

RESENHA DE LIVRO/BOOK REVIEW – BKR

Moeda e Sistema Financeiro: ensaios em homenagem a Fernando Cardim de Carvalho

Fernando José de Cardim Carvalho foi um dos maiores responsáveis pela formulação e disseminação das ideias de Keynes no Brasil. Sua importância se expressa na quantidade de autores e pensadores pós-keynesianos formados e influenciados pelo autor. Suas passagens pela Unicamp, UFF e UFRJ deixaram marcas acadêmicas que se refletem nas páginas do livro *Moeda e Sistema Financeiro: ensaios em homenagem a Fernando Cardim de Carvalho* (Oreiro, J. L. da C., Paula, L. F. de, & Sobreira, R. (Eds.), 2019, 1a ed. Editora UFSM) lançado em sua homenagem. Sua contribuição acadêmica avança na agenda de pesquisa da escola pós-keynesiana e permanecerá viva enquanto as características sistêmicas apontadas por Keynes permanecerem válidas. Isto é, enquanto vivermos em uma “economia empresarial”, a relevância teórica de Carvalho permanecerá inegavelmente viva. Esta contribuição passa por sua elaboração única dos princípios fundadores de uma Economia Monetária da Produção (EMP) e o papel da moeda nesta.

O título do livro, “Moeda e Sistema Financeiro”, não poderia ser mais sugestivo para homenagear Cardim, que foi fundador e líder intelectual do grupo de pesquisa que carregou este nome por anos. Além da apresentação e conclusão, o livro conta com nove capítulos mais prefácio, que ao todo somam 272 páginas de ensaios que transitam entre a teoria econômica, a história do pensamento econômico e homenagens ao Professor Cardim por seus colegas de profissão e integrantes da escola de pensamento por ele influenciada. A importância de Cardim para a escola de pensamento a pós-keynesiana ao redor do mundo se reflete em seus trabalhos internacionais amplamente citados, bem como na sua atuação profissional no *Levy Economic Institute of Bard College* e no *Journal of Post Keynesian Economics*.

Cardim começou a trilhar sua carreira acadêmica ainda jovem no mestrado da Unicamp entre os anos de 1976 e 1978, conforme nos mostra Bresser-Pereira no prefácio do livro. Durante um breve interregno até o ano de 1982, quando começou seu Doutorado na Universidade de Nova Jersey, Cardim participou de uma Escola de Verão do Centro de Estudos Avançados em Trieste, na Itália, onde conheceu seu futuro orientador, Paul Davidson. Segundo relatos do próprio Cardim, registrados no primeiro capítulo do livro por Pires de Souza, foi nesta escola de verão que ele tomou a decisão - sustentada por toda sua vida - de ser pós-keynesiano.

Similarmente ao efeito que a escola de verão causou sobre Cardim, este livro, ao resgatar algumas das principais contribuições do autor, pode levar muitos estudantes de graduação a se inquietarem com os modelos de manuais. O livro deixa claro como Cardim conseguiu sistematizar o pensamento de Keynes sem perder as sutilezas de sua análise e ainda avançar no entendimento de uma EMP. Em outras palavras, o livro evidencia a possibilidade de se reduzir a diferença entre realidade e teoria sem perder o rigor teórico, tarefa muitas vezes desconsiderada por economistas ortodoxos e mesmo heterodoxos. Cardim também nos mostrou que os problemas derivados da presença de incerteza fundamental não são incompatíveis com proposições de políticas públicas.

A homenagem em capítulos

Após um rico prefácio, no qual Bresser-Pereira apresenta brevemente a trajetória acadêmica de Cardim, orientando do Professor Barros de Castro no mestrado e de Paul Davidson no doutorado, o primeiro capítulo nos apresenta com um “encontro de Cardim com Keynes”. O capítulo escrito por Pires de Souza conta com uma abordagem intimista que traz a sensação de um encontro do leitor com Cardim. Ele descreve o interesse em teoria pura demonstrado por Carvalho no início da carreira e como sua preocupação crescentemente se volta ao mundo real, originando seu interesse em economia aplicada a partir dos anos 1990. A trajetória intelectual de Carvalho é descrita neste capítulo como tendo partido de Marx e Kalecki para chegar em Keynes. O rompimento de Cardim com Marx se deu por sua percepção de que a ciência deveria buscar separar o sistemático do acidental, procurando por padrões nos fatos empíricos ao invés de separar a essência da aparência, como defendera o autor Prussiano. Neste caminho de amadurecimento intelectual Cardim rompeu também com Kalecki, pelo fato de notar certo menosprezo teórico por parte do Polonês pelo papel desempenhado pelas expectativas dos agentes, sempre subjugada pela inexorável tendência cíclica do capitalismo.

O texto nos descreve o momento em que Cardim confessou ao autor do capítulo, Pires de Souza, que teria tomado a decisão de se tornar “keynesiano” durante um curso de verão na Itália. O desenvolver da agenda de pesquisa keynesiana e pós-keynesiana por Cardim começou pelos estudos de Keynes e adentrou pelas questões institucionais, e assim, para Pires de Souza (p.37), “[a]o fazê-lo, seu encontro com Keynes foi deixando de ser apenas o do estudioso com o objeto de seu estudo”. Isto é, o entendimento dos escritos de Keynes passara a transbordar para o interesse em suas aplicações na análise de políticas econômicas. Ao estudar as produções mais

recentes de Cardim, o capítulo evidencia também a flexibilidade teórica do homenageado para abordar os desafios apresentados pelo curso da história. Pires de Souza consegue descrever a história do pensamento de Carvalho enquanto transmite ao leitor a sensação de proximidade com Cardim, preparando-o para o conteúdo teórico contido nos oito capítulos seguintes.

O segundo capítulo é dividido entre os economistas José Luis Oreiro, Luis Fernando de Paula e Rogério Sobreira, que separam a agenda de pesquisa da carreira de Carvalho em um “núcleo duro” e um “cinturão protetor”, sendo que este último estabeleceria o campo de debate, onde as hipóteses seriam questionadas no sentido de avançar com o projeto de pesquisa. O núcleo duro seria composto pela formulação dos princípios fundamentais da EMP, a partir dos quais as pesquisas futuras deveriam se orientar. Posteriormente, o capítulo explora alguns pontos do cinturão protetor tanto a partir de uma abordagem teórica, quanto por meio de sua aplicação à economia brasileira. Estabelecendo um diálogo com o primeiro capítulo, pode-se perceber que o núcleo duro foi desenvolvido nos primeiros anos de sua carreira, enquanto o cinturão protetor faz parte da agenda de pesquisa que Carvalho desenvolveu no segundo estágio da sua carreira, quando mais preocupado com questões da teoria econômica aplicada.

O capítulo trata da origem da moeda como ponto de partida de um sistema de contratos, no qual esta possui papel análogo à uma máquina do tempo (permitindo que decisões sejam postergadas), mitigando o efeito da incerteza e acalmando as inquietudes humanas. Feito isso, o capítulo também aborda as discussões teóricas quanto ao horizontalismo da oferta monetária e ao circuito de *Finance e Funding*, que marcaram a trajetória acadêmica do homenageado. Todo este percurso do capítulo, desde a origem da moeda até os debates teóricos sobre a condução de política monetária, nos traz um panorama da agenda de pesquisa pós-keynesiana e evidencia o tamanho da influência de Cardim nela. Se não fosse a decisão tomada na escola de verão, certamente muito dos avanços teóricos do cinturão protetor não teriam sido possíveis ou, no mínimo, teriam sido postergados. Cardim não só proveu uma releitura da taxa própria de Keynes e dos axiomas de Davidson, como mostrou um novo caminho teórico não-axiomático em que enfatizou os pontos fulcrais de Keynes e estabeleceu diretrizes para seu avanço através de princípios.

O terceiro capítulo traz uma importante contribuição teórica do livro para esta agenda de pesquisa pós-keynesiana. David Dequech mostra como uma crítica, desde que bem formulada e construtiva – como a sua – é uma das melhores formas de

homenagem e de demonstração de respeito. Dequech destaca que o conceito de convenção abordado por Carvalho, como uma instituição informal definida como regras ou padrões de comportamento e/ou pensamentos socialmente compartilhadas, assim como mostrado por Keynes em 1936 e 1937, pode ser estendido e aprimorado. O capítulo apresenta argumentos extraídos de Keynes para sustentar a extrapolação dos aspectos institucionais também para o mercado de bens de capital e não só para o mercado financeiro, como faziam Keynes e Carvalho.

Enquanto em um pólo temos teóricos arguindo que as instituições são modeladoras dos indivíduos, no outro temos aqueles que sugerem que a microfundamentação condiciona as instituições, isto é, que o comportamento agregado dos agentes molda o formato institucional. Em um ponto intermediário a estas duas análises, Dequech sugere que a conformidade com a opinião média e a arbitrariedade são duas características essenciais das convenções. Tais características garantem-lhe uma via de mão dupla, por meio da qual os agentes influenciam e são influenciados pelas convenções. O texto aponta que a adesão de um agente às convenções não pode ser vista como obrigatória ou incondicional. Em determinadas circunstâncias o rompimento do agente com a convenção pode se mostrar uma atitude racional, desde que este tenha razões suficientes para assim acreditar, fato que abre espaço para agentes desviantes do comportamento convencional que acabam alterando o formato das convenções aplicadas ao mercado financeiro e/ou aplicadas ao setor produtivo.

Esta abordagem, apesar de não questionar o núcleo duro da agenda de pesquisa pós-Keynesiana, aponta uma divergência teórica com Carvalho. O foco deste capítulo foi constatar a aplicação do conceito de convenções para as decisões de produção e investimento, ampliando assim o cinturão protetor que considerava apenas os aspectos no mercado financeiro, mas sem romper com os princípios do núcleo duro. Dequech afirma que o conceito de convenções considerado por Carvalho levava-o a acreditar ser um erro enxergá-las como uma *proxy* das expectativas de longo-termo. No entanto, utilizando a tipologia de instituição informal para entender as características das convenções e o espaço para comportamentos desviantes, Dequech sustenta que a visão de Keynes e Cardim acerca das convenções deve ser estendida para as decisões de produção e investimento.

Adiante no livro, Maria de Lourdes Mollo e Adriana Amado assinam o quarto capítulo. Neste, as autoras sustentam que os seis princípios do núcleo duro da teoria de Carvalho seriam um marco teórico da agenda de pesquisa heterodoxa e não

apenas pós-keynesiana. O texto lida com três escolas de pensamento heterodoxo: a pós-keynesiana (a qual incluiria Carvalho), a marxista e a estruturalista. Ao longo do capítulo as autoras comparam a abordagem de Carvalho com as outras duas abordagens heterodoxas no que diz respeito a cada princípio. Com exceção do princípio das propriedades da moeda (elasticidades de substituição e de produção nulas ou desprezíveis), não compartilhado pelos estruturalistas, todos os outros cinco princípios são, com algum grau de semelhança, compartilhados pelas vertentes marxistas e estruturalistas do pensamento. Do lado marxista, as autoras destacam o desenvolvimento do dinheiro enquanto capital, o caráter social do dinheiro, a assimetria de poder entre as classes econômicas e a singularidade do valor de uso da moeda como similitudes entre as escolas. Já do ponto de vista estruturalista, as convergências incluem a ineficiência do livre mercado, a assimetria entre centro e periferia, a falta de coordenação dos mercados internacionais e o processo histórico determinando o objeto. Entretanto, uma divergência apontada refere-se ao caminho que os estruturalistas têm de percorrer quanto às propriedades especiais da moeda, aspecto enfatizado tanto por pós-keynesianos quanto por marxistas.

O capítulo joga luz sobre o aspecto único e inovador do pensamento de Keynes, tão caro a Davidson e Cardim: as propriedades da moeda. O papel desempenhado pela moeda é disruptivo e estabelece um avanço em comparação à teoria do capital como dinheiro em Marx. A agenda de pesquisa de Cardim sempre manteve este enfoque sobre o papel da moeda que deixa a circulação industrial para circular na esfera financeira, causando oscilação do investimento e produto. Ao transitar entre as esferas a moeda afeta a precificação de todos os ativos, impactando a composição dos portfólios. Mollo e Amado conseguem sustentar a proximidade da vertente marxista com esta leitura e mostrar que alguns pontos são também compartilhados pela escola estruturalista, fato que reflete a importância teórica de Carvalho dentro das principais escolas de pensamento heterodoxas.

Na sequência, Anderson Cavalcante, Mara Nogueira e Marco Crocco propõem uma abordagem regional para o estudo da moeda no quinto capítulo. Os autores chamam a atenção para a falta de estudos pós-keynesianos sobre o papel do Espaço na utilização da moeda a partir da abordagem de EMP. A abordagem estruturalista, através da análise da dinâmica centro-periferia, nos forneceria algumas pistas do caminho a ser seguido. No entanto, tal análise ainda seria, na visão dos autores, carente de um olhar acurado para o papel do sistema financeiro. Esta mesma carência pode ser constatada na teoria de “causação cumulativa” de Thirwall e Kaldor, que afirma que Espaços com maior dinâmica de crescimento do produto tendem a

ter maiores taxas de crescimento da produtividade, retroalimentando esta dinâmica virtuosa. Os autores lançam a hipótese de que, se suprida esta carência de análise do sistema financeiro, verificar-se-iam dinâmicas distintas sobre as taxas de juros de Espaços com diferentes graus de preferência pela liquidez.

A preferência pela liquidez influencia diretamente o comportamento dos credores e tomadores de empréstimos, mas também é influenciada fortemente pelo Espaço em que está inserida. Em suma, em função do fato de a mobilidade de capital não garantir sua alocação de maneira equilibrada, regiões com graus menos elevados de preferência pela liquidez gozariam de condições financeiras mais propícias ao investimento (e a recíproca também seria verdadeira). Segundo os autores, em Espaços com menor preferência pela liquidez os bancos possuem mais facilidade em validar as decisões de investimento e produção do setor produtivo, que por sua vez, exigem taxas de retorno menores do que em Espaços com maior preferência pela liquidez. Em um âmbito mais agregado, os autores comparam o grau de eficácia da política monetária em diferentes Espaços nacionais e sugerem haver diferenças entre os efeitos destas. Em linhas gerais, o capítulo coloca o leitor na fronteira da agenda de pesquisa pós-keynesiana sobre Espaço e moeda e abre um leque de possibilidades que podem ser exploradas em conjunto com os problemas destacados nos capítulos sexto e oitavo deste livro. É possível ainda afirmar que a análise conjunta dos capítulos 3 e 5 nos fornecem instrumentais para entender a interação entre as instituições e o Espaço. Isto é, entender como as convenções afetam e são afetadas pelos agentes é compreender como o espaço e os seus agentes são responsáveis por compartilhar uma crença, formar as instituições e afetar diretamente a preferência pela liquidez.

Ato contínuo, o sexto capítulo aborda a contribuição de Cardim sobre Regime de alta inflação e o papel da política monetária sob a perspectiva de Carmem Feijó e Eliane Araújo. O objetivo do capítulo é olhar para o processo inflacionário atual à luz das contribuições do homenageado. Segundo as autoras, a taxa de inflação poderia flutuar dentro de determinada banda sem que distúrbios estruturais no conflito distributivo engendrassem uma espiral inflacionária crescente. Por outro lado, choques que retirassem a inflação deste corredor expectacional tenderiam a produzir reajustes sucessivos de preços e salários a ponto de provocar uma aceleração inflacionária em um ambiente extremamente incerto, afetando variáveis reais e reduzindo a eficácia da política monetária. Em uma breve revisão historiográfica brasileira, as autoras sugerem que o processo de indexação no Brasil foi responsável por conduzir a taxa de juros para um patamar constantemente elevado. Outra constatação observada refere-se à dificuldade do governo em alongar o perfil de sua dívida. Este contexto de indexação e alto grau de preferência pela liquidez (dívida de

curta maturidade) teria estreitado em demasiado o referido corredor expectacional da economia brasileira. O Regime de Metas de Inflação, assim como a paridade cambial do início do Plano Real, funcionou como âncora das expectativas dos agentes, aclamando suas inquietudes e alargando o corredor expectacional por onde os choques inflacionários poderiam ser absorvidos.

No entanto, o capítulo aponta que o diagnóstico equivocado dos formuladores do regime de metas de que a inflação seria sempre e em qualquer lugar um fenômeno monetário fez com que tal regime, apesar de ancorar expectativas, tivesse ferramentas ineficazes para combater o aumento do nível de preços. Segundo as autoras, na atual conjuntura brasileira o regime de metas de inflação conta com três ineficiências graves: a primeira seria o não reconhecimento da complexidade do fenômeno inflacionário, diagnosticando-o sempre como um fenômeno monetário; a segunda seria oriunda do fato de a autoridade monetária contar apenas com a taxa de juros para combater a inflação (se entendermos inflação como derivada do conflito distributivo, o combate via aumento da taxa de juros colocaria o ônus do conflito sobre os assalariados, tendo impactos desastrosos sobre distribuição de renda); e a terceira enfatiza que esta forma de combater a inflação utilizando a taxa de juros, além de afetar o conflito distributivo, atrai capital internacional especulativo, valoriza a taxa de câmbio e reduz a inflação de bens comercializáveis às custas da competitividade das empresas nacionais.

O sétimo capítulo, escrito por Ferrari Filho e Fábio Terra, versa sobre uma agenda de políticas voltadas para o desenvolvimento em economias emergentes. Os autores definem o desenvolvimento sustentável como aquele que conta com “inflação sob controle e equilíbrio fiscal e externo, visando atingir o crescimento econômico sustentável, condições para se alcançar o pleno emprego e melhorar as distribuições de renda e de riqueza” (p.184). A partir deste objetivo e após uma vasta revisão dos *Collected Writings* de Keynes, o capítulo sugere um arcabouço de quatro medidas macroeconômicas: 1) Banco Central com mandato sobre inflação e emprego; 2) equilíbrio fiscal do orçamento corrente e orçamento de capital oscilando de maneira contracíclica; 3) regime cambial de flutuação suja com controle de capitais; e por fim 4) política de controle salarial para garantir que os salários não cresçam acima da produtividade. E no âmbito microeconômico o Governo deveria praticar políticas de fomento a inovações e desenvolvimento de tecnologia. Em suma, o capítulo defende que o papel do Estado seria garantir um ambiente propício ao investimento privado, entendido como aquele com inflação constante, equilíbrio fiscal e externo, enquanto se buscava o aumento da oferta agregada e da

produtividade dos fatores de produção via políticas microeconômicas de incentivos tecnológicos.

Em seguida, Noberto Martins e André Modenesi assinam o oitavo capítulo do livro, que aborda o tema - caríssimo na carreira de Cardim - da política monetária em EMP. Os autores trabalham o papel auxiliar que a política monetária deve exercer em uma EMP a fim de evitar os “percalços entre a taça e os lábios”. Levando em consideração os desafios encontrados, o sucesso de uma política monetária consistiria em afetar a rentabilidade relativa dos ativos de maneira desejada através de três canais de transmissão: ajuste de portfólio das instituições financeiras; mudanças nos *spreads* de juros; e níveis de reservas bancárias. Os canais de transmissão teriam suas respectivas eficácias condicionadas pelas institucionalidades. Isto é, a capacidade da autoridade monetária afetar a precificação relativa dos agentes a seu favor dependeria da sua capacidade de afetar a opinião média dos *players*.

A partir desta visão, os autores argumentam que, apesar do sucesso da autoridade monetária brasileira em manipular a taxa de juros de curto prazo, no longo prazo o Brasil conta com taxa de juros real elevada devido ao conservadorismo do Regime de Metas de Inflação, que compartilha uma convenção de taxa de juros alta no Brasil. Esta convenção dificulta a atuação auxiliar da autoridade monetária, que acaba agindo de modo a obstaculizar o processo de retomada econômica não só através de uma taxa de juros elevada, como pelo compartilhamento de uma crença na manutenção deste nível alto de juros. Em um panorama amplo, este capítulo dialoga tanto com o terceiro, quanto com o sexto capítulo. A capacidade do governo afetar a opinião média dos agentes do mercado é detalhadamente abordada por Dequech, que elenca as razões que levariam os agentes a incorporarem a opinião média. Por outro lado, a leitura de Feijó e Araújo sobre o Regime de Metas de Inflação complementa o argumento deste capítulo e compartilha o ponto de que o efeito positivo inicial de tal Regime já teria sido completamente mitigado nos dias atuais.

Finalmente, o capítulo nove termina o livro com uma análise de Jennifer Herman acerca de política financeira e desenvolvimento econômico. Ao entender desenvolvimento como crescimento econômico com mudança estrutural, Herman usa a leitura de sistema financeiro desenvolvida por Cardim para destacar a importância do papel de tal sistema em financiar inovação e capital. Para tanto, a autora chama a atenção para a necessidade de se alongar o perfil da emissão dívida privada no Brasil. O referido alongamento estaria condicionado ao papel da política monetária em conseguir melhorar as expectativas dos agentes, o grau de confiança dos agentes nestas expectativas, bem como as condições de oferta dos ativos de

longo prazo. Isto é, o fato de o Brasil possuir uma curva de rendimentos muito curta e fortemente inclinada dificultaria o processo de *funding* do investimento, fato que condicionaria a economia real aos ciclos de preferência pela liquidez do setor financeiro, muito mais sensível a oscilações.

Uma vez feito este diagnóstico, as sugestões da autora para incentivar o alongamento da dívida no Brasil passam pela ampliação da atuação dos bancos públicos, pelo aumento da concorrência bancária via preços, bem como pela diversificação de portfólio. Estas medidas visariam a redução do grau de oligopolização do sistema financeiro brasileiro. Tal redução da concentração de mercado teria efeitos esperados sobre a inclusão bancária de uma grande parcela da população que permanece à margem deste sistema. Complementarmente, créditos públicos ou direcionados também seriam necessários de uma perspectiva mais ampla de desenvolvimento, segundo Herman.

Este capítulo encerra esta homenagem à Cardim de Carvalho dialogando com os capítulos que o precedem e conduzindo o leitor para a fronteira da pesquisa pós-keynesiana. Herman nos oferece uma abordagem de financiamento do desenvolvimento em um país periférico que, uma vez desenvolvida cuidadosamente, poderia avançar a agenda estruturalista destacada por Mollo e Amado. Além disso, esta mesma abordagem segue alinhada com as dificuldades de política monetária destacada por Feijó e Araújo no sexto capítulo, bem como por Modenesi e Martins no oitavo.

Em suma, esta primeira grande homenagem em forma de livro feita para Fernando Cardim de Carvalho utiliza suas contribuições teóricas para explanar sobre: a agenda de pesquisa pós-keynesiana, convenções, não-neutralidade da moeda em uma EMP, incerteza, preferência pela liquidez, inflação, política monetária e financeira. Apesar da grande cobertura de temas presente neste livro, deve-se ressaltar que esta é uma homenagem incompleta, não em função do livro em si e muito menos dos autores. Esta incompletude deve-se à amplitude da carreira do homenageado, que possui uma abrangência tão vasta de temas tratados com tanta profundidade, que novos livros, artigos e outros trabalhos certamente serão necessários para abordar de forma crítica os temas no livro tratados, bem como explorar temas (como planejamento Estatal e regulação financeira, por exemplo) que ficaram de fora ou apenas tangenciaram esta primeira coletânea de textos.

Caio Vinicius Fernandes Vilella
Universidade Federal do Rio de Janeiro
Associação Keynesiana Brasileira