

A Endogeneidade Pós-Keynesiana da Moeda: Traços Ortodoxos e Heterodoxos

Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília

RESUMO

Este trabalho compara duas abordagens pós-keynesianas da endogeneidade da moeda - a horizontalista e a estruturalista - apontando razões para a superioridade analítica desta última. Como conclusão, destacam-se algumas insuficiências da abordagem estruturalista, propondo uma agenda de pesquisa baseada na noção marxista de moeda como relação social, para superá-las.

PALAVRAS-CHAVE

endogeneidade da moeda, teoria pós-keynesiana, abordagem horizontalista, abordagem estruturalista

ABSTRACT

This paper compares two Post-Keynesian approaches on the endogeneity of money - the horizontalist and the structuralist - making the case for the analytical superiority of the latter. The conclusion points out some problems of the structuralist approach and suggests a new agenda of research based on the Marxian notion of money as a social relation.

KEY WORDS

endogeneity of money, post-keynesian theory, horizontalist approach, structuralist approach

INTRODUÇÃO

A relação estabelecida teoricamente entre a economia real e a economia monetária sempre foi um aspecto essencial no estabelecimento de fronteiras entre as diversas teorias econômicas.

Essa relação pode ser analisada contemplando o ângulo da influência das variáveis monetárias sobre a evolução da economia real, quando se toma como tema de análise a chamada não-neutralidade da moeda. Mas também é possível analisar a relação real-monetário a partir da noção de endogeneidade da moeda. Nesse caso, a idéia é a de que a moeda é criada em resposta a pressões provenientes da economia real, mais particularmente do mundo dos negócios. Nesse sentido, podemos falar de uma relação entre real e monetário que privilegia a influência da economia real sobre as variáveis monetárias.

Analisaremos a questão da endogeneidade, nesse trabalho, a partir da discussão de duas idéias diferentes, embora todas duas pós-keynesianas: a colocada por Kaldor, e mais recentemente por Moore, e a proposta por Minsky. Nosso objetivo aqui é destacar superioridades ou insuficiências analíticas, bem como classificar as posições como mais ou menos ortodoxas.

A esse respeito, cumpre notar que o que caracteriza a ortodoxia em economia e, particularmente, em matéria monetária, é a aceitação do princípio de Say como verdadeiro. Esse, sabemos, se caracteriza sobretudo por uma idéia de dicotomia entre a economia real e a monetária. Nesse sentido, nossa preocupação em explorar a relação entre o real e o monetário implica centrarmos nossa análise do lado da heterodoxia. Entretanto, embora a ortodoxia, estritamente falando, e seu pensamento dicotômico impliquem aceitação de idéias de moeda exógena e neutra, fora do nosso interesse analítico aqui, tais idéias conduzem a conclusões sobre estabilidade que passam também a caracterizar a concepção ortodoxa. Assim, quando falamos de posições mais ortodoxas no seio dos pós-keynesianos não estamos nos referindo, bem entendido, à aceitação do princípio de Say, mas a uma segunda acepção do termo ortodoxia, que concebe o sistema econômico como mais estável, ou onde a estabilidade é vista como podendo ser alcançada com maior facilidade.

1. DOIS TIPOS DE ENDOGENEIDADE PÓS-KEYNESIANA REDISCUTIDOS

De maneira geral, a endogeneidade da moeda é colocada analiticamente como oposição à visão ortodoxa de oferta exógena de moeda, ou seja, aquela dependente inteiramente da Autoridade Monetária. Uma vez que a demanda de moeda não depende desta Autoridade Monetária, ou não depende de forma relevante, asseguram os ortodoxos a independência entre oferta e demanda de moeda, independência essa que permite que a oferta seja manipulada como instrumento de política econômica. Trata-se, pois, de uma visão de oferta monetária que admite como viável o controle da quantidade de moeda em circulação¹ pela Autoridade Monetária.

Em contraposição, os que aceitam a idéia de endogeneidade estão de acordo que a oferta de moeda não decorre simplesmente de decisão do Banco Central, mas, ao contrário, a moeda é ofertada ou emerge endogenamente de pressões no interior dos mercados financeiros ou da disponibilidade de crédito.²

Há, portanto, consenso no que se refere à existência de pressões no interior da economia no sentido de estimular a variação da oferta monetária. As divergências situam-se em como emergem estas pressões: se do lado da demanda apenas, ou se do lado da demanda e da oferta de moeda, onde as Autoridades Monetárias aparecem como fornecendo parte apenas (exógena) da oferta monetária.

Essas duas posições podem ser caracterizadas usando a classificação proposta por Pollin (1991), como de “endogeneidade acomodativa” e “endogeneidade estrutural”. No primeiro caso, encontramos as posições de economistas como

1 Além de viável, sabemos, o controle da oferta é visto pelos ortodoxos como conveniente para obter estabilidade de preços. A conveniência ou não do controle, contudo, não será discutida aqui, por não estar tão ligada à questão da endogeneidade como a discussão da viabilidade ou não do controle monetário.

2 Outras formas existem de definir os acordos em torno da endogeneidade, como as apresentadas por ROUSSEAS (1989, p 474), para quem os que aceitam a endogeneidade estabelecem uma seqüência de eventos que vai da variação da renda para a da demanda de moeda e então para a oferta (ou seja, o que ocorre com a oferta é efeito e não causa), variando, entretanto, o grau em que acham que a oferta de moeda atende à demanda. DAVIDSON (1988) discute dois conceitos de endogeneidade, o primeiro relacionado à elasticidade da oferta de moeda e o segundo à interdependência entre oferta e demanda monetárias, mostrando que eles podem conduzir a conclusões distintas. Assim, para que a oferta de moeda seja identificada como fator causal (posição ortodoxa) é necessário defini-la como função perfeitamente inelástica com relação à taxa de juros e, ainda, garantir que a curva de oferta se desloque independentemente da demanda. Por outro lado, para que a função oferta possa ser identificada como efeito (como querem os heterodoxos) basta que não seja perfeitamente inelástica com relação à taxa de juros ou que variações nas funções oferta e demanda sejam interdependentes.

Nicholas Kaldor, Basil Moore, Lavoie e Weintraub, que argumentam que ao invés de uma curva de oferta de moeda vertical, relativamente às taxas de juros, como no caso da oferta exógena, o que se tem é uma curva horizontal, onde o Banco Central sanciona toda a quantidade de moeda criada pelo sistema bancário, ao atender a qualquer quantidade demandada de reservas, tendo apenas interferência sobre o custo delas, via determinação da taxa de juros.

Do outro lado, temos figuras como Minsky, Rousseas, Earley e Evans que, apesar de naturalmente discordarem dos chamados verticalistas, concebem alguma possibilidade de intervenção das Autoridades Monetárias sobre a quantidade de reservas e então sobre a quantidade ofertada de moeda, e algum poder de intervenção sobre as taxas de juros, fazendo com que a oferta de moeda não seja horizontal. Utilizaremos o confronto entre os trabalhos de Kaldor e Moore, de um lado, e de Minsky, de outro, de forma a melhor apreender as razões das diferenças de posições.

Para Kaldor (1982),

“no caso da moeda-crédito a representação mais adequada poderia ser de uma curva de oferta de moeda horizontal e não vertical. A política monetária é representada não por uma dada quantidade de moeda, mas por uma dada taxa de juros; e a quantidade de moeda existente seria determinada pela demanda.” (p. 24)

Trata-se, pois, de uma visão de criação monetária endógena no sentido de inteiramente determinada pela demanda dos agentes econômicos, sem que a Autoridade Monetária tenha qualquer poder de restrição sobre a quantidade.

Esse gênero de visão percebe a taxa de juros como fundamentalmente determinada pelo Banco Central a curto prazo, por meio de operações de *open market* e da fixação da taxa de redesconto. Dados estes instrumentos, o Banco Central determina a taxa de juros de mercado, uma vez que as demais taxas de juros se acomodarão à sinalização da taxa fixada por ele.³

3 Segundo KALDOR (1982), “a cada momento o estoque de moeda será determinado pela demanda, e a taxa de juros determinada pelo Banco Central.” (p. 24)

O suposto implícito nesse argumento é de que os bancos são oligopolistas, e repassam o aumento de custo aos tomadores de crédito. Estes, por sua vez, são vistos (MOORE, 1988) como tendo, a curto prazo, uma demanda pouco elástica com relação à taxa de juros, o que garante pouca eficácia do Banco Central no controle da oferta de moeda via aumento de custos. Entretanto, o próprio Moore menciona que não concebe a Autoridade Monetária como passiva ou impotente, mas simplesmente operando com um instrumento diferente do concebido pela ortodoxia, ou seja, age sobre os preços e não sobre as quantidades.

Poderíamos pensar que a idéia de oferta horizontal tem a ver com uma situação de longo prazo. Contudo, Moore nega isso explicitamente, dizendo que o Banco Central modifica sempre a taxa de juros e que, nesse sentido,

“uma função de oferta de moeda a longo prazo não existe, uma vez que o nível da taxa de juros não pode ser determinado independentemente das condições de demanda.”(p. 384)

Assim, para ele, é a oferta de moeda de curto prazo que é horizontal.

Em contraposição a Kaldor e Moore, encontramos o pensamento de Minsky, para quem a oferta monetária não é exógena, porque é formada pela moeda emitida pelo Banco Central, mas também pela moeda bancária, criada por meio dos empréstimos que fazem os depósitos, em resposta, portanto, à demanda de fundos, e ainda pelos diferentes tipos de meios de financiamento que surgem das inovações financeiras. Estes últimos surgem de forma endógena, seja para atender à demanda de meios de financiamento, seja para fugir do controle das Autoridades Monetárias ou das regras de política monetária.

Segundo Minsky,

“mudanças nas instituições financeiras e nos costumes do mercado monetário são o resultado de legislação ou evolução.”(MINSKY, 1957, p. 171) *“Como mudanças institucionais e nos costumes são o resultado de atividades que visam lucro, é de se esperar que tais mudanças ocorram mais freqüentemente em períodos de taxas de juros crescentes.”*(p. 172) *“A taxa de juros mais alta, ... , induz mudanças institucionais no mercado monetário que têm o efeito de aumentar a capacidade de emprestar. Essas mudanças institucionais podem ou não levar a suficiente aumento na capacidade de financiamento para provocar o mesmo aumento no financiamento que teria ocorrido se não tivesse havido restrição por parte do Banco Central.”*(p. 182)

Essa posição é reafirmada em trabalhos mais recentes. Segundo ele,

“numa economia capitalista existem dois tipos de instituições maximizadoras de lucro. Uma é proprietária de bens de capital e realiza lucros produzindo e vendendo bens e serviços; a outra é proprietária de ativos financeiros e realiza lucros produzindo e vendendo débitos, não apenas seus próprios débitos mas também os débitos de terceiros.”(MINSKY, 1982a, p. 19)

As inovações nas práticas financeiras são vistas por ele (1982) como um traço característico da economia, principalmente quando tudo vai bem. Novos instrumentos financeiros são desenvolvidos e os antigos são ampliados ou encontram novas utilizações, o que aumenta a disponibilidade de meios de financiamento. Assim, para Minsky,

“...a oferta de financiamento bancário acha-se dentro de limites significativos determinada pela interação entre os banqueiros e seus clientes, e dada a existência de um amplo espectro de instrumentos financeiros, uma substituição de dinheiro por ativos líquidos nos portfólios provê fundos para financiar posições em ativos.”(MINSKY, 1977, p. 146)

Esse tipo de interação entre bancos e clientes que gera inovações financeiras Minsky considera um aumento endógeno de moeda e de ativos líquidos.

Essa argumentação de Minsky permite perceber que ele atribui importância às inovações financeiras na oferta de meios de financiamento. Estas inovações decorrem de pressões de demanda, mas também de interesse dos agentes ofertantes em ampliar os lucros pelo fornecimento de alternativas em termos de produtos financeiros e em fugir *“das ações restritivas das Autoridades Monetárias.”*(MINSKY, 1980, p. 511) Trata-se, então, de contemplar tanto o lado de pressões da demanda endogeneizando a oferta quanto o lado da oferta de moeda vista como endógena porque empreendida pelo sistema bancário em interação com a clientela e, finalmente, de verificar algum grau de intervenção da Autoridade Monetária, porém relativizado pela possibilidade de fuga dos controles por ela impostos via criação de inovações financeiras.

De fato, Minsky chama atenção para o efeito das inovações financeiras (estimuladas por taxas de juros crescentes) aumentando a velocidade de circulação da moeda e se contrapondo às restrições impostas pelo Banco Central, destacando que

“a relação resultante velocidade-taxa de juros é a soma do efeito de uma mudança nas taxas de juros onde os arranjos institucionais não mudaram, e os efeitos nas mudanças das instituições.”(MINSKY, 1957, p. 183)

Minsky parece, por aí, definir um efeito a mais curto prazo de aumento da taxa de juros sem inovação, onde a política contracionista do Banco Central se mostra eficaz, e um efeito a prazo mais longo, onde as inovações financeiras contrarrestam a contenção monetária do Banco Central com aumento na velocidade de circulação.

Há, nessa visão de Minsky, tanto um impacto sobre a oferta monetária, decorrente da moeda criada pelo Banco Central, quanto um outro impacto derivado da geração de moeda que provém dos bancos e demais agentes privados, o que relativiza e dilui o próprio poder de controle da Autoridade Monetária, sem eliminar seu poder de intervenção.

2. TRAÇOS ORTODOXOS E HETERODOXOS

2.1 *Preferência pela Liquidez e Moeda Endógena*

Ao contemplar tanto o lado da oferta quanto o lado da demanda Minsky apresenta algumas conclusões analíticas que tornam a sua visão superior, a nosso ver, à dos acomodacionistas.

Em primeiro lugar, a proposta “acomodacionista” subestima a análise da incerteza keynesiana, ao não apreender a preferência pela liquidez dos próprios bancos.⁴ Essa, é preciso observar, é responsável pela possibilidade de “não acomodação” da demanda de moeda do público e é uma forma de interpretar a interdependência entre oferta e demanda não analisada pelos horizontalistas.

É a incerteza keynesiana, segundo Minsky, que conduzindo à preferência pela liquidez dos bancos explica por que, em algumas circunstâncias, os bancos, mesmo conseguindo repassar um custo mais alto para os clientes, racionam o crédito, ou se negam a sancionar completamente a demanda de crédito. No fundo, trata-se de perceber a preferência pela liquidez dos bancos (ou sua demanda) como algo que

4 Devo a Joaquim Andrade a sugestão para explorar este aspecto da análise.

determina a oferta de moeda, forma fundamental de conceber a interdependência entre a oferta e a demanda de moeda, que toma uma amplitude significativa quando o crédito se desenvolve.

De fato, o que a análise de Keynes e depois Minsky mostram é que se a preferência pela liquidez dos bancos (demanda de moeda) for muito elevada, isto funciona como restrição de oferta, independente da demanda do público, o que provocará problemas de instabilidade e crise financeira, justamente por não acomodar as necessidades de liquidez da economia.⁵

Esta idéia de perda da noção keynesiana de preferência pela liquidez no pensamento dos horizontalistas é discutida e criticada por Lavoie que, entretanto, parece referir-se a uma noção de moeda endógena ou de endogeneidade da oferta de moeda diferente. Vejamos isso com mais detalhe.

Segundo Lavoie,

“A taxa de desconto, ou a taxa dos títulos do Tesouro, pode ser considerada como a expressão da preferência pela liquidez do Banco Central. Segundo, os bancos comerciais expressam sua preferência pela liquidez estabelecendo taxas de empréstimo de curto prazo (“prime rates”) em níveis que são diferentes daqueles oferecidos ou determinados pelo Banco Central, e resistindo a mudanças nas taxas de juros iniciadas pelo Banco Central.” (LAVOIE, 1992, p. 195, grifo nosso)

Ora, se o sistema bancário pode interferir na determinação da taxa de juros de mercado, que é a que interessa, então a taxa de juro não é exógena como querem os horizontalistas, mas endógena, porque depende dos bancos, da sua preferência pela liquidez, ou da sua própria demanda de moeda.

Este tipo de questão reaparece quando Lavoie diz que

5 Este tipo de raciocínio é diferente do destacado por CARDIM CARVALHO (1993, p. 120), para quem *“dada a natureza especulativa da produção capitalista, um sistema bancário perfeitamente acomodaticio representaria um fator de instabilidade mais que o contrário.”* Embora concordemos que a *“erosão do valor da moeda”* possa surgir daí, e ser fonte de instabilidade, Minsky explora uma via pós-keynesiana importante desta instabilidade, na ruptura das condições de financiamento que impedem o investimento.

“a teoria da moeda endógena é perfeitamente consistente com o fato de que em tempos de recessão os bancos mostram-se relutantes em emprestar, e podem suspender linhas de crédito. A razão para isso é que o preço dos empréstimos, a taxa de juros, não é um mecanismo de exclusão suficiente”(LAVOIE, 1992, p. 177),

passando a citar Le Bourva e Moore, que se referem a “colaterais satisfatórios” ou “requisitos colaterais” que, juntamente com a taxa de juros, assegurariam os bancos quanto a seus clientes. Ora, tais “colaterais” são sempre custos extras que devem ser adicionados à taxa de juros para formar a taxa de juros efetiva, que é o que interessa na discussão da oferta de moeda. Se a esta taxa o crédito pode ser cortado, então a posição sobre a questão não é mais a acomodacionista de curva de oferta horizontal.

Mesmo se nos detivermos apenas na taxa de juros fixada pelo banco central ela não pode ser vista como inteiramente exógena. Vejamos o porquê disso. A taxa de juros do Banco Central é determinada a partir das condições financeiras em geral, dadas não apenas pelas reservas mas pelas inovações e instrumentos financeiros existentes, e relativamente à preferência pela liquidez em geral. É esta relação que afeta não apenas a atitude da Autoridade Monetária mas também toda a estrutura relevante de taxas de juros, endogeneizando, assim, esta variável.

Curioso é notar que Lavoie refere-se à influência da preferência pela liquidez sobre a taxa de juros, mas, ainda assim, considera-a exógena. Diz ele, justamente referindo-se à preferência pela liquidez:

“O modelo econômico torna-se causal-recursivo com a taxa de juros exógena, ou seja, influenciado pelas decisões das autoridades monetárias e possivelmente pelos sentimentos do público sobre liquidez.”(LAVOIE, 1992, p. 194, grifo nosso)

O sentimento do público sobre a liquidez, ou a preferência pela liquidez, nada mais é do que uma demanda endógena de moeda que, neste caso, está afetando a determinação da taxa de juros, que é, portanto, endógena. Como então, nestas circunstâncias, julgar exógena a taxa de juros, como faz Lavoie?

O que ocorre é que, para Lavoie, a exogeneidade está ligada ao fato de que

“as taxas de juros são então exógenas, mesmo quando liquidez é introduzida: elas dependem das preferências e gostos que não podem ser explicados.”(LAVOIE, 1992, p. 196)

Trata-se, pois, de uma noção de exogeneidade que decorre não da ausência de interdependência entre oferta e demanda quando se trata de moeda, mas ligada à subjetividade das preferências que impede que elas sejam determinadas com precisão. Observe-se, porém, que este tipo de argumento coloca um outro problema para o pensamento horizontalista. Se a exogeneidade é assim definida, então a oferta de moeda precisa também ser considerada exógena, o que vai contra a idéia dos acomodacionistas. Isso porque também ela, a oferta de moeda, depende da preferência pela liquidez, também subjetiva e difícil de determinar ou explicar, quando esta provoca substituições de ativos líquidos por ativos menos líquidos nos portfólios dos agentes, liberando *cash* e então ampliando a oferta de moeda disponível.⁶

Este tipo de discussão coloca a descoberto a enorme importância da interdependência entre oferta e procura de moeda na definição de moeda endógena,⁷ e chama atenção para a inconveniência de usarmos um instrumental de oferta e procura para tratar da questão monetária. Antes, porém, vejamos um outro aspecto da análise de Minsky que torna sua concepção de moeda endógena analiticamente mais forte: a da ênfase nas qualidades diferentes de moeda.

2.2 As Moedas de Qualidades Diferentes

Em segundo lugar, a análise de Minsky das inovações financeiras (tão características da nossa realidade atual), ao explicitar o aparecimento de meios de financiamento que substituem a moeda em maior ou menor grau, coloca a descoberto a possibilidade de diferentes tipos de moeda, e não apenas a moeda bancária e a moeda emitida pelo Banco Central, como pensam os horizontalistas. Mais que isso, ao identificar substitutos para a moeda, Minsky percebe, por um lado, a diferença qualitativa entre eles, que surge justamente para atender a situações diferenciadas de preferência pela liquidez dos agentes. Por outro lado, a percepção desta diversidade de moedas conduz a uma visão de hierarquia entre elas, onde a moeda emitida pelo Banco Central cumpre um papel específico.

6 O próprio Lavoie concorda com este efeito das inovações financeiras em articulação com a preferência pela liquidez quando se refere aos “efeito-substituição e efeito de elasticidade-juros nas despesas de negócios” (p. 183), dizendo que são os únicos “fatores operativos” que fazem variar a oferta de moeda pelo Banco Central.

7 Ver, a este respeito, as definições de Davidson na nossa nota de rodapé n. 2.

De fato, Minsky percebe essa especificidade da moeda emitida pelo Banco Central, por exemplo, quando analisa que, em situações de crise financeira, ela é a única desejada e é, por isso, a única passível de abortar crises financeiras. Daí o *status* superior da Autoridade Monetária, enquanto emissora desta moeda, e o seu poder de intervenção (embora limitado) nas dinâmicas monetárias.

Observe-se que esse gênero de análise explicita algumas questões que são, a nosso ver, fundamentais em matéria monetária: a da conversibilidade, sempre necessária e por vezes problemática entre as diferentes moedas; a da especificidade da moeda emitida pelo Banco Central nesse processo de conversibilidade; a das razões pelas quais o poder de intervenção do Banco Central ou a centralização por ele das dinâmicas monetárias é necessário; e, finalmente, a dos limites desta atuação do Banco Central, ou seja, seu poder interventor, porém não controlador.

O fato da oferta de moeda não ser horizontal com relação à taxa de juros não pode ser usado como argumento de maior proximidade da visão de Minsky com a ortodoxia, porque se, por um lado, ele admite algum poder de intervenção por parte da Autoridade Monetária sobre a quantidade de moeda, por outro, ele relativiza o poder da Autoridade Monetária sobre a determinação da taxa de juros, ao admitir que sua determinação depende também do mercado, da forma como se comporta a preferência pela liquidez do público e dos bancos restringindo ou ampliando os meios de financiamento disponíveis via inovações financeiras.

A visão de endogeneidade acomodativa, como o próprio nome indica, acaba por eliminar a possibilidade de análise das crises financeiras, uma vez que a demanda de meios de financiamento é sempre atendida e o papel de emprestador em última instância do Banco Central é concebido como se realizando sempre sem restrições, o que, ao eliminar a possibilidade de análise da instabilidade e das crises de liquidez do capitalismo, se coloca como uma concepção mais ortodoxa e menos realista.

Além disso, a posição de endogeneidade acomodativa defendida por Kaldor, ao colocar toda a determinação da taxa de juros nas mãos das Autoridades Monetárias, acaba por tornar a política econômica (nesse caso política monetária de controle da taxa de juros) uma panacéia, deixando de contemplar as dificuldades de atuação da mesma que caracterizam a realidade e que têm a ver com os limites do poder de intervenção do Banco Central. Esse é também um traço que aproxima os horizontalistas da ortodoxia, porque significa que a Autoridade Monetária pode garantir com certa facilidade a estabilidade que o mercado não garante, ao invés de apreender fatores na lógica de funcionamento do sistema econômico que conduzem, de forma inerente, à instabilidade.

O maior ceticismo quanto aos efeitos da política monetária, embora menos confortável para o analista econômico, permite avançar na busca de instrumentos mais adequados, ou de políticas econômicas alternativas. A idéia de endogeneidade acomodativa, embora estabeleça objetivos diferentes para a política econômica (interferência na atividade produtiva real) com relação ao objetivo eleito pela ortodoxia (estabilidade de preços), e embora eleja como adequados instrumentos distintos (controle de taxa de juros no primeiro caso, da quantidade de moeda no segundo), acaba por se aproximar do pensamento ortodoxo ao não relativizar o poder de controle sobre a economia que têm as Autoridades Monetárias.

De acordo com Lavoie,

“retratar a posição monetária do Banco Central ou a preferência pela liquidez dos bancos por meio de uma curva de oferta de moeda ascendente é reintroduzir o padrão da curva LM da análise neoclássica.” (LAVOIE, 1992, p. 202)

Em resposta a isso pode ser dito que a percepção de que o instrumental de oferta e demanda não é adequado quando se trata de analisar a moeda é mais importante do que discutir a inclinação da curva de oferta monetária. A insuficiência do instrumental de oferta e procura quando elas não são independentes, como no caso da moeda, é percebida aqui. Enquanto no caso de bens e serviços a oferta e a demanda são funções independentes, o mesmo não ocorre com a moeda. Neste caso, quando a preferência pela liquidez dos bancos e demais agentes aumenta, isso é ao mesmo tempo aumento de demanda de moeda e decréscimo na disponibilidade de meios de circulação, devido a restrições dos bancos a emprestar, ou dos agentes a liberar *cash*. Essa é uma importante conclusão da análise da endogeneidade da moeda.

3. CONCLUSÃO: POR UMA AGENDA DE PESQUISA COMPLEMENTAR

Vimos até aqui que a superioridade analítica da visão de Minsky apoiou-se, conforme nossa argumentação, em três aspectos: na possibilidade aberta pela sua visão de endogeneidade, de analisar a instabilidade do capitalismo; na percepção que ele tem de diferenças hierárquicas entre agentes econômicos (Banco Central, bancos e demais agentes privados) e, finalmente, na sua apreensão de diferentes tipos de moedas que devem ser conversíveis entre si, sob pena de dificultarem o processo de acumulação, que é monetário.

A importância destas questões para entender o funcionamento econômico é outra forma de ver a superioridade analítica do trabalho de Minsky. Entretanto, gostaríamos de concluir destacando dois tipos de insuficiência nesse tipo de análise, e sugerindo linhas alternativas de pesquisa para resolvê-las.

A primeira insuficiência relaciona-se com os problemas teóricos colocados pela noção de incerteza keynesiana. As dificuldades para a conversibilidade entre moedas (assim como os conseqüentes problemas de instabilidade e crise financeiras) são vistos pelos pós-keynesianos como fruto da incerteza que banha a economia.⁸ Embora a incerteza possa explicar parte do comportamento dos agentes nestas situações de dificuldades, a explicação baseada apenas na incerteza é inadequada, porque conduz a problemas de indeterminação teórica.

A incerteza, como sabemos, decorre do futuro desconhecido e/ou da descentralização das decisões em economias capitalistas. Quanto ao futuro desconhecido, o teórico econômico não pode apoiar sua teoria apenas nisso, porque nesse caso só há duas alternativas: ou o economista vira profeta, ou sua teoria fica comprometida pela impossibilidade de avançar hipóteses sobre a evolução futura da economia.

Mas o futuro desconhecido e a descentralização das decisões apontam para uma questão fundamental ligada ao papel da moeda: a da necessidade de coordenação.⁹ É a necessidade de coordenação, relacionada ao aparecimento e ao papel da moeda, que nos impede absolutamente de aceitar o pensamento novo-clássico, onde essa questão simplesmente não existe (e por isso a moeda não importa), uma vez que os agentes conhecem, *a priori*, o modelo econômico (e, é bom frisar, ele é sempre o monetarista), e os resultados desse modelo independem da sua própria trajetória. É por isso que os ajustamentos do mesmo de longo prazo são sempre alcançados, independentemente de coordenação via moeda.

Ora, a importância da contribuição de Keynes foi, por um lado, perceber que em economias monetárias a moeda incorpora um papel de coordenação indireta, daí sua importância analítica. Por outro lado, Keynes percebe que o tempo é histórico e por isso esse processo de coordenação é fundamental, porque o que ocorrer no curto prazo compromete irreversivelmente o longo prazo, uma vez que o modifica. Daí a importância de analisar a evolução dos processos de ajustamento de curto

8 Ver, por exemplo, AGLIETTA (1986 e 1987) e MINSKY (1977, 1980 e 1982).

9 Conforme CARDIM CARVALHO (1993, p. 118), nas economias monetárias, “*em paralelo à coordenação ex-post das atividades exercidas pelo mercado, ressalta-se a importância da coordenação ex-ante obtida através da criação de um sistema de contratos futuros grafados em moeda.*”

prazo. Finalmente, por perceber a importância da moeda, Keynes consegue avaliar os problemas envolvidos quando se verifica uma preferência generalizada por ela, interrompendo a circulação das mercadorias.

Entretanto, Minsky e os pós-keynesianos em geral apóiam a justificativa para os problemas observados no processo de coordenação (como o mencionado de preferência generalizada pela liquidez), apenas na incerteza, essa última decorrente da subjetividade dos agentes econômicos diante do desconhecido. Embora essa seja uma variável importante, ela não é nem pode ser a única a explicar o comportamento dos agentes e as tendências da atividade econômica. A convenção foi a forma usada por Keynes para fugir da indeterminação teórica provocada pelo papel da incerteza, mas ela é também problemática, analiticamente falando, em vista do peso da subjetividade no próprio estabelecimento da convenção, ou na sua modificação.

Torna-se necessário, pois, ancorar o funcionamento da economia em uma lógica de funcionamento que, sem desconhecer o tempo histórico, nos permita inferir sobre sua evolução, ou seja, fugir da mencionada indeterminação teórica ligada à subjetividade dos agentes e à incerteza radical¹⁰ pós-keynesiana. Ora, a concepção materialista da história de Marx propõe-se exatamente a desenhar, mediante a análise e como se estruturam e se articulam as forças produtivas e as relações sociais da produção, leis de movimento que retratem esta lógica de funcionamento e (sem determinismo) permitam inferir sobre o futuro. É o que nos conduz a propor uma agenda de pesquisa revisitando Marx.

Observe-se, em primeiro lugar, que é possível interpretar a visão monetária de Marx como incorporando uma noção de endogeneidade mais ampla do que aquela aqui discutida. Isto porque, nos textos de Marx, a moeda só surge com seu significado e funções atuais, ou só assume a sua plenitude no modo de produção capitalista, e isso porque ela está ligada ao caráter produtor de mercadorias que, por sua vez, também só se completa e desenvolve plenamente no capitalismo. Este tipo de visão permite conceber uma idéia de endogeneidade no sentido mais amplo de algo que nasce e se desenvolve como decorrência de forças internas, inerentes às características do sistema econômico.

10 A tentativa de domar tal incerteza, no sentido de fugir da mencionada indeterminação, tem conduzido, do lado pós-keynesiano, a modelos de crescimento que acabam por eliminar a instabilidade endógena ou inerente ao sistema. É o caso dos modelos de crescimento que assumem, com Joan Robinson, expectativas baseadas no presente ou no passado. Nesses casos, os lucros obtidos influem nas expectativas de lucros e, então, nas decisões de investimento que, uma vez concretizadas, influirão novamente sobre novas decisões de investir. Aqui a instabilidade só pode surgir a partir de fatores exógenos.

A visão monetária de Marx que é assumida aqui é a da chamada versão trabalho abstrato do valor e da moeda (DE VROEY, 1985), que vê a moeda no capitalismo resolvendo a contradição privado-social que caracteriza sociedades produtoras de mercadorias como a capitalista. A idéia, em linhas gerais, é a de que a contradição relaciona-se ao trabalho que é realizado de forma **privada**, separada, e aparentemente independente e, no entanto, acha-se regido por uma divisão, que é **social**. A solução (nos termos de Marx, ou seja, sem eliminação) da contradição passa pelo uso da moeda quando esta é interpretada como representante do trabalho social. Neste caso, a conversão da mercadoria em moeda é vista como conversão de trabalho privado em social, e a socialização dos trabalhos via moeda soluciona a mencionada contradição. É isto que leva Brunhoff a dizer que

“moeda e mercadoria são dois pólos complementares e antagônicos de trocas de equivalentes, a mercadoria devendo ser efetivamente trocada pela moeda para ser socialmente validada.” (BRUNHOFF, 1971, p. 9)¹¹

Neste tipo de visão monetária a moeda nasce com a mercadoria e se desenvolve com ela para resolver (movimentar) a contradição que lhe é inerente e permitir a existência da sociedade enquanto tal. Uma moeda que se define e desenvolve com a mercadoria e que assume sua plenitude quando a própria produção de mercadorias se mostra plenamente, se desenvolvendo com ela é, por si só, uma forma ampla de conceber a moeda como endógena, ou seja, internamente (endo) gerada (gena).

Em segundo lugar, também é possível derivar das idéias monetárias de Marx uma noção de endogeneidade mais próxima da construída pelos pós-keynesianos. Trata-se da noção de endogeneidade ligada à idéia de uma disponibilidade de moeda, que é resultado de pressões internas (endógenas) da atividade produtiva, pressões que fogem do controle da Autoridade Monetária. Este tipo de endogeneidade aparece nos escritos de Marx sobre entesouramento e sobre crédito. Quando Marx analisa a função de meio de entesouramento da moeda deixa claro que ela funciona como canal adutor da circulação, conforme os movimentos de retenção ou liberação da moeda decididos pelo entesourador/desentesourador.¹² No que se refere ao crédito, a posição de Marx aparece quando comenta e discute a controvérsia entre a *Currency School* e a *Banking School* no século XIX. Nestes comentários, Marx fica do lado de Tooke quanto à idéia de que a marcha dos negócios é que pressiona por criação monetária e força a concessão de crédito pelo sistema bancário.¹³

11 Para maiores detalhes ver BRUNHOFF (1971, 1974, E 1979) e MOLLO (1989 e 1991).

12 Ver o Apêndice para uma comparação entre os pensamentos de Marx e Kaldor sobre a moeda mercadoria que articula a noção de endogeneidade com a função meio de entesouramento.

13 Ver MOLLO (1994) para uma análise mais completa destes comentários.

Em terceiro lugar, a noção de dinâmica monetária desenvolvida pelos teóricos da versão trabalho abstrato do valor e da moeda permite analisar a própria Autoridade Monetária como endógena, o que também amplia a noção de endogeneidade aqui discutida. Neste caso, a idéia é de que no processo de solução da contradição privado-social a moeda não pode ficar à mercê de interesses privados. Daí a necessidade de um papel monetário do Estado, inerente à lógica de funcionamento das economias mercantis como a capitalista. Mais que isso, a ação do Estado tem um caráter público que a faz hierarquicamente superior às ações dos agentes privados, o que garante um poder de intervenção da Autoridade Monetária sobre a dinâmica monetária. Contudo, o caráter público da ação do Estado não permite que ele tenha o controle completo sobre a moeda porque esta é uma relação que envolve a sociedade como um todo e o Estado é apenas parte desta sociedade.¹⁴

Embora mencionados de forma rápida, já que estão sendo apenas introduzidas neste trabalho para justificar uma agenda de pesquisa futura, as observações acima permitem perceber que este tipo de abordagem apreende diferenças hierárquicas entre agentes e instituições, qualidades distintas de moeda, e conflitos, instabilidade e possibilidades de crises daí decorrentes, pontos que salientamos como fortes na análise de Minsky. Mas a abordagem da moeda como relação social na versão chamada de trabalho abstrato vai além da análise de Minsky ao explicar o que, de forma inerente (endógena), impõe a necessidade de centralização das dinâmicas monetárias pelo Estado, abrindo a possibilidade de extrair daí uma lógica para sua atuação. Além disso, ao mesmo tempo que explica as razões para que o Estado tenha poder de intervenção, proporciona justificativas para os limites deste poder monetário do Estado, relacionados exatamente ao caráter endógeno da Autoridade Monetária. Neste último caso, resolve-se a segunda insuficiência apontada na visão de Minsky, qual seja, a de conceber a Autoridade Monetária como exógena, o que o aproxima da ortodoxia.

Nos seus diversos trabalhos sobre fragilidade e instabilidade financeiras Minsky observa que as Autoridades Monetárias podem abortar crises financeiras. Ora, se as Autoridades Monetárias fossem vistas como endógenas, isto significaria que algo endógeno, inerente ao sistema analisado, se contrapõe à crise. Nesse caso, seria o caráter inerente da própria crise ou da própria instabilidade financeira que se perderia. Como essa inerência da instabilidade financeira é algo afirmado por Minsky com insistência, temos que concluir pelo caráter exógeno atribuído por ele às Autoridades Monetárias.¹⁵

14 Essa questão foi analisada por BRUNHOFF (1982) e MOLLO (1990).

15 Sobre esta questão, ver MOLLO (1988).

A visão da Autoridade Monetária como exógena impossibilita o tratamento analítico do porquê de sua existência, que é o que permite compreender melhor seu papel, bem como os limites do seu poder de atuação nas dinâmicas monetárias. É necessário, pois, desenvolver uma análise de endogeneidade da moeda que contemple a própria Autoridade Monetária como endógena, o que requer um conceito mais amplo de endogeneidade, como o que mencionamos acima.

Finalmente, a abordagem da moeda a partir de Marx evita o uso do instrumental de oferta e procura que criticamos anteriormente. De fato, observa-se nesta abordagem derivada de Marx a preocupação em explorar sobretudo as relações sociais hierarquizadas, onde além dos aspectos econômicos é necessário levar em conta variáveis sócio-políticas, o que valoriza as análises qualitativas dos processos, instituições e procedimentos sociais envolvidos, ao invés de se ater meramente às questões de ordem quantitativa privilegiadas pelo aparato de oferta e demanda.

As observações acima nos permitem concluir que o conceito de endogeneidade mais amplo que propomos aqui tem vantagens analíticas claras, dando razão a Sheila Dow (1988). Para ela, endógeno é o que é explicado pela teoria. Assim, um conceito de endogeneidade mais amplo, como o que propomos aqui como agenda de pesquisa, significa buscar um poder explicativo maior, sobre maior número de fenômenos, progredindo, portanto, do ponto de vista analítico.

APÊNDICE

A Percepção da Endogeneidade da Moeda a partir do Entesouramento

Para Kaldor, só pode haver criação de moeda endógena quando a moeda é de crédito, porque só nesse caso é que a demanda, ao aumentar, provoca aumento de oferta. (p. 46). Quando a moeda é mercadoria, segundo Kaldor,

“as atividades da indústria de mineração aumentam a oferta mundial de moeda que é então determinada por fatores que são amplamente independentes da demanda do público para reter moeda.”(KALDOR, 1982, p. 69)

Assim, para Kaldor, a Teoria Quantitativa da Moeda e a exogeneidade da oferta monetária que a caracteriza são pertinentes num mundo de moeda-mercadoria, mas não numa situação de moeda de crédito.

Ora, curioso é notar que Marx desenvolve sua crítica à Teoria Quantitativa da Moeda justamente na época da moeda-mercadoria, por meio da análise do entesouramento. De fato, Marx menciona que a moeda, enquanto meio de entesouramento, funciona como canal adutor da circulação, permitindo que as necessidades de meios de circulação possam ser atendidas sem problemas à medida que varia o ritmo e as necessidades dos negócios. Essa é a razão pela qual, segundo ele, o dinheiro circulante “*nunca transborda os canais do seu curso.*” (MARX, 1970, p. 148) Foley (1986) observa que esse gênero de raciocínio contrapõe-se à idéia de velocidade de circulação estável, cara aos quantitativistas. Essa idéia garante a endogeneidade da moeda mesmo quando a moeda é ainda mercadoria, e mesmo quando ainda nos situamos num arcabouço de oferta e procura, uma vez que o desentesouramento (redução da demanda de moeda) corresponde ao aumento da disponibilidade de meios de circulação, ou seja, a oferta não é independente da demanda.

Com o desenvolvimento do sistema de crédito o problema da adaptação dos meios de circulação às necessidades dos negócios vai estar mais ligado à expansão do crédito bancário (FOLEY, 1987) e ao aparecimento das inovações financeiras, tomando, é claro, uma amplitude muito maior.¹⁶

Tal visão de Kaldor, sobre ausência de interferência importante da demanda sobre a oferta de moeda-mercadoria, decorrente de não ter levado em conta a função de meio de entesouramento da moeda, é paradoxal num pós-keynesiano, porque essa função é a que mais se aproxima do ponto de vista analítico da função reserva de valor da moeda, essa última sendo a que melhor permite apreender a idéia keynesiana de preferência pela liquidez.

Os artigos de Keynes (1937a e 1937b), escritos depois da *Teoria Geral*, são bastante claros a esse respeito. Ao tratar do motivo finança, e ao desenvolver o argumento de que esse é outro motivo de demanda de moeda necessário para cobrir o *interregnum* entre a tomada de decisão de investir e o primeiro ato de investimento propriamente dito Keynes enuncia sua idéia de oferta de moeda usando justamente o papel do público nessa oferta como algo adicional ao dos bancos, nos dois casos (dos bancos e do público) via variação da preferência pela liquidez.

Diz ele:

16 DESAI (1989), ao tratar da endogeneidade da moeda, menciona James Steuart como um dos autores que analisaram o desentesouramento como forma de variação da oferta de moeda. (p. 148)

“... uma pressão demasiada de decisões não completadas de investimento é bastante capaz de esgotar o financiamento disponível, se o sistema bancário não estiver disposto a aumentar a oferta de financiamento disponível, e se a oferta existente em mãos de particulares é inelástica.”(KEYNES, 1937a, p. 154, grifo nosso)

Em seguida, para não deixar dúvidas sobre a relação entre essa disponibilidade de financiamento, a idéia de preferência pela liquidez e o chamado entesouramento, diz:

“Se por “entesouramento” queremos dizer conservar em mãos saldos ociosos, então a minha teoria da taxa de juros poderia ser expressa dizendo-se que a taxa de juros serve para igualar a oferta e a demanda de tesouros - isto é, precisa ser suficientemente elevada para compensar a inclinação a entesourar relativamente à oferta de saldos ociosos disponíveis.”(KEYNES, 1937a, p.156)

Aliás, não é por outra razão que Keynes considera esclarecedora a idéia sugerida a ele por Herbert Bab, de

“encarar a taxa de juros como sendo determinada pela interação dos termos segundo os quais o público deseja tornar-se mais ou menos líquido e daqueles em que o sistema bancário está pronto a tornar-se mais ou menos ilíquido.”(KEYNES, 1937b, p. 168)

Em todas estas citações o que se percebe é uma noção de disponibilidade de liquidez dependente da própria demanda ou preferência pela liquidez, tornando a primeira endógena.

Assim, não é verdade, como afirma Kaldor, que numa situação de moeda-mercadoria,

“a única forma pela qual o dinheiro pode ser absorvido é por meio do seu valor em termos de mercadorias, o que, por definição, iguala o aumento do valor de outras mercadorias em termos de moeda.”(KALDOR, 1980, p.69)

O problema de Kaldor, ao não perceber o desejo de moeda por ela mesma, é reproduzido, em certa medida, pelos horizontalistas em geral, seja ao não explorar as diferenças qualitativas entre as diferentes moedas, seja ao não levar em conta a idéia de preferência pela liquidez dos bancos, como vimos anteriormente.

O conceito de endogeneidade mais amplo que propomos aqui pesquisar permite, por um lado, apreender melhor essa idéia de endogeneidade decorrente da função meio de entesouramento, porque pode esclarecer o porquê desta função em economias produtoras de mercadorias. Além disso, a idéia mais ampla de endogeneidade encara e explica a própria oferta de moeda-mercadoria como endógena, uma vez que se baseia na compreensão da própria lógica de funcionamento das economias mercantis.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. & ORLEAN, A. *La violence de la monnaie*. Paris: PUF, 1984.
- ANDRADE J. P. Notas sobre a moeda. Livro didático ainda em fase de elaboração, 1993, mimeo.
- BRUNHOFF, S. *L'offre de monnaie – critique d'un concept*. Paris: Maspero, 1971.
- _____. *La politique monétaire: un essai d'interprétation marxiste*. (com a colaboração de P. Bruini), Paris: PUF, 1974.
- _____. *Les rapports d'argent*. Paris: Maspero, 1979.
- _____. *Etat et capital*. Paris: Maspero, 1982.
- CARVALHO, F. C. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 3, p. 51, jul.-set. 1993.
- CHICK, V. *Macroeconomics after Keynes*. Oxford: Phillip Allen, 1983.
- COSTA F. N. (Im)Propriedades da moeda. Em *Texto para Discussão*, Campinas: IE, UNICAMP, out./92.
- _____. Sobre o 'horizontalismo' da oferta de moeda: tréplica ao Professor Cardim de Carvalho. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 1, p. 53, jan.-mar. 1994.
- DAVIDSON, P. Endogenous money, the production process and inflation analysis. *Economie Appliquée*, n. 1, 1988.
- _____. On endogeneity of money once more. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 11, n. 3, spring, 1989.
- DESAL, M. Endogenous and exogenous money. *Money*. London: The New Palgrave, The Macmillan Press Ltd., 1989.
- DE VROEY, M. *Un échiquier centenaire - théorie de la valeur et formation des prix*. In: DOSTALER et LAGUEUX (eds.), Paris/ Quebec: La Découverte et Presses Univ. du Québec, 1985.
- DOW, S. Money supply edogeneity. *Economie appliquée*, Tome XLI, n. 1, 1988.

- FAND, D. On endogenous money supply. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. X, n. 3, spring/1988.
- FOLEY, D. *Understanding capital - Marx's economic theory*. Cambridge, Massachusetts e London: Harvard University Press, 1986.
- KALDOR, N. *The scourge of monetarism*. New York: Oxford University Press, 1982.
- _____. The new monetarism. In: *Further essays on applied economics*. London: Duckworth, 1978.
- KEYNES, J. M. Alternative theories of the rate of interest. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v. XIV, p.201. Cambridge: Macmillan, 1937a.
- _____. The ex-ante theory of the rate of interest. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v. XIV, p. 215, Cambridge: Macmillan, 1937b.
- LAVOIE, M. The endogenous flow of credit and post-Keynesian theory of money. *Journal of Economic Issues*, v. 18, n. 3, sept/1984.
- LIPIETZ, A. *Le monde enchanté: de la valeur à l'envol inflationniste*. Paris: La Découverte/Maspero, 1983.
- MARX, K. *O capital*. Rio de Janeiro: Ed. Civilização Brasileira, 1970.
- MEULENDYKE, A. M. Can the Federal Reserve influence whether the money supply is endogenous? A comment on Moore. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. X, n. 3, spring/1988.
- MINSKY, H. Central Banking and money market changes. *The Quarterly Journal of Economics*, v. LXXI, n. 2, may, 1957.
- _____. A theory of systemic fragility. In: ALTMAN & SAMETZ (eds.), *Financial crises*. John Wiley and Sons, 1977.
- _____. Capitalist financial process and the instability of capitalism. *Journal of Economic Issues*, juin, 1980.
- _____. The financial instability hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy. In: KINDLEBERGER and LAFFARGUE (eds), *Financial crises*. Cambridge, 1982a.
- _____. The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternative to standard theory. *Inflation, recession and economic policy*. Grã-Bretanha: Wheatsheaf Books Ltd, 1982b.
- MOLLO, M. L. R. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das Autoridades Monetárias: uma leitura de Minsky. *Revista de Economia Política*, v. 8, n. 1, jan.-mar. 1988.
- _____. *Monnaie, valeur et capital fictif*. Tese de doutoramento, Nanterre: Université de Paris X, 1989.
- _____. Estado e economia: o papel monetário do Estado. *Estudos Econômicos*, v. 20, n. 1, p. 87-100, jan./abr. 1990.

- _____. A relação entre moeda e valor em Marx. *Revista de Economia Política*, v. 11, n. 2, abr./jun. 1991.
- _____. Ricardo e Marx sobre o valor e a moeda. In: FALCÃO SILVA, M. Luiza (org.), *Moeda e produção: teorias comparadas*. Brasília: Ed. UnB, 1992.
- _____. As controvérsias monetárias do século XIX. *Ensaio FEE*, Ano 15, n. 01, Porto Alegre 1994.
- MOORE, B. The endogenous money supply. *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. X, n. 3, spring 1988.
- _____. Money supply endogeneity: “reserve price setting” or “reserve quantity setting?” *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 13, n. 3, spring 1991.
- _____. On endogeneity of money once more. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 11, n. 3, spring 1989.
- PALLEY, T. I. The endogenous money supply: consensus and disagreement. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 13, n. 3, spring 1991.
- POLLIN, R. Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 13, n. 3, spring 1991.
- ROUSSEAS, S. On endogeneity of money once more. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 11, n. 3, spring 1989.
- SIMOENS DA SILVA, L. A. *A teoria quantitativa da moeda e a política monetária*. Tese de Doutorado, Campinas; UNICAMP, Campinas, 1989.

Agradeço ao CNPq, que vem permitindo o desenvolvimento desta pesquisa por meio da concessão de financiamento, e os comentários dos Professores Adriana Amado, Alfredo Saad Filho, Joaquim Andrade, Luís Carlos Cavalcanti de Albuquerque Suzanne de Brunhoff e Vânia Bastos, e os pareceristas anônimos que me permitiram aperfeiçoar muito as primeiras versões deste trabalho. Assumo, porém, integralmente, a responsabilidade pelas idéias aqui contidas.

(Recebido em setembro de 1996. Aceito para publicação em setembro de 1997).