, 1997, p. 42)

O surgimento dos investidores institucionais (fundos mútuos, fundos de pensão e companhias de seguro) e a responsabilidade desses pelo processo de desintermediação financeira prejudicou o sistema bancário em sua função de captação e empréstimo. “*O surgimento dos investidores institucionais está intimamente associado ao processo de especulação e, por conseguinte, de instabilidade no capitalismo*” (CAMARGO, 2009, p. 106).

Em suma, a combinação das inovações financeiras e da informatização do mercado, com a alavancagem nos créditos bancários, explica o enorme potencial da formação de bolhas.

A terceira etapa da globalização, portanto, é marcada pela arbitragem e pela abertura e desregulamentação das bolsas de valores. É o momento histórico do domínio do capitalismo financeiro.

Nesse período, ocorreram vários choques financeiros e bolhas especulativas - nas bolsas de valores, nos mercados imobiliários e de *securities* -, fenômenos característicos do sistema globalizado de finanças liberalizadas, no qual a autonomia dos mercados frente aos Estados Nacionais é significativa. (PRATES, 1997, p. 41)

Nesse contexto, os choques são facilmente transmissíveis através das fronteiras (mercados cambiais) e de um mercado a outro (mercados de capitais e de crédito).

“*Esse crescimento surpreendente das finanças internacionais corresponde a uma mudança estrutural: a própria natureza do sistema passou a ser dominada pela especulação*” (PRATES, 1997, p. 43). A globalização financeira foi acompanhada por uma alteração nos fluxos de capitais:

A maior parte dos fluxos recentes constitui investimentos de portfólio - compras e vendas de ações e títulos de renda fixa, além das fronteiras - que são motivados por ganhos de curto prazo e não por oportunidades de investimento produtivo e considerações de longo prazo. O componente especulativo inerente a esses fluxos desestabiliza os mercados financeiros e de divisas e conduz a intensas oscilações dos preços dos ativos e do câmbio. (PRATES, 1997, p. 43)

Aquela idéia postulada pela teoria das expectativas racionais não é mais condizente, visto que o novo contexto é marcado por instabilidade financeira estrutural, assimetria de informação, incerteza e opiniões divergentes. Não existe mais o *homo economicus* otimizador que conhece todas as leis econômicas, nem as informações estão disponíveis para todos.

O comportamento dos investidores num ambiente de incerteza e informações incompletas não é condicionado pela evolução dos valores fundamentais ou por perspectivas de longo prazo mas, como mostrou Keynes, pela busca de ganhos de curto prazo e pela adoção de convenções, que resultam em ações uniformes e efeitos de "manada". (PRATES, 1997, p. 44)

Os protagonistas, portanto, são os grandes bancos, a tesouraria de grandes empresas e os fundos mútuos e de pensão. Neste ambiente de incertezas, esses agentes formulam estratégias que são mimetizadas pelos investidores com menor porte e informação, formando bolhas especulativas e colapsos de preços. *“Assim, esses mercados não atendem aos requisitos de eficiência, pois podem existir estratégias ganhadoras, acima da média, derivadas de assimetrias de informação e poder”* (PRATES, 1997, p. 45).

O Estado, por sua vez, é atacado enquanto força reguladora do sistema no mundo globalizado das altas finanças.

O neoliberalismo argumenta que os mercado auto-reguláveis são muito mais eficientes do que os Estados Nacionais na alocação de recursos, orientação dos investimentos, geração de renda e emprego, inibição de crises sistêmicas e valorização do capital. (CAMARGO, 2009, p. 31)

Todavia, o que se percebe é que os mercados desregulados geram instabilidade e má alocação da riqueza, devido ao seu próprio funcionamento. Dada a incerteza das decisões de alocação da riqueza, a busca pela liquidez financeira é assimétrica e o sistema entra em crise, pois todas as unidades econômicas são contagiadas.

A esfera produtiva, que se tornou cada vez mais dependente da financeira na evolução do capitalismo, é a mais atingida quando o sistema é abalado, devido à preferência pela riqueza expressa na forma mais líquida: a monetária. Fato esse que afeta o investimento, o emprego e a geração da riqueza real. (CAMARGO, 2009, p. 31)

O Estado deve então intervir para reverter este quadro e restabelecer a ordem do sistema. A esfera financeira sofre muito menos e o socorro do Estado é feito basicamente para

as altas finanças. Além disso, em momentos de crise e incerteza, a maior parte dos conglomerados empresariais se tornam especuladores, devido ao prêmio pago através da taxa de juros.

A valorização do capital na esfera financeira traz uma perda na dinâmica do desenvolvimento da economia, já que, “(...) *ao ser a fonte de instabilidade do sistema, de um lado, e de propiciar a geração de capital fictício e não de riqueza nova, de outro, funciona como um mecanismo bloqueador dos investimentos produtivos*” (CAMARGO, 2009, p. 35). A crise é sistêmica, pois a liberalização e desregulamentação permitiram que os mercados financeiros nacionais funcionem como um mercado financeiro internacional.

3.2. O processo de Consolidação Bancária

A desregulamentação financeira e as inovações tecnológicas aumentaram a concorrência, acelerando assim o processo de consolidação bancária, pois diante desta pressão concorrencial, as instituições buscam os processos de fusões e aquisições (F&As), para diversificarem suas receitas e reduzirem seus custos, e assim manterem-se competitivas no mercado. Assim, o número de instituições diminuiu, o grau de concentração no setor financeiro aumentou e grandes conglomerados foram formados.

A onda de fusões e aquisições no mundo – dentro e fora das fronteiras nacionais – resulta parcialmente das recentes mudanças nos sistemas financeiros. Como já foi visto anteriormente, as margens líquidas de juros dos bancos estão sob pressão para baixo uma vez que a competição tem aumentado. Bancos procuram responder este desafio cortando seus custos operacionais. (PAULA, 2002a, p.11)

Segundo Paula (2002a), a desregulamentação financeira vem transformando o mercado financeiro de duas maneiras: reduzindo as fronteiras entre mercados financeiros distintos dentro das fronteiras nacionais; e promovendo a abertura dos sistemas financeiros domésticos à entrada de bancos estrangeiros. O resultado disso é a redução das fronteiras entre os produtos financeiros, entre instituições bancárias e não-bancárias e entre as localizações geográficas das instituições financeiras. A diferença entre as instituições financeiras tem sido eliminada, consolidando o chamado banco universal ou múltiplo, que atua em todos os segmentos dos mercados, inclusive nos mercados internacionais.

A desregulamentação dos serviços financeiros ao nível nacional; a abertura do setor bancário à competição internacional; os desenvolvimentos tecnológicos, com impacto sobre o processamento das informações e sobre os canais alternativos de entrega de serviços (ATMs, internet, banco eletrônico, etc.); e, por último, as mudanças no comportamento das instituições financeiras, tais como a maior ênfase no retorno aos acionistas; todos estes fatores juntos têm empurrado as instituições financeiras para um acelerado processo de consolidação. (PAULA, 2002a, p. 2)

Essas aproximações entre empresas permitem ganhos de produtividade e “*o resultado é geralmente atingido, como mostra a elevação súbita das cotações na Bolsa das empresas-alvo*” (PHILON, 1999).

Sendo assim, as praças financeiras estão cada vez mais interligadas, com alto grau de liberdade para a transação de recursos pelos agentes. Essa maior integração ocorre por meio das desregulamentações e das inovações financeiras, que facilitam a circulação de capitais.

De acordo com Plihon (1999), objetivos que antes eram prioridades, como o desenvolvimento da produção e do emprego, cederam lugar à preocupação sobre a rentabilidade financeira da empresa. É a chamada “financeirização” da gestão das empresas.

De maneira geral, o capitalismo moderno é permeado pela concorrência, que objetiva lucros, mas que encontra limites nos ciclos financeiros que, quando ascendentes, geram poder, riqueza e prosperidade. Todavia, quando descendentes, arruinam as bases sociais. O capital, representado pela moeda, influencia os ciclos e é colocado em evidência na participação da geração de riquezas e no surgimento de crises.

3.3. O Sistema Bancário Moderno e a Busca por Lucros Extraordinários

Como já foi visto, a globalização facilitou as transações financeiras, que deixaram de ser locais e passaram a ser mundiais, tornando ainda mais possível uma crise financeira generalizada. Não existe mais distância para o dinheiro circular.

Seduzidos por mais esta facilidade, as instituições financeiras fazem de tudo para conseguir ganhos ainda maiores do que já existem. E procuram usar das facilidades criadas para agilizar seus negócios. É notório que existe um risco enorme sobre os bancos e instituições, pois eles representam praticamente o dinheiro do mundo todo. (MIGUEL, n/d)

Os grandes bancos recebem a maior parte das atenções, devido ao elevado risco inserido sobre eles, o chamado risco sistêmico, em que um choque pontual tem o poder de potencializar e propagar para todos os outros agentes do sistema financeiro.

Não necessariamente a quebra de um banco significaria que os demais também sofrem problemas, sejam administrativos ou não. Mas, esse simples fato cria uma nuvem de desconfiança e incerteza que se transformam em inseguranças generalizadas com as demais instituições, mesmo que estas gozem de perfeita saúde econômica. (MIGUEL, n/d)

Ou seja, uma crise no setor bancário pode se propagar para o resto da economia, levando a crises financeiras mundiais e ao caos. Isto pode acontecer, por exemplo, porque o dinheiro dos correntistas não está totalmente guardado no banco. Estes ficam aplicados e apenas uma parte fica como reserva.

Com uma crise, o mercado fica receoso, o que pode levar a um efeito cascata, criando especulação, o que potencializa a vontade dos clientes em retirar seus rendimentos e guardá-los em locais que julguem mais sólidos. Ocasionalmente assim a “corrida bancária”, em que todos os clientes retiram suas reservas ao mesmo tempo.

Os mercados externos também influenciam, como as guerras e crises em mercados potenciais. *“Caso exista a menor possibilidade em um país (por qualquer motivo que seja) e esse seja importante no mercado global, já é motivo suficiente para gerar incertezas e proporcionar desconfianças no setor”* (MIGUEL, n/d).

Para maximizar seus lucros, os bancos diversificam seus produtos, criando novos serviços e facilidades, tornando o dinheiro cada vez mais à disposição, o que diminui as garantias e potencializa ainda mais os riscos. Os bancos buscam incessantemente o lucro, para ampliar suas riquezas a qualquer custo, o que evidencia a fragilidade do sistema.

Neste sentido, há duas fases no ciclo econômico, conforme descrito por Minsky.

O crescimento do financiamento na fase expansionista acelera o ritmo da atividade econômica e aumenta a fragilidade financeira. Desse modo, quanto maior o ritmo de crescimento, maior a probabilidade de choques adversos e mais vulnerável a economia estará a crises. *“Portanto, a hipótese de fragilidade financeira de Minsky descreve analiticamente um processo endógeno em que a estabilidade econômica sustentada produz uma fragilidade financeira da economia”* (PAULA e JÚNIOR, 2003, p. 2).

Na fase expansionista, o otimismo reduz o risco dos agentes econômicos, pois os agentes possuem boas expectativas em relação ao futuro. “*Mais precisamente, o risco percebido, por ser uma função das expectativas dos agentes sob condições de incerteza, diminui em um período de expansão*” (PAULA e JÚNIOR, 2003, p. 2).

Com a incerteza da economia monetária de produção, os bancos, como qualquer firma capitalista, possuem expectativas de maiores lucros, como por exemplo, aprovam as demandas por crédito das firmas, e passam a ter posturas mais ousadas, se expondo mais aos riscos da atividade bancária (riscos de juros, crédito, liquidez) “*à medida que seu estado de confiança sobre a estabilidade das taxas de juros e de câmbio e sobre as perspectivas de crescimento econômico seja favorável*” (PAULA e JÚNIOR, 2003, p. 6).

A busca por maiores lucros em uma conjuntura expansionista induz os bancos a adotar uma postura mais especulativa: o banqueiro procurará obter maior rendimento aceitando ativos de mais longo termo e/ou de mais alto risco e, ao mesmo tempo, diminuir a taxa paga nas suas obrigações, oferecendo maiores promessas de segurança e garantias especiais aos depositantes e encurtando o termo das obrigações. (PAULA e JÚNIOR, 2003, p. 6)

Como resultado destas estratégias, os recursos para o financiamento dos gastos dos agentes aumentam, expandindo o nível de produto na economia. Desse modo, para alavancar suas operações ativas, em especial a concessão de empréstimos, os bancos encontraram duas maneiras: ou induzem seus clientes a aplicar – através de aumento da taxa de juros dos depósitos a prazo, publicidade, prêmios aos clientes – alegando que os mesmos devem economizar suas reservas, obtendo assim mais recursos disponíveis para emprestar; ou adotam uma política mais agressiva de captação de fundo, com o lançamento de novos produtos e serviços (as chamadas inovações financeiras, já explicitadas no item anterior).

As inovações financeiras, em um período de boas perspectivas de negócios para os bancos, resultam não apenas das instituições procurando contornar as regulamentações e restrições das autoridades monetárias, mas também da busca de recursos de terceiros para o financiamento de suas operações ativas. (PAULA e JÚNIOR, 2003, p. 7)

A segunda fase é marcada por um declínio, é um momento de restrição de crédito. A mesma ocorre quando o aumento do passivo das firmas ou fatores que interferem nas expectativas dos agentes, maximizam os riscos e aumentam as incertezas, o que acaba gerando uma atmosfera de pessimismo.

Nesta fase descendente do ciclo, as expectativas dos bancos quanto ao futuro tornam-se péssimas, fazendo com que os mesmos adotem estratégias defensivas, diminuindo assim sua exposição aos riscos da atividade bancária, como por exemplo, racionando o crédito (e solicitando maiores cauções), o “*que pode inviabilizar a rolagem da dívida por parte das empresas não-financeiras*” (PAULA e JÚNIOR, 2003, p. 8).

As instituições bancárias passam a expressar sua maior preferência pela liquidez dirigindo suas aplicações para ativos menos lucrativos, porém mais líquidos, o que faz declinar a oferta de crédito aos seus clientes. Deste modo, os bancos procurarão reduzir o prazo médio de seus ativos e a adotar uma posição mais líquida, através da manutenção de reservas excedentes e/ou da compra de ativos de alta liquidez, como os papéis do governo, diminuindo em contrapartida a participação de adiantamentos no total do ativo, sobretudo os empréstimos de mais longo prazo. (PAULA e JÚNIOR, 2003, p. 8)

3.3.1. A relação entre instituições bancárias e não-bancárias: o circuito *finance-funding*

O processo de financiamento do investimento é explicado pela escola de pensamento pós-keynesiana, por intermédio do chamado circuito *finance-funding*. Sendo assim, não só os bancos assumiram um papel crucial na economia, como o sistema não-bancário também, uma vez que geralmente o alongamento das dívidas ocorre no mercado de capitais.

“*A existência de um sistema de bancos comerciais emissores de moeda escritural, intermediando os fluxos de financiamento, libera os investidores de qualquer necessidade prévia de poupança*” (CINTRA, 1995, p. 315). Nesse caso, os bancos financiam o investimento através do fundo *finance*, sem a necessidade de envolver recursos reais, criando a moeda necessária para tornar o plano de investimento possível. O investimento, portanto, é financiado no mercado monetário.

Desse modo, o *finance* constitui-se de linhas de crédito ou avanços bancários que permitem antecipar recursos futuros (receita futura), com o propósito de financiar o investimento. Portanto, antecede o investimento e não tem nenhuma relação com a poupança. Os bancos criam moeda e não poupança. (CINTRA, 1995, p. 315)

Nesse processo, o *finance* possui um componente especulativo, uma vez que os bancos se tornam temporariamente ilíquidos e os empresários se baseiam em expectativas de rentabilidade e nada garante que poderão converter suas obrigações de curto prazo em dívidas de longo prazo. Desse modo, ambos se tornam vulneráveis em decorrência de suas operações

e, “*noutras palavras, na questão da compatibilidade entre prazos e taxas, há sempre um risco que faz parte do cálculo especulativo intrínseco a qualquer decisão de investimento capitalista*” (CINTRA, 1995, p. 316).

Visando reduzir o grau desse risco, as empresas negociam junto aos bancos de investimentos e de outras instituições do mercado de capitais o financiamento do investimento. “*A consolidação do investimento constitui-se, então, de lançamentos de dívida de longo prazo e/ou de direitos de propriedade no mercado financeiro e de capitais*” (CINTRA, 1995, p. 316).

Este é o processo chamado *funding*, em que ocorre o alongamento dos prazos dos recursos (perfil das dívidas), através de ações, títulos da dívida privada e títulos da dívida pública.

Nos mercados primários ocorre a emissão de novos títulos e nos mercados secundários ocorre a negociação destes. A liquidez no mercado secundário é fundamental para o funcionamento do primário, pois o investidor pode se desfazer do título antes do término de sua maturidade. Portanto, para que uma empresa consiga financiar-se no longo prazo no mercado de capitais, é necessário que seus títulos sejam atrativos e que este mercado seja bem regulamentado, para facilitar a compra e a venda destes títulos.

Nota-se que as próprias relações financeiras geraram a restrição financeira – o que evidencia, mais uma vez, o papel endógeno da moeda nas economias monetárias. Há uma base estruturalmente frágil que suporta as relações financeiras, o que gera, ao mesmo tempo uma ampliação da atividade econômica e a tendência a choques e crises sistêmicas.

3.4. A não neutralidade da moeda como elemento central na explicação da crise atual

Segundo Wray (2009), a origem da crise financeira mundial de 2009 não está nos acontecimentos recentes e sim, nas transformações ocorridas desde 1950 (já explicitadas no presente trabalho), em que o sistema financeiro acabou por se transformar na frágil estrutura percebida no início da crise atual.

A culpa da crise está associada ao que Minsky (apud WRAY, 2009) chamou de “capitalismo dos gerentes de dinheiro”, uma economia repleta de fundos alavancados, que buscam o máximo retorno possível, subestimando os riscos.

Com as instituições carentes de regulação e supervisão, estes gerentes de dinheiro criaram instrumentos financeiros dos mais variados que se espalharam pelo mundo, o que acaba levando a inevitáveis *booms*.

Aqueles que participam deste jogo financeiro são bem recompensados com altos retornos, pois os financiamentos altamente alavancados pressionam os preços dos ativos subjacentes. Uma vez que cada colapso financeiro subsequente elimina apenas uma fração deste “dinheiro gerenciado”, um novo boom inevitavelmente surge. (WRAY, 2009, p. 14)

O mundo já presenciou diversas crises e a tendência é que as mesmas sejam cada vez mais graves e mais frequentes, como:

(...) crise dos Fundos de Investimento Imobiliário no início dos anos 1970; dívida dos países latinos em desenvolvimento, no início de 1980, crise do mercado de imóveis comerciais, crise das junk bonds e a crise das caixas econômicas (crise das Savings and Loans, ou S&L) nos EUA (que gerou crises bancárias em muitas outras nações), na década de 1980; crash das bolsas em 1987 e novamente em 2000, com o estouro da bolha das empresas “.com”; o colapso japonês desde o início dos anos 1980; a falência da gigante LTCM, a crise da moratória da Rússia e as crises da dívida na Ásia no final dos anos 1990; e assim por diante. (WRAY, 2009, p. 34)

Todas foram resolvidas (com exceção da crise do Japão, que nunca foi resolvida com êxito) com a atuação de banco central ou instituição internacional, juntamente com uma intervenção fiscal.

O início de 2009, portanto, é marcado pela pior crise econômica desde 1930, o desemprego aumentou significativamente nos Estados Unidos e em outros países, houve até rumores de uma depressão.

Variadas explicações para as causas da crise têm sido oferecidas: regulação e supervisão frouxa, o aumento da desigualdade de renda que incentivou famílias a contrair empréstimos para apoiar as despesas, ganância e exuberância irracional, e o excesso de liquidez mundial impulsionado pela política de dinheiro fácil nos EUA e pelos déficits em conta corrente dos EUA que inundaram o mundo com dólares em excesso. (WRAY, 2009, p. 15)

De acordo com Minsky (apud WRAY, 2009), a culpa desta crise não está na “exuberância irracional” ou “manias” ou “bolhas”, já que aqueles que produziram o *boom* comportam-se de maneira racional; a crise é uma consequência natural de “*uma explosão insustentável dos preços imobiliários, dívidas hipotecárias e posições alavancadas em*

securities colateralizadas em conjunção com uma similar explosão insustentável do preço das commodities”.

O cenário portanto, privilegia o olhar de Keynes para o papel que a moeda cumpre. Como já descrito, os bancos comerciais (empréstimos e depósitos), desde 1933, nos mercados americanos, com a instituição do *Glass Steagel Act*⁹, foram separados dos bancos de investimento (maior variedade de instrumentos financeiros – investimento em ações e *securities*). Foram criadas normas internacionais, como o Acordo da Basileia, para aumentar a segurança e solidez do sistema financeiro global, porém o que se viu foi o aumento das chances do risco sistêmico.

A prática de securitização de hipotecas de casas surgiu no início de 1980 como uma inovação tecnológica para diluir e distribuir riscos.

Sob o novo regime de políticas monetárias, nenhuma instituição financeira poderia dar-se ao luxo de manter entre seus ativos hipotecas de longo prazo que rendessem baixas taxas de juros fixas. Assim, os reguladores e supervisores “permitiram” que bancos e caixas econômicas até então bem regulados perseguissem atividades de maior retorno e risco. (WRAY, 2009, p. 18)

Conforme Wray (2009), o acesso ao crédito e o acesso à casa própria aumentou com o processo de securitização. Com este processo, ativos libertos de fronteiras nacionais foram criados.

(...) a incomparável expansão livre de depressão ocorrida pós II Guerra Mundial no mundo desenvolvido (e em boa parte do mundo em desenvolvimento) criou uma massa mundial de dinheiro gerenciada por agentes sedentos por retornos financeiros imediatos. Hipotecas foram empacotadas em *securities* e atraíram investidores globais que tentavam alcançar a proporção desejada de ativos denominados em dólar. (WRAY, 2009, p. 18)

Além disso, as atividades tradicionais dos bancos de depósitos cederam lugar aos mercados financeiros. A participação dos bancos nos ativos financeiros diminuiu 30% em noventa anos e estes lançaram em atividades crescentemente especulativas.

⁹ Evidentemente, esta regulação foi sendo paulatinamente erodida com o argumento de acirramento da concorrência e houve novamente a concentração de funções de bancos de depósitos e bancos de investimento e por tal aspecto, dentre outros, a crise foi severa.

(...) os bancos parecem requerer um diferencial (spread) de cerca de 450 pontos base entre as taxas de juros recebidos de seus ativos menos aquilo pago sobre as suas obrigações. (...) Em contraste, os mercados financeiros podem operar com diferenciais de juros (spreads) muito mais baixos precisamente porque são isentos do compulsório bancário, requisitos de reserva de capital impostos por regulação, e grande parte dos custos gerados pelo atendimento que os bancos oferecem a seus clientes. (WRAY, 2009, p. 19)

O processo funcionava da seguinte maneira: para escapar dos compulsórios de reserva e de capital, os bancos repassavam as hipotecas para os bancos de investimento, que compravam-nas e vendiam-nas como securities a investidores.

Conforme Minsky (1987) argumentou, bancos de investimento pagavam agências de rating para abençoar as securities e contratavam economistas para desenvolver modelos que demonstrassem que os juros ganhos mais do que compensariam os riscos assumidos. Avaliadores de risco respeitados e econométristas serviram como “reforços de crédito” e contribuíram para que fossem superestimados o valor e a segurança de tais investimentos garantindo que a probabilidade de defaults nas hipotecas subprime seriam pouco diferentes de hipotecas convencionais – de modo que securities apoiadas em hipotecas subprime pudessem receber a classificação de grau de investimento exigida pelas seguradoras e fundos de pensões. (WRAY, 2009, p. 19)

Em seguida, outros reforços de crédito foram acrescentados aos títulos imobiliários, como garantias de recompra em caso de perdas de capital devido a falências inesperadas e seguro dos títulos baratos e acessíveis. Estes incentivos criaram enormes problemas, uma vez que, com a crise, o risco retornou aos bancos por causa das garantias e as seguradoras foram rebaixadas, levando à reclassificação negativa dos títulos.

Ao fim da crise do mercado acionário de 2000, os investidores buscaram fontes alternativas de lucros. A política de juros baixos do Fed implementada por Greenspan fez com que mercados de títulos de curto prazo tradicionais não pudessem mais oferecer retornos adequados. Investidores ansiavam por riscos e retornos maiores, e os agentes hipotecários lhes ofereceram as hipotecas subprime e outros “produtos acessíveis” similares, com análise de crédito cada vez menos cuidadosa e exigências cada vez menos rígidas. (WRAY, 2009, p. 20)

Os bancos, caixas econômicas e corretores hipotecários não dependiam mais dos juros, e sim das taxas cobradas pelos serviços, então passaram a originar o maior número de hipotecas. Desse modo, enquanto os bancos comerciais ofereciam crédito mediante análise da renda, histórico de crédito, ativo, o novo sistema oferecia uma quase infinita oferta de crédito hipotecário, sem avaliar a capacidade de repagamento.

Em resumo, o processo de securitização aumentou as taxas de alavancagem e

aumentou a fragilidade do sistema. Um ciclo virtuoso foi criado ao longo da década de 1990 e levou à expansão e posteriormente ao colapso do sistema. As inovações financeiras foram incentivadas pela estabilidade econômica, “esticando a liquidez”; o aumento da concorrência levou as instituições financeiras a aumentarem suas taxas de alavancagem, aumentando a disponibilidade de crédito; o crédito fácil possibilitou a subida no preço dos ativos, o que incentivou ainda mais a inovação e a concorrência para aumentar ainda mais a alavancagem.

Inovações expandiram a oferta de empréstimos, impulsionando a compra de imóveis e pressionando os preços residenciais, o que aumentou o tamanho dos empréstimos hipotecários e justificou a crescente alavancagem (relação entre o valor do empréstimo e o valor do imóvel financiado e a razão entre o valor do empréstimo e a renda do mutuário) uma vez que as casas poderiam sempre ser refinanciadas ou vendidas mais tarde a preços mais elevados se problemas aparecessem. (WRAY, 2009, p. 22)

O colapso do mercado subprime espalhou o medo para outros mercados de títulos apoiados em ativos (como por exemplo, os empréstimos para compra de imóveis comerciais e os títulos emitidos pelos governos municipais). Desse modo, constata-se que os prejuízos não são uma questão apenas de maus empréstimos hipotecários para pessoas de baixa renda. *“Pelo contrário, esta é uma crise de todo o “capitalismo dos gerentes de dinheiro”. Porque muitos dos instrumentos financeiros criados e das transações realizadas não foram regulados, reportados e anotados em balanços contábeis (...)”* (WRAY, 2009, p. 24).

Segundo Wray (2009), se não eliminarem uma grande quantidade de riqueza, os gerenciadores de dinheiro continuarão a procurar novas classes de ativos para produzir elevados retornos. *“Sem um aumento da fiscalização, os efeitos colaterais do “remédio” podem ser piores que os efeitos da doença”* (WRAY, 2009, p. 34). Para o autor, deve-se retornar a um modelo mais razoável, sem que o sistema financeiro continue nas garras dos cassinos de Wall Street, com supervisão das instituições financeiras e com uma estrutura que promova a estabilidade e não a especulação, caso contrário, ocorrerá outro ciclo de *boom* no futuro.

Precisamos de políticas que promovam a geração de emprego, em vez de transferências de renda — ou pior, encarceramento — para aqueles deixados para trás. A política monetária não deve ficar limitada à utilização dos juros para combater a inflação. Ao invés disso a autoridade monetária deve focar na estabilização das taxas de juros, no controle da expansão do crédito para prevenir a especulação galopante, e na supervisão do sistema financeiro. (WRAY, 2009, p. 37)

CONCLUSÃO

O papel que a moeda cumpre em um sistema capitalista moderno é um assunto controverso, como visto. O presente trabalho teve como propósito resgatar a questão. O objetivo central foi avaliar, de uma perspectiva teórica, qual a importância da moeda e quais funções efetivamente tal mercadoria cumpre.

A controvérsia surgiu desde que os clássicos defenderam a existência de uma dicotomia entre variáveis reais (consumo, investimento, renda e emprego) e variáveis monetárias (preços relativos, taxas de juros e câmbio). A visão mecanicista da economia, entendida como uma lógica que se auto determina se deixada às forças de mercado, evidenciou ser a ciência econômica passível de ser administrada por regras, sem a necessidade de haver quaisquer graus de discricionariedade de política engendrada pela economia. O tripé que sustenta a tradição, a saber, a racionalidade dos agentes movida por um princípio otimizador, a neutralidade da moeda e a tendência ao *market clearing*, isentava a economia de qualquer inferência política e a regra seria a eficiência individual que levaria indubitavelmente ao bem estar social. Tal argumento sustentaria o liberalismo econômico e evidenciava o caráter automático dos interesses dos agentes. Ora, para que efetivamente funcionasse tal lógica, a neutralidade da moeda era elemento central: a moeda deveria ser entendida somente em sua função instrumental, conforme a lei de Say e a Teoria Quantitativa da Moeda. Estava garantida a liberdade e a busca por maximização: o capital não teria limites políticos no seu processo de valorização.

Portanto, prescindir do conceito de neutralidade da moeda é afirmar a necessidade de forças extra mercado (leia-se Estado) e ir contra o ideário liberal. Neste sentido, a tradição *mainstream*, mesmo na contemporaneidade, necessita defender o conceito, ainda que para tal utilize-se de argumentos como hipótese dos mercados eficientes e repressão financeira, como visto.

Keynes, ao fundar uma visão alternativa (heterodoxa) vai destruir a pilastra central do constructo clássico: através do conceito de preferência por liquidez o autor descaracteriza a função da moeda como meramente instrumental e defende que o padrão monetário paulatinamente assume a função reserva de valor e mais do que isso: dada a garantia do Estado, a moeda torna-se a mercadoria *per excellence* do capitalismo entendido com organizado por meio de uma economia monetária de produção.

De fato, os argumentos de Keynes, e posteriormente de Stiglitz e Minsky mostram que a moeda passa a ser agente participante dos ciclos econômicos. Este autores revelam o papel ativo da moeda no mundo real e explicitam a participação e influência dos agentes cruciais da economia (os bancos) na economia monetária, afirmando que os mesmos potencializam tanto a fase ascendente como recessiva dos ciclos econômicos. O banco entendido como o espaço natural de criação desta mercadoria, reitere-se.

Ademais, como visto, desde meados de 1970, está em andamento um processo de consolidação e internacionalização do sistema financeiro (principalmente na indústria bancária), resultante dos processos de desregulamentação financeira e das inovações tecnológicas, que aumentam a concorrência e pressionam as instituições bancárias a reagirem. Neste processo, as instituições bancárias se tornam enormes, ocasionando a consolidação do sistema e transformando tais instituições em mercados tão poderosos que os bancos tornam-se *too big to fall* e o Estado vai paulatinamente perdendo espaço de liderança para as instituições financeiras bancárias e não bancárias.

O maior herdeiro da visão financeira de Keynes, Minsky, vai acentuar que é na estabilidade que se criam as condições da instabilidade, o que evidencia exatamente o que ocorre na crise atual: foi a forte oferta de crédito barata que moveu os bancos a emprestarem para todo mundo. Portanto, como poderia a moeda interferir nos ciclos econômicos se não fosse concebida como participante ativo desse ciclo?

Quando a moeda perde seu valor, ela deteriora as bases do sistema bancário, diminui as expectativas dos agentes econômicos e inaugura a fase recessiva, onde o colapso econômico e sistêmico podem, se não houver intervenção estatal para a defesa dos interesses do capital, levar a experiência de caos econômico total ainda não conhecida.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. *Economia e Sociedade*, nº 4, p. 11-20, jun. 1995, Campinas.

_____ e ALMEIDA, Julio Gomes de. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Ed. Civilização Brasileira, 2002.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Da Macroeconomia clássica à Keynesiana*. São Paulo, 1968.

CAMARGO, Leonardo de Carvalho. *Marx, Keynes e Minsky: a supremacia das finanças no capitalismo contemporâneo*. Uberlândia, 2009. Tese [Mestrado] – Universidade Federal de Uberlândia.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. O circuito keynesiano de finance-investimento-funding nos países centrais e nos de inflação crônica. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, (16)1:313-341, 1995.

CORAZZA, Gentil e KREMER, Rodrigo L. Friedman e o monetarismo: a velha teoria quantitativa da moeda e a moderna escola monetarista. *Revista Análise Econômica*, ano 21, nº 39, março-setembro, 2003, Porto Alegre, UFRGS.

DELGALLO, Rodrigo H. *Funcionamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil*. Campinas, 2006. Tese [Mestrado] – Universidade de Campinas (UNICAMP).

FILHO, Fernando Ferrari. As concepções teórico-analíticas e as proposições de política econômica de Keynes. *Revista de Economia Contemporânea*, nº 10 (2), maio-agosto, 2006, Rio de Janeiro.

HERMANN, Jennifer. O Modelo de Racionamento de Crédito e a Política Monetária Novo Keynesiana: uma análise crítica. *Revista de Economia Política*, v. 20, nº 2 (78), abril-junho, 2000.

JUNIOR, Reynaldo Rubem Ferreira. *Estruturas Financeiras e flutuações econômicas: Stiglitz e Minsky*. Campinas: 1998. Tese [Doutoramento] – Instituto de Economia da Unicamp.

MARTINS, Darcio G. *A Relação entre o Processo Cumulativo e a Teoria Quantitativa da Moeda: uma análise da abordagem monetária de Wicksell e de algumas interpretações*

posteriores. São Paulo: 2007. Tese [Mestrado] - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo PUC-SP.

MEIRELLES, Antonio Jose de Almeida. *Moeda Endógena e Teoria Monetária de Produção*. Campinas: 1997. Tese [Doutoramento] – Instituto de Economia da Unicamp.

MIGUEL, Mario Newton N. *A fragilidade financeira e a necessidade de regulação*. n/d

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Ortodoxia e Heterodoxia Econômicas: A Questão da Neutralidade da Moeda. *Revista de Economia Política*, v. 24, nº3 (95), julho-setembro, 2004.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues. Consolidação bancária: tendências recentes nos países desenvolvidos e na União Européia. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 23, nº 2, p. 731-760, 2002a.

_____ e MARQUES, Maria Beatriz L. Tendências recentes da Consolidação Bancária no mundo e no Brasil. *Revista Análise Econômica*, v. 24, nº 45, 2006.

_____ e JÚNIOR, Antonio, José Alves. Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo Minskiano. *Revista Análise Econômica*, v. 21, nº 39, 2003.

PLIHON, Dominique. A economia de fundos próprios: um novo regime de acumulação financeira. *Revista Economia e Sociedade*, v. 13, 1999.

PRATES, Daniela Magalhães. *Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de noventa*. Campinas: 1997. Tese [Mestrado] - Instituto de Economia da Unicamp.

SIMOENS DA SILVA, Luis Afonso. *A Teoria Quantitativa da Moeda e a Política Monetária*. Campinas: 1989. Tese [Doutoramento] – Instituto de Economia da Unicamp.

VAL MUNHOZ, Vanessa da Costa e LINHARES, Lucas. O Papel da Moeda em Marx e Keynes. *Leituras de Economia Política*, v. 11, nº 1 (14), agosto-dezembro, 2008.

WRAY, L. Randall. *O novo capitalismo dos gerentes de dinheiro e a crise financeira global*. Rio de Janeiro: Oikos, v. 8, nº 1, 2009.