

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**BRUNO PAIM**

**OFERTA DE MOEDA ENDÓGENA E TAXA DE JUROS EXÓGENA:  
AS VISÕES KEYNESIANA E PÓS-KEYNESIANAS**

**Porto Alegre**

**2014**

**BRUNO PAIM**

**OFERTA DE MOEDA ENDÓGENA E TAXA DE JUROS EXÓGENA:  
AS VISÕES KEYNESIANA E PÓS-KEYNESIANAS**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho.

**Porto Alegre**

**2014**

#### CIP - Catalogação na Publicação

Paim, Bruno

Oferta de moeda endógena e taxa de juros exógena :  
as visões keynesiana e pós-keynesianas / Bruno Paim. -  
- 2014.  
154 f.

Orientador: Fernando Ferrari Filho.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do  
Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,  
Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre,  
BR-RS, 2014.

1. Oferta de moeda. 2. Taxa de juros. 3. John  
Maynard Keynes. 4. Pós-keynesianos. 5. Política  
monetária. I. Ferrari Filho, Fernando, orient. II.  
Título.

**BRUNO PAIM**

**OFERTA DE MOEDA ENDÓGENA E TAXA DE JUROS EXÓGENA:  
AS VISÕES KEYNESIANA E PÓS-KEYNESIANAS**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, 24 de outubro de 2014.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho – Orientador  
UFRGS

---

Professor Dr. André de Melo Modenesi  
UFRJ

---

Professor Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula  
UERJ

---

Professor Dr. Marcelo Milan  
UFRGS

## AGRADECIMENTOS

A conclusão deste trabalho representa uma conquista que ultrapassa a realização de um só indivíduo. Se o caminho é melhor que a estada, tenham a certeza de que tornaram-no ainda melhor. Pode-se ter uma melhor compreensão dessa dissertação caso se perceba o processo de incorporação do conhecimento do qual ela é fruto. Assim, sinto-me feliz em compartilhar uma realização que, apesar de parecer pessoal, é a soma da contribuição de todos aqueles que, de algum modo, ajudaram-me a chegar aqui.

Agradeço aos professores e funcionários, tanto da graduação quanto da pós-graduação, da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Ao Professor Dr. Octávio Augusto Camargo Conceição agradeço a consolidação de um aprendizado iniciado ainda quando fui seu aluno da graduação. Ao Professor Dr. Marcelo Milan agradeço pelas diversas conversas e pela disponibilidade em ceder bibliografias que, de outro modo, não poderiam ser contempladas.

Agradeço aos membros da Banca Examinadora pela disposição em participar deste importante momento de consolidação da formação acadêmica, fortalecendo a contribuição que seus conhecimentos acumulados prestam aos novos profissionais.

Agradeço em especial ao Professor Dr. Fernando Ferrari Filho pelos ensinamentos construídos desde a graduação, demonstrando sua inestimável colaboração na formação de economistas engajados no desenvolvimento econômico. Sua incansável disponibilidade serve como exemplo para todos os profissionais.

Agradeço aos colegas e amigos do Mestrado pelas discussões promovidas tanto em sala de aula, quanto fora dela. Tenho a certeza de que o processo de aprendizado na pós-graduação foi valorizado pela presença de colegas tão interessados e prestativos.

Agradeço à Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser pela solicitude para com o processo de qualificação profissional. Em especial, agradeço à paciência dos colegas no Núcleo de Estudos de Política Econômica, Clarissa Black, Augusto Pinho de Bem, André Luís Contri, Carlos Águedo Paiva, Edison Marques Moreira, Róber Iturriet Avila e Fernando Maccari Lara. Foram eles que sustentaram e esclareceram as sequentes dúvidas e inconformidades decorrentes do processo de construção (e “desconstrução”) de conhecimento.

Agradeço aos amigos e amigas que, como sempre, conseguiram achar as palavras e oportunidades certas para incentivar a conclusão desse projeto. Sem dúvida, a parceria construída ao longo da vida por essa família de amigos serviu como o “passo a mais” necessário para seguir adiante.

Agradeço à amada Luiza por manter em mim a vontade de insistir na busca pela excelência profissional. A paciência em ouvir intermináveis epifanias, e ainda comentá-las, demonstra a confiança em mim depositada. A toda sua família, agradeço pelas palavras carinhosas e os exemplos prestados.

Agradeço aos avós, tios, tias, primos e primas que, apesar da distância, sempre manifestaram apoio e compreensão pelo tempo dedicado a esse trabalho. Mesmo aqueles que partiram, deixaram suas raízes, e, assim, permanecem contribuindo para cada uma de nossas conquistas.

Às minhas irmãs, Marília e Camila, agradeço pelos anos dedicados à minha criação. Com certeza, saber que estarão ao meu lado sempre que preciso dá respaldo para seguir adiante. Todos que lerem esse trabalho também devem agradecer à Camila por tornar a leitura mais aprazível. O que seguir incompreensível após sua atenta revisão é resultado da teimosia do autor.

Agradeço à Elenir pela atenção com a qual sempre me cuidou, suportando as problemáticas manias por mim adquiridas.

Agradeço aos meus pais, Claudete Lourdes e Luiz Alfredo, por fundarem as bases, propiciarem a construção e, ainda, guiarem o processo de realização de um filho. O esforço que dediquei na confecção deste trabalho não pode ser comparado a toda a dedicação com a qual fui criado. Tenham a certeza de que cada página desta dissertação inclui parcela da minha admiração por vocês.

Queridos, a minha felicidade com esta conquista existe porque espero inspirar a mesma felicidade em todos vocês.

A felicidade só é plena quando compartilhada, então, em mais isso, devo vos agradecer.

**Bruno Paim**

## RESUMO

Este trabalho pretende abordar a teoria monetária sob a ótica keynesiana. A partir da análise da obra de John Maynard Keynes, apresenta os principais pontos sobre os quais a teoria pós-keynesiana irá se embasar. Mostra como a endogeneidade da moeda se transforma em um ponto fundamental da teoria pós-keynesiana, após o trabalho seminal de Nicholas Kaldor. Seria responsabilidade de Basil Moore o aprofundamento dessas ideias, condensadas sob a forma da total endogeneidade da moeda e da exogeneidade da taxa de juros, que se torna o instrumento prevaiente de política monetária. Tal vertente ficou denominada como *horizontalista*. A partir da crítica a esse posicionamento, formou-se a abordagem *estruturalista*, aqui representada por Stephen Rousseas e fortemente influenciada por Hyman Minsky. O presente trabalho propõe que o desenvolvimento concomitante das duas vertentes tem aproximado os teóricos de cada abordagem. Nesse ínterim, com base nos trabalhos de Mark Setterfield e Giuseppe Fontana, apresenta uma proposta definitiva de conciliação entre o *horizontalismo* e o *estruturalismo* a partir da incorporação da dinâmica de formação da oferta de moeda. Com isso, permite a análise de casos especificamente localizados no tempo e no espaço, de forma que consegue incorporar os principais pontos elaborados anteriormente por Keynes. A fim de conciliar o desenvolvimento da teoria com a construção de políticas monetárias, procede com a aplicação no caso brasileiro pós-Plano Real. A análise permite mostrar a presença de características *estruturalistas* e *horizontalistas*, transparecendo o benefício que uma teoria que concilie as duas vertentes presta para a teoria econômica. Além disso, mostra como o Novo Consenso Monetário, aqui representado apenas pelo modelo de Metas de Inflação, aparenta incorporar a crítica pós-keynesiana, porém ainda se prende com afinco aos cânones que são justamente a base da crítica. Por fim, ressalta a importância de se perceber a definição exógena da taxa de juros como um elemento fundamental e inevitável da influência política nas decisões econômicas.

**Palavras-chave:** Oferta de Moeda. Taxa de Juros. John Maynard Keynes. Pós-keynesianos. Política Monetária.

## ABSTRACT

This study addresses the monetary theory in a Keynesian perspective. Starting from the John Maynard Keynes' analysis, it presents the main issues upon which the post-Keynesian theory is based. It shows how the endogenous money supply becomes a key point of the post-Keynesian theory after the seminal work of Nicholas Kaldor. Basil Moore would be responsible to deepen these ideas, condensed in the form of the total endogenous money supply and interest rate exogeneity, which becomes the prevailing monetary policy instrument. This strand was referred to as *horizontalist*. Starting from the criticism of this posture, *structuralist* approach was formed, and is represented here by Stephen Rousseas, although strongly influenced by Hyman Minsky. The present work proposes that the concurrent development of the two approaches has gradually approximated both strands. Therefore, based on the work of Giuseppe Fontana and Mark Setterfield, it presents a definitive proposal for reconciling *horizontalism* and *structuralism* through the incorporation of the money supply dynamics. This allows analyses of specifically localized cases, so that it can incorporate the main points previously established by Keynes. In order to reconcile theoretical development with the construction of monetary policy, it proceeds with the application to the Brazilian case after the *Plano Real*. The analysis allows showing the presence of *structuralist* and *horizontalist* characteristics, demonstrating the benefit that a theory that reconciles both approaches provides for economic analysis. Furthermore, it shows how the New Monetary Consensus, represented here only by Inflation Targeting model, appears to incorporate post-Keynesian critique, but still holds tight to the canons which were precisely the basis of criticism. Finally, it emphasizes the importance of realizing the exogenous determination of interest rates as a fundamental and inevitable element of political influence on economic decisions.

**Keywords:** Money Supply. Interest Rate. John Maynard Keynes. Post-Keynesians. Monetary Policy.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>9</b>
<b>2</b>	<b>JOHN MAYNARD KEYNES</b> .....	<b>12</b>
<b>2.1</b>	<b>Treatise on Money</b> .....	<b>12</b>
<i>2.1.1</i>	<i>Tipos de Dinheiro</i> .....	<i>12</i>
<i>2.1.2</i>	<i>A importância dos Bancos</i> .....	<i>15</i>
<i>2.1.3</i>	<i>O Banco Central e os Bancos-Membros</i> .....	<i>21</i>
<i>2.1.4</i>	<i>As esferas de Circulação Financeira e Industrial e o Abandono da TQM</i> .....	<i>25</i>
<i>2.1.5</i>	<i>A taxa de juros pré-TG</i> .....	<i>29</i>
<b>2.2</b>	<b>Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda (TG)</b> .....	<b>32</b>
<i>2.2.1</i>	<i>O Papel da Incerteza e das Convenções</i> .....	<i>32</i>
<i>2.2.2</i>	<i>A TG e a Preferência pela Liquidez</i> .....	<i>36</i>
<i>2.2.3</i>	<i>A taxa de juros pós-TG e o finance-motive</i> .....	<i>41</i>
<b>2.3</b>	<b>Conclusões acerca da Oferta de Moeda e da Taxa de Juros em Keynes</b> .....	<b>46</b>
<b>3</b>	<b>PÓS-KEYNESIANOS</b> .....	<b>48</b>
<b>3.1</b>	<b>Horizontalistas</b> .....	<b>49</b>
<i>3.1.1</i>	<i>Nicholas Kaldor: A Crítica ao Monetarismo</i> .....	<i>49</i>
<i>3.1.1.1</i>	<i>Kaldor, Keynes e Friedman</i> .....	<i>50</i>
<i>3.1.1.2</i>	<i>O Papel do Banco Central</i> .....	<i>54</i>
<i>3.1.2</i>	<i>Basil John Moore: A Consolidação da Crítica ao Monetarismo</i> .....	<i>59</i>
<i>3.1.2.1</i>	<i>A Moeda Endógena</i> .....	<i>60</i>
<i>3.1.2.2</i>	<i>Crítica ao Keynes</i> .....	<i>66</i>
<i>3.1.2.3</i>	<i>A Taxa de Juros Exógena</i> .....	<i>71</i>
<i>3.1.3</i>	<i>Conclusões Horizontalistas</i> .....	<i>78</i>
<b>3.2</b>	<b>Estruturalistas</b> .....	<b>79</b>
<i>3.2.1</i>	<i>Hyman Minsky: O Precursor Estruturalista</i> .....	<i>81</i>
<i>3.2.1.1</i>	<i>A Evolução dos Instrumentos Financeiros e a Política Monetária</i> .....	<i>81</i>
<i>3.2.1.2</i>	<i>A Instabilidade Inerente da Economia</i> .....	<i>84</i>
<i>3.2.1.3</i>	<i>As Contribuições de Minsky para a Discussão Estruturalista</i> .....	<i>88</i>
<i>3.2.2</i>	<i>Stephen Rouseas: A Consolidação da Crítica ao Horizontalismo</i> .....	<i>91</i>
<i>3.2.2.1</i>	<i>Rouseas e Keynes</i> .....	<i>91</i>
<i>3.2.2.2</i>	<i>Rouseas e a Crítica ao Horizontalismo</i> .....	<i>95</i>
<i>3.2.2.3</i>	<i>Proposta de Rouseas</i> .....	<i>97</i>

3.2.2.4	<i>Debate aberto entre Rousseas e Moore</i> .....	99
3.2.3	<b>Conclusões Estruturalistas</b> .....	104
3.3	<b>Horizontalistas e Estruturalistas: A Convergência é Possível?</b> .....	106
3.3.1	<i>Marc Lavoie: A Convergência na Visão Horizontalista</i> .....	107
3.3.2	<i>Thomas Palley: A Convergência na Visão Estruturalista</i> .....	108
3.3.3	<i>Fontana e Setterfield: Uma Proposta de Conciliação</i> .....	114
3.3.4	<i>Considerações Finais acerca da Convergência</i> .....	117
4	<b>UMA ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO</b> .....	121
4.1	<b>Âncora Cambial</b> .....	121
4.1.1	<i>Taxa de juros e Oferta de Moeda sob regime de âncora cambial</i> .....	121
4.1.2	<i>Âncora Cambial no Brasil</i> .....	124
4.2	<b>Regime de Metas de Inflação (IT)</b> .....	128
4.2.1	<i>Aspectos Teóricos</i> .....	128
4.2.1.1	<i>A moeda tornou-se endógena?</i> .....	129
4.2.1.2	<i>A taxa de juros tornou-se exógena?</i> .....	130
4.2.2	<b>IT no Brasil: uma crítica pós-keynesiana</b> .....	132
4.2.2.1	<i>A definição exógena da taxa de juros</i> .....	133
4.2.2.2	<i>Função de reação do Banco Central do Brasil</i> .....	135
4.2.2.3	<i>Implicações sobre a economia</i> .....	137
4.3	<b>Conclusões do caso brasileiro</b> .....	142
5	<b>CONCLUSÃO</b> .....	144
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	146
	<b>APÊNDICE A</b> .....	154

## 1 INTRODUÇÃO

*“Like other men, the economist is an individual with but one intelligence. He is a creature of habits and propensities given through the antecedents, hereditary and cultural, of which he is an outcome; and the habits of thought formed in any one line of experience affect his thinking in any other.”* (VEBLEN, 1919, p. 80)

A Ciência Econômica, como qualquer Ciência Social, caracteriza-se pela co-evolução entre teoria e realidade. Com isso, pretende-se deixar claro que a própria Ciência Econômica é evolucionária. Conforme assentado por Thorstein Veblen (1919) no artigo *Why is Economics not an evolutionary theory?* – na epígrafe acima –, o intuito dos economistas de encontrar uma lei natural e geral os teria induzido a esquecer a história e considerá-la irrelevante para o desenvolvimento de suas teorias.

Em verdade, a própria teoria é um agente da realidade em estudo. Pode-se, inclusive, traçar uma analogia com o princípio da incerteza de Heisenberg, o qual mostra a impossibilidade de observar um elemento como *partícula* e *onda* ao mesmo tempo: quando se analisa a *onda*, veem-se características de *onda*; quando se analisa a *partícula*, veem-se características de *partícula*. Este princípio, que há muito tempo admitido pela Física, parece ainda ignorado pelos economistas.

Aqui se reconhece que a Ciência Econômica está sujeita aos desígnios de comportamento dos agentes que a compõe: os seres humanos. Por essa razão, deve-se levar em consideração que as próprias teorias resultam de hábitos de pensamento compartilhados pela comunidade científica, e deles dependeria o reflexo sobre as políticas econômicas. A política monetária é tida como representação explícita dessa interação, de forma que “[...] monetary theory deals with, and evolves in response to the historical evolution of actual economies.” (HICKS<sup>1</sup> *apud* FONTANA, 2007, p. 43).

Nesse ínterim, o pesquisador envolve-se na tentativa de identificar seus próprios hábitos de pensamento gerados a partir de uma formação ainda regida pela corrente predominante, mas que gradualmente é superada por outras propostas. Compartilha-se da sensação de Keynes divulgada no prefácio do *Treatise on Money*: “[...] there is a good deal in this book which represents the process of getting rid of the ideas which I used to have and of finding my way to those which I now have.” (KEYNES, 2011, p. vi).

---

<sup>1</sup> HICKS, John Richard. *Monetary Theory and History: An Attempt at Perspective*. In: HICKS, John Richard (Ed.). **Critical Essays in Monetary Theory**. Oxford: Clarendon Press, 1967, p. 155-173.

Com efeito, esse parece ser também o caminho percorrido pela própria teoria monetária que, ao longo de sua evolução – e aqui se discute a acepção darwiniana de que evolução não significa progresso –, passou por algumas modificações, entre as quais, da teoria quantitativa da moeda, à crítica de Keynes, ao monetarismo de Friedman, à crítica pós-keynesiana, aos novos-clássicos, aos novos keynesianos e à Teoria Monetária Moderna. Em síntese, pode-se afirmar que o debate entre as diversas correntes gira em torno, primeiro, da aceitação ou não da oferta de moeda como uma variável endógena, e segundo, da forma de determinação da taxa de juros. Uma vez que são essas teorias que irão embasar as políticas econômicas, é de suma importância compreender o modo como cada uma se adapta à realidade. Além disso, reconhecer a influência que as diferentes teorias têm sobre a elaboração das políticas econômicas exigirá compreender a Ciência Econômica no âmbito de sua denominação original: Economia Política.

Um estudo que vise à imparcialidade deve assumir certo posicionamento metodológico, e, nesta linha, simpatiza-se com o modelo proposto por Lakatos, segundo o qual é necessário definir-se um Programa de Pesquisa Científica para interpretar a evolução das teorias. É justamente com este propósito que iniciamos o trabalho: mostrar que a teoria pós-keynesiana é progressiva no sentido que traz ao debate novos elementos que subsidiam a evolução da própria teoria. A convivência de diversos programas de pesquisa (como será visto, por exemplo, *estruturalistas* e *horizontalistas*) sugere esta variedade. Já o núcleo do programa será constituído a partir da “decisão metodológica de seus protagonistas”, ou seja, de uma convenção. E é para construção desta convenção que os esforços deste trabalho estarão direcionados.

Admitindo um processo constante de evolução cumulativa na construção da teoria econômica, o presente trabalho propõe uma conciliação entre duas vertentes pós-keynesianas: os *horizontalistas* (ou *acomodacionistas*) e os *estruturalistas*. Como resultado, quer-se apresentar a contribuição que as duas juntas prestam ao desenvolvimento de políticas econômicas.

Para tanto, o trabalho está organizado em 5 capítulos, sendo o primeiro esta Introdução. O segundo capítulo busca a origem da crítica de John Maynard Keynes à Teoria Quantitativa da Moeda e à Lei de Say, nas obras *Treatise on Money* (1930) e *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936). Serão salientadas as passagens que contribuíram para o desenvolvimento das teorias de oferta de moeda endógena e determinação exógena da taxa de juros da corrente pós-keynesiana, esta apresentada no terceiro capítulo. Esta será a base para a vertente *horizontalista*, fruto do trabalho de Nicholas Kaldor e Basil

Moore. A crítica a essa perspectiva permitiu o surgimento do *estruturalismo*, aqui representado por Hyman Minsky e Stephen Rousseas, dentre outros. A proposta de conciliação entre as vertentes nasce do modo como se incorpora a dinâmica do comportamento dos agentes (bancos e bancos centrais), conforme propõem Giuseppe Fontana e Mark Setterfield. O quarto capítulo trata das contribuições da teoria pós-keynesiana à análise da política monetária brasileira no período pós-Plano Real. Por fim, a Conclusão visa a, concomitantemente, sumarizar o estudo proposto e fornecer as bases para o desenvolvimento futuro do tema.

O desafio justifica-se na medida em que é exigido maior esclarecimento da própria teoria em construção a fim de constituir uma proposta alternativa de política econômica. Neste sentido, o presente trabalho busca retomar a discussão interna à corrente pós-keynesiana, apresentando uma conciliação que a unifique novamente e permita um debate mais coeso frente à teoria convencional.

## 2 JOHN MAYNARD KEYNES

*“I believe that a right understanding of the topics of this book is of enormous practical importance to the well-being of the world.”* (KEYNES, 2011, p. vii).

A atenção dada às questões monetárias nas obras de John Maynard Keynes justifica a sua importância ao longo deste trabalho. Os questionamentos por ele levantados perpassam suas três principais obras sobre o tema: o *Tract on Monetary Reform* (Tract) (1923), o *Treatise on Money* (TM) (1930) e o *The General Theory of Employment, Interest and Money* (TG) (1936). Pode-se incluir também alguns artigos resultantes dos debates após a publicação da TG.

Admite-se que é longo o debate a respeito da forma como Keynes incorpora a oferta de moeda durante a construção das suas obras. A resposta não é trivial, dada a complexidade e o grande período de tempo durante o qual Keynes refletiu sobre o tema. A análise do debate em torno do assunto seria, por si só, já bastante extensa para ser compreendida em um trabalho. Desse modo, aqui se pretende apenas colocar as questões de forma que a obra de Keynes sirva como referência para os desenvolvimentos posteriores. Com isso, procura-se fornecer a base sobre a qual se construiu a teoria da oferta de moeda endógena e da taxa de juros exógena.

Nesse ínterim, ao longo do capítulo, serão expostos, de maneira sistemática, os principais pontos de referência para o desenvolvimento posterior dos autores pós-keynesianos.

### 2.1 *Treatise on Money*

Ao se propor escrever o TM, Keynes deixava claro sua preocupação: a falta de um entendimento conciso a respeito da importância da moeda para o funcionamento da economia. É através dessa obra, portanto, que o autor elabora conceitos para determinar como a evolução da moeda, ou seja, sua constante transformação cumulativa ao longo do tempo, impõe a necessidade de melhor compreendê-la para melhor administrá-la.

#### 2.1.1 *Tipos de Dinheiro*

Keynes inicia o TM diferenciando *Money-of-Account* de *Money*. O primeiro surgiria a partir da existência de dívida, e, por meio de uma relação de preços (*price-lists*), geraria o

Poder de Compra. Por sua vez, *Money* seria o formato no qual o poder de compra é mantido para ser utilizado através da medida dada pelo *Money-of-Account*. Nas palavras do autor:

Perhaps we may elucidate the distinction between *money* and *money-of-account* by saying that the *money-of-account* is the *description* or *title* and the *money* is the *thing* which answers to the description. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 3-4, grifo do autor).

A necessidade de se diferenciar a forma (*Money*) do conteúdo (*Money-of-Account*) à medida que *Money* (*the thing*) pode mudar, enquanto sua descrição se mantém a mesma. Keynes faz uma analogia entre o Rei da Inglaterra e o Rei George. E mais, ele utiliza essa metáfora para justificar sua posição Cartalista, derivada de Knapp, de que o Estado é quem decide qual é a moeda (*the thing*), assim como é ele quem nomeia o Rei. Na visão de Keynes, a evolução teria ocorrido de uma Idade da Troca para uma Idade da Moeda, a partir do momento em que surgiu o *Money-of-Account*. Em seguida, com a criação do *State Money*, ingressou-se na Idade Cartalista, em que o Estado estipula qual moeda corresponde à unidade de conta.

Quando o *Money-of-Account* é empregado para representar uma dívida (*offers of contract, contracts, ou acknowledgment-of-debt*) dá-se o passo necessário a fim de introduzir um substituto para o *Money-proper*, nesse caso chamado de *Bank-Money*:

Bank-Money is simply an acknowledgment of a private debt, expressed in the *money-of-account*, which is used by passing from one hand to another, alternatively with *Money-Proper*, to settle a transaction. We thus have side by side *State-Money* or *Money-Proper* and *Bank-Money* or *Acknowledgments-of-Debt*. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 6).

É a existência do *Bank-Money* que irá elevar a importância do Sistema Bancário na economia, bem como alterar e dificultar o controle da oferta monetária por parte das autoridades. Por esse motivo, como será visto, tanto Kaldor quanto Moore salientam que a existência do *Bank-Money* elimina a possibilidade de se tratar a oferta de moeda como se tratava em um regime monetário baseado no *Commoditie-Money*. Assim, o monetarismo já não seria mais eficaz, pois a moeda é criada dentro do sistema bancário. Contudo, como ficará claro adiante, a diferença primordial que Keynes levanta aqui é que a existência do *Bank-Money* modifica a administração do *Managed Money*, ou seja, a criação de moeda por parte dos bancos incorporada no TM altera a forma como o banco central irá administrar a quantidade de moeda, mas não necessariamente elimina esta possibilidade.

A perspectiva Cartalista em Keynes pode ser apresentada quando o Estado aceita como moeda de circulação um título emitido por meio de sua própria dívida. Ou seja, quando uma dívida é criada pelo próprio Estado, gerando um *Bank-Money*, e, depois, transformada em *Money-Proper*. Neste caso, o Estado estaria fazendo uso de sua prerrogativa Cartalista e

impondo legalmente o reconhecimento de uma dívida (*Bank-Money*) como *Money-Proper*. A este *Money-Proper* Keynes chama de *Representative-Money*. Dessa forma, pode-se dizer que, historicamente, muitos *Representative-State-Money* derivam de um *Bank-Money* adotado pelo Estado como “moeda de curso legal” (*legal-tender*).

A partir disso, Keynes define os formatos de *State-Money*:

- a) *Commodity-Money*: definidos como elementos que são obtidos livremente, sem monopólio sobre a produção, cuja oferta é governada pela escassez ou custo de produção;
- b) *Fiat Money*: elemento cujo valor intrínseco é divorciado do seu valor de face. É criado e emitido pelo Estado, mas não é conversível em nenhum outro elemento, ou seja, não possui nenhum padrão como referência;
- c) *Managed Money*: é similar ao *Fiat-Money*, exceto pelo fato de que o Estado estipula sua conversibilidade em algum padrão.

Com efeito, o *Managed Money* guarda características dos dois outros tipos, podendo ser considerado um híbrido, pois tem relação com um padrão (*Commodity-Money*) e é representativo (*Fiat-Money*). Keynes declara então que o *Managed Money* é uma forma mais genérica, pois quando o Estado estipula sua emissão baseada 100% na posse de uma mercadoria, ele torna a moeda *Commodity-Money*. Contudo, quando se aparta totalmente desta mercadoria, ou deste padrão, ele a torna um *Fiat-Money*.

Com isso, Keynes chega à existência de 4 instrumentos de troca: *Commodity-Money*, *Managed-Money*, *Fiat Money* e *Bank Money*. Destes, somente o último não é *Money-Proper*, e sim um *acknowledgment-of-debt*.

Mais à frente, Keynes conclui que a ligação essencial entre o *Commodity-Money* e o *Representative-Money* é que o primeiro possui oferta limitada pela escassez absoluta, e não pelo custo de produção, e sua demanda deriva de seu valor intrínseco em outros usos. Para o segundo, o Estado tem papel importante na oferta e a demanda deriva da lei ou de convenções.

A utilização do *Bank-Money* parece ocorrer há tanto tempo quanto o *Money-Proper*<sup>2</sup>, e deriva do fato de que a troca dos reconhecimentos de dívida é tão útil quanto a troca em

---

<sup>2</sup> Graeber (2011) prestou evidências recentemente, ao argumentar como a moeda surgiu a partir da representação de uma obrigação, tornando essa uma dívida. Nesse caso, como o autor argumenta, seria um mito a ideia de

termos nos quais as dívidas são expressas. Enquanto há confiança de que as dívidas podem ser convertidas em *Money-Proper*, o *Bank-Money* facilita as transações e pode ser considerado como um.

No entanto, Keynes chama atenção para o fato de que, inicialmente, o banco central agia como se tivesse controle total sobre o meio circulante simplesmente por limitar a emissão de moeda de acordo com o padrão. Dessa forma, o *Managed-Money* poderia ser mantido em paridade com o padrão estabelecido, fazendo com que o *Representative-Money* se comportasse exatamente como um *Commodity-Money*. Contudo, ao fazer isso, ignorou-se a presença do *Bank-Money* e sua relação com o fornecimento de crédito. O engano só foi superado quando se compreendeu a utilidade da *bank-rate* e sua utilização como um mecanismo para administrar o *Managed-Money* (o que denominou *management of Managed-Money*).

The sound principle consisted in the stress laid on the limitation of the quantity of the representative money as means of ensuring the maintenance of the standard. The confusion lay in the futile attempt to ignore the existence of Bank-Money and consequently the inter-relationships of Money and Bank-Credit, and to make Representative Money behave exactly as though it were Commodity Money. Indeed the confusion was so serious that it would probably have led to an actual breakdown if it had not been for a second sound principle [...], namely principle of Bank-rate. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 17).

E o autor conclui, como que justificando a importância da obra para a época:

But, whilst the practical efficacy of bank-rate became not merely familiar but an article of faith and dogma, its precise *modus operandi* and the varying results to be expected from its application in varying conditions were not clearly understood – and have not been clearly understood, in my opinion, down to this day. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 17, grifo do autor).

Ou seja, é necessário compreender que a moeda já não tem as mesmas características de mercadoria que possuía anteriormente e o controle de sua oferta não pode ser feito do modo como o era. O surgimento do *Bank-Money*, aliado à emissão atrelada não a uma mercadoria, mas a uma dívida do governo, exige que o controle se dê por meio de outras ferramentas que ao longo do TM serão exploradas: a taxa de juros e as, mais tarde discutidas, operações de mercado aberto (*open-market*).

### 2.1.2 A importância dos Bancos

Deriva da existência do *Bank-Money* a importância dada aos bancos no TM: é o funcionamento dessas instituições que leva à dificuldade de mensurar a quantidade de moeda

---

que a moeda deriva da superação do escambo. A moeda era utilizada como meio contábil para registrar as dívidas, e, a partir do momento que estas dívidas eram aceitas como meio de pagamento, tornavam-se moeda.

existente na economia. É por esse motivo, que em seu segundo capítulo, Keynes trata especificamente das formas pelas quais um banco cria créditos contra si próprio:

- a) quando autoriza um indivíduo a transferir um depósito para um banco (o próprio ou outro); e
- b) quando compra ativos, emitindo um crédito contra si mesmo (ou em favor de um tomador) com a promessa de reembolso futuro.

Ao mesmo tempo em que está emitindo créditos a serem depositados em outros bancos, também estará recebendo créditos de outros bancos, de forma que deve administrar diariamente sua posição em direção à equalização entre os passivos emitidos e os ativos recebidos. Com isso, tem-se que:

[...] the rate at which the bank can, with safety, *actively* create deposits by lending and investing has to be in a proper relation to the rate at which it is *passively* creating them against the receipt of liquid resources from its depositors. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 25, grifo do autor).

É interessante perceber que Keynes, à época, já expressava um mecanismo depois adotado tanto por pós-keynesianos como pelos circulacionistas<sup>3</sup>: a forma como empréstimos-criam-depósitos. Sua concepção pode ser verificada na seguinte passagem:

Even if we look at the matter from the standpoint of one bank amongst many, it is apparent that the rate at which a bank passively creates deposits partly depends on the rate at which it is actively creating them. For, although the borrowing customers will probably pay away promptly the proceeds of their loans, some of those to whom they pay them may be depositors-customers of the same bank. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 25-26).

Após supor uma economia fechada, na qual se usa somente o cheque (*check*) como pagamento, sem a necessidade de dinheiro (*cash*), Keynes observa que, caso os bancos mantenham certa constância na expansão dos empréstimos, não há limite para a quantidade de *Bank-Money* a ser criado, uma vez que o crédito dado por um banco será depositado em outro, permitindo que esse expanda seus empréstimos da mesma forma, os quais serão depositados em outro, e assim sucessivamente. A expansão não teria limites, contanto que os bancos mantenham constância e paridade no ritmo de crescimento. Contudo, resultaria daí um problema de instabilidade do sistema bancário:

---

<sup>3</sup> Refere-se aos autores da “Teoria do Circuito Monetário” (*Monetary Circuit Theory*). Neste trabalho, não se analisará especificamente os autores dessa abordagem. No entanto, em Parguez e Seccarecia (2000), pode-se encontrar uma apresentação dos circulacionistas (ou circuitistas), bem como uma proposta de aproximação com os pós-keynesianos, principalmente através da vertente horizontalista. Para uma crítica pós-keynesiana aos circuitistas e horizontalistas, ver Freitas (1999).

A monetary system of this kind would possess an inherent instability; for any event which tended to influence the behavior of the majority of the banks in the same direction whether backwards or forwards, would meet with no resistance and would be capable of setting up a violent movement of the whole system. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 27).

Admitindo agora que se pode transformar os cheques em dinheiro (*cash*), tem-se que, dada uma proporção de *cash* sobre *Bank-Money*, o banco estará limitado a emitir créditos conforme a disponibilidade de *cash*, visto que a quantidade em circulação não está sob seu controle<sup>4</sup>. A dificuldade em equilibrar os créditos e débitos perante outros bancos diariamente, fez com que se criasse uma *Clearing House*, “[...] which calculates each day how much is due on balance to (or from) any bank from (or to) other banks.” (KEYNES, 2011, v. 1, p. 28). Para tanto, utiliza-se o *Central Bank-Money*.

Keynes ressalta que um banco irá decidir a proporção dos depósitos que manterá como reserva, e tentará conservá-la próximo do estipulado, pois caso eleve de modo exagerado as reservas, estará auferindo menos lucro do que possível. Além disso, deve-se considerar a totalidade dos bancos: caso um esteja emprestando de forma demasiada perante os demais, ele verá sua razão depósitos-reservas diminuir excessivamente, restringindo seus empréstimos. Assim, “[...] it is the aggregate of the reserve-resources which determines the ‘pace’ which is common to the banking system as a whole.” (KEYNES, 2011, v. 1, p. 29).

Mas o que definiria o ritmo (*pace*) da totalidade dos bancos? Assumindo que o banco central emite as reservas utilizadas na *Clearing House*, “[...] Central Bank is the conductor of the orchestra and sets the tempo.” (KEYNES, 2011, v. 1, p. 30). Contudo, pode-se escapar da discricção do banco central, e passar a agir segundo uma regra “automática”. E mais, pode ocorrer dos Bancos-Membros possuírem poder suficiente para criar depósitos perante o banco central ou sacar a partir da emissão de notas.

In this case, sympathetic movements on the part of the Member Banks will gather strength as they go and provide their own food in the shape of increased reserve-resources, with the result that it will be difficult to restrain the inherent instability of the system. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 30).

De qualquer modo, apesar de reconhecer que os bancos criam depósitos, Keynes admite que existam limites para um banco reduzir sua razão depósitos-reservas individualmente:

But it is equally clear that the rate at which an individual bank creates deposits on its own initiative is subject to certain rules and limitations; - it must keep step with other banks and cannot raise its own deposits relatively to the total deposits out of

---

<sup>4</sup> Avançando na discussão, Keynes irá justificar a menor necessidade de controle sobre os bancos na parte continental da Europa devido ao hábito das pessoas manterem maior dinheiro no formato *cash*, em vez de depósitos ou cheques. Ou seja, este costume diminui a capacidade dos bancos de expandirem seus créditos, conforme será visto adiante.

proportion to its quota of the banking business of the country. Finally, the 'pace' common to all the Member Banks is governed by the aggregate of their reserve-resources. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 30).

Destarte, tem-se que Keynes admite a inversão na criação de moeda: os bancos criam os depósitos por meio dos empréstimos. Entretanto, ele mantém a posição de que há limites para esta expansão: a disponibilidade de reservas. Como veremos, este limite pode ser dado por meio de regulamentação ou de convenções.

A partir daí, Keynes analisa o que determinaria a quantidade de moeda. Para tanto, ele irá investigar como a quantidade de *Bank-Money* se relaciona com o *reserve-money* e como este é administrado. Ficará claro que:

The quantity of Bank-Money, i.e. of Bank-deposits, depends, therefore, on the amount of the reserves of the member banks and on the reserve-ratios at which the member banks are aiming either in conformity with law or convention or to suit their own convenience. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 52).

Keynes mostra na seção seguinte a estabilidade da razão de reservas entre bancos de mesmo caráter, embora com alguma variação de prazo mais longo. Os bancos mantêm suas reservas próximas à taxa estipulada sem exibir nenhuma correlação com o nível de comércio. Além disso, todos utilizam ao máximo suas reservas. Em conclusão, Keynes diz que os bancos não têm nenhum controle efetivo sobre o agregado de depósitos, a menos que controlassem as próprias reservas<sup>5</sup>. Nas palavras do autor:

Thus, in practice, the Member Banks exercise no effective control whatever over the aggregate of their deposits – unless they are in a position to control the aggregate of their Reserves [...]. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 54).

Segue-se uma análise das reservas mantidas por bancos da parte continental europeia, da Inglaterra e dos Estados Unidos. Na Inglaterra, o nível de reservas que um banco deve manter perante seus depósitos era fruto do costume e das convenções. Nesse caso, ele não manteria níveis abaixo dos demais para não perder prestígio perante os clientes. Ao estudar o sistema monetário britânico, Keynes conclui que, no pós-Guerra, o Banco da Inglaterra possuía controle sobre a criação de crédito, uma vez ele mantinha as reservas nível convencionado:

The Bank of England has evolved the perfect method for transferring to the Central Authority the complete control of the members of the banking system of the country. It is not an exaggeration to say that the individual Member Banks have virtually no power to influence the aggregate volume of bank-money – unless they depart from their reserve-ratio conventions, and even then the old position is restored if the Bank of England sells investments to a corresponding amount. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 231).

---

<sup>5</sup> Será a generalização da função de *emprestador de última instância* que irá permitir o controle das reservas pelos próprios bancos. Tal perspectiva será explorada no capítulo 3.

Entretanto, Keynes faz uma ressalva: os bancos sabiam quando suas reservas iam ser medidas, e, nestes dias, mantinham uma taxa proporcional aos demais. No restante do mês, ultrapassavam aquele nível sem que isso criasse desconfiança sobre sua gestão. Keynes cita inclusive uma frase do presidente de um banco, na qual se assume que as reservas publicadas são “to a certain extent fictitious” (KEYNES, 2011, v. 2, p. 57). No penúltimo capítulo do volume II, Keynes será mais extremo ao comentar sobre a ação do Banco da Inglaterra, ao reforçar que este estipula a taxa de juros *e* a quantidade de *Bank-Money*, seja por meio do “terror”, do acordo ou de convenções.

O sistema europeu da parte continental seria menos controlado, pois não havia rigidez na manutenção de um nível de reservas bancárias. Contudo, o fato de se utilizar prioritariamente as *bank-notes*, em vez dos cheques, inibia a criação de crédito, dado que diminuía o multiplicador associado ao depósito direto em outro banco. Dessa forma, havia menor necessidade de controle.

Nos Estados Unidos, o nível era estipulado por meio do já criado *Federal Reserve System* (FED). A fim de evitar o problema enfrentado pela Inglaterra, as verificações das reservas dos bancos membros eram feitas de modo esporádico, em intervalos irregulares. De qualquer modo, ali também os bancos mantinham o nível de reservas no limite do permitido.

O sistema norte-americano desenvolvido pelo FED era um híbrido dos dois: tinha mais controle sobre as reservas, que eram determinadas por lei e não por convenções, contudo possuía a função de “emprestador de reservas” por meio do redesconto, como observa Keynes:

There is all the difference in the world between a system in which, to adopt London parlance, the market is *habitually* “in” the Bank to a certain extent as in America, and one in which it is only “in” the Bank *temporarily* or as a last resort when it has been taken by surprise, as in London. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 235, grifo nosso).

Nos EUA, o FED está disposto a emprestar qualquer quantidade de reservas, impondo apenas uma condição: a remuneração será aquela estipulada pela sua taxa de juros. Uma vez estabelecida, não há limites para o empréstimo. No entanto, desde 1925, haveria surgido uma convenção que os bancos só deveriam utilizar o redesconto por períodos breves e, embora o FED não pudesse controlar genericamente o agregado, poderia limitar o abuso no uso do instrumento de cada banco individualmente. Sendo assim:

The general result is that the Federal Reserve system has approached nearer to the Bank of England system than was the case at first, and also that “open-market policy” has come to be of fundamental importance determining the volume of bank-money. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 243).

Keynes questiona o motivo de se estipular, seja por convenção ou por lei, um nível mínimo de reservas. Chega a dois pontos:

- a) uma questão de *path-dependence* por tentar manter características de *Commodity-Money* em um *Representative-Money*; e
- b) a obrigação de manter reservas acima do necessário é uma maneira de fazer com que os bancos contribuam com os custos que o banco central tem em manter a moeda.

O segundo motivo pode ser explicado devido ao serviço que o banco central presta ao fornecer liquidez às notas quando os bancos necessitam. Dessa forma, a parcela de reservas para as quais não há remuneração de juros serve para cobrir e desempenhar essa função de prover liquidez ao sistema, para que não haja um colapso (*break down*). É interessante notar que, nesse ponto, há um interesse maior no risco global do sistema bancário e não somente em um banco individualmente.

É por essa razão que Keynes questiona o fato de se deixar aos próprios bancos a decisão sobre o nível ótimo de reservas: as reservas necessárias para manter um banco central forte o suficiente para impor suas vontades sobre o sistema bancário é maior do que aquelas que os bancos teriam apenas para manter as transações e a lucratividade de suas instituições individualmente. Nesse caso, haveria a necessidade de o banco central tomar as rédeas da decisão quanto ao nível mínimo de reservas. Não por outro motivo, Keynes conclui que:

[...] the American system of regulating by law the amount of the Member Bank Reserves is preferable to the English system of depending on an ill-defined and somewhat precarious convention. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 74).

É válido salientar que Keynes mantinha uma visão pró-ativa da ação dos bancos, ou seja, considerava a atividade bancária como qualquer outra sujeita à competição e ao lucro, sendo que, se não fosse o controle imposto pela lei ou pelo costume, não haveria limite para a fragilização, como expresso na sentença:

That the member banks should wish to work as close as possible to their legal minima is explained by the natural incentive to keep down the assets not earning interest. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 64).

É importante ainda ressaltar que, na ocasião, o FED estava sempre ao lado para prover reservas caso necessário, o que seria mais tarde utilizado pelos horizontalistas:

Any deficiency in reserve can be quickly made good by discounting at the Federal Reserve Bank. Any excess can be immediately loaned in the Call Market, and used in due to let bills run off. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 64).

Contudo, não admite a utilização destas reservas do modo livre como os horizontalistas defenderão:

Thus the facts show that, in the banking conditions which now exist in England and the United States, the aggregate of bank-deposits [...] is a multiple, as nearly as possible constant, of the “reserves” of the member banks. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 64).

A partir da constatação de que os bancos não têm liberdade suficiente para decidir completamente a expansão de seus empréstimos, Keynes conclui que o banco decide não a quantidade que irá emprestar, mas o tipo de empréstimo que irá fazer. Após excetuar os momentos em que os bancos interferem nas próprias reservas, complementa<sup>6</sup>:

[...] what bankers are ordinarily deciding is, not *how much* they will lend in the aggregate – this is mainly settled for them by the state of their reserves – but in *what forms* they will lend – in what proportions they will divide their resources between the different kinds of investment which are open to them. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 67, grifo do autor).

A decisão irá depender de um *trade-off* entre *rentabilidade* e *liquidez* que cada alternativa proporciona. Assim, como Paula (2014) observa, pode-se definir uma estratégia de composição do portfólio de ativos dos bancos segundo o *trade-off* entre rentabilidade e liquidez. Estaria aqui a importância do conceito de preferência pela liquidez para o funcionamento do sistema bancário. Uma vez que a presença de incerteza é inerente à atividade bancária, a preferência pela liquidez em momentos de maior incerteza guia a estratégia dos bancos em favor de ativos mais líquidos e de menor rentabilidade, diminuindo o crédito disponível para seus clientes. Por outro lado, quando as expectativas tornam-se melhores, os bancos irão buscar rentabilidade através dos adiantamentos, abrindo mão da liquidez de seus ativos.

### 2.1.3 O Banco Central e os Bancos-Membros

Ao apresentar duas visões opostas e extremas a respeito da atividade bancária, Keynes enfim adentra no território da política monetária e da administração da moeda por parte do banco central.

As visões antagônicas são apresentadas como um questionamento da dupla função exercida pelos bancos. O sistema bancário seria responsável por combinar duas funções:

- a) preservar os padrões estabelecidos no *Representative-Money*; e

---

<sup>6</sup> Até o momento, discute-se a administração dos *ativos* bancários. Porém, quando se considera a capacidade de gerenciar o *passivo* na atividade bancária, tem-se a construção da teoria que permitiu Hyman Minsky elaborar a hipótese de fragilidade financeira, conforme será visto na seção 3.2.1 (MINSKY, 2008b). É também a administração dos passivos que irá permitir Moore (1988a) desenvolver a perspectiva radical de perfeita elasticidade da oferta monetária que geraria a curva de oferta horizontalista, pauta da seção 3.1.2.

- b) prover os empréstimos demandados através do equilíbrio da taxa de juros (por exemplo, à taxa natural de juros).

Contudo, o equilíbrio só seria sustentável caso os bancos aceitassem os deveres (primeira função), juntamente com seus direitos (segunda função). Haveria duas perspectivas normativas para os bancos, descrita por dois “agentes representativos”: os *banqueiros*, que por meio da experiência admitem a necessidade de controlar os empréstimos; e o nível mais extremo dos *hereges*, que tendem a acreditar que não há limites pelos quais os bancos devam se prender, uma vez que a moeda criada através dos empréstimos adquire seu valor pela atividade que fomenta. Nesse caso, por meio do provimento dos recursos conforme a demanda, haveria sempre uma maneira de alcançar o pleno emprego dos fatores de produção.

Para os *hereges*, o limite sobre a criação de crédito é inventado pelos banqueiros para criar uma escassez que justifique a cobrança de juros e, assim, permita gerar lucro na atividade. Já os *banqueiros*, de modo nada convincente, argumentavam que dependem apenas da matéria-prima para a criação de crédito: as reservas em ouro. Se criarem crédito além do possível, haveria uma fuga de ouro, impedindo sua conversibilidade. Caso não houvesse padrão-ouro, ocorreria desvalorização da moeda e aumento dos preços dos importados. Mas os *hereges* não entenderiam como a circulação de moeda teria uma relação com a quantidade de barras de ouro armazenada sob a terra em algum lugar da Inglaterra.

Conciliando as duas perspectivas, Keynes argumenta que o verdadeiro limite para a expansão do crédito encontra-se no equilíbrio entre o custo dos novos investimentos e o custo de captação da poupança:

[...] bankers are only entitled to create credit, without laying themselves open to the charge of inflationary tendencies, if the net effect of such credit creation on the value of new investment is not to raise the value of such investment above the amount of the current savings of the public; and, similarly, they will lay themselves open to the charge of deflationary action unless they create enough credit to prevent the value of new investment from falling below the amount of current savings. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 220).

Dessa forma, nem os *hereges*, nem os *banqueiros*, teriam a solução para a estabilidade:

The banks determine how much they will lend by reference to the quantity of their reserves (though this practice is, of course, forced on them by existing currency systems); whilst the heretics would have them determine it by reference to the quantity of the factors of production available to be employed; but neither of them propose to determine it by reference to the equilibrium between saving and investment, though this is the only criterion which would preserve the stability of prices. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 222).

Restaria questionar como garantir que os bancos mantivessem este equilíbrio. E é exatamente isto que Keynes faz no capítulo 31 do TM, intitulado *The Management of Money*, no qual se aborda o problema da gestão do dinheiro no sistema econômico. Suas palavras são bem claras quando estabelece que o sistema bancário não tem controle direto sobre o preço das mercadorias e dos fatores de produção. Muito menos o banco central tem controle direto sobre a quantidade de moeda. A única ferramenta através da qual a autoridade monetária pode diretamente influir é a taxa de desconto. Dessa forma, para o autor, o controle dos preços seria feito por meio do controle sobre a taxa de investimento.

Fica explícito aqui que Keynes não tinha dúvidas a respeito da importância da taxa de juros para a taxa de investimento, o que, por sua vez, geraria um efeito sobre o nível geral de preços, bem como sobre os lucros e sobre a remuneração nominal dos fatores de produção, como esclarece:

The Banking System has no direct control over the prices of individual commodities or over the rates of Money-earnings of the factors of production. Nor has it, in reality, any *direct* control over the quantity of money; for it is characteristic of modern systems that the Central Bank is ready to buy for money at a stipulated rate of discount any quantity of securities of certain approved types.

Thus – in spite of the qualifications which we shall have to introduce later in respect of the so-called “open-market” operations of Central Banks – it is broadly true to say that the governor of the whole system is the rate of discount. For this is the only factor which is directly subject to the will and *fiat* of the central authority, so that it is from this that induced changes in all other factors must flow.

This means, in substance, that the control of prices is exercised in the contemporary world *through the control of the rate of investment*. There is nothing that the central authority can do, whether it operates by means of the bank-rate or by means of open-market dealings, except to influence the rate of investment. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 211-212, grifo do autor).

Desta longa passagem pode-se concluir que Keynes reconhece que o banco central não tem controle direto sobre a oferta de moeda. Assume que o único controle direto era sobre a taxa básica de juros, à qual a Autoridade Monetária iria prover os recursos demandados. Contudo, por meio da administração da taxa de juros, conjuntamente às operações de *open-market*, seria capaz de influenciar o acesso às reservas e, desse modo, a taxa de investimento, o produto e os preços. Portanto, ao mesmo tempo em que Keynes acredita que o banco central está disposto a ceder quantas reservas forem solicitadas ao preço estipulado (à taxa de juros), o controle da taxa de juros é uma ferramenta suficiente para controlar a taxa de investimento. Assim, como Cardim de Carvalho (2013) esclarece, o que Keynes estaria propondo é apenas uma mudança na questão operacional:

[...] *central banks control it [quantity of Money] precisely through the choice of a value for the bank rate; that is, the cost of reserves*. In other words, Keynes knew that central banks set an interest rate instead of directly imposing quantity limits, but

he considered this to be a minor point, merely a question of *operational procedures*. (CARDIM DE CARVALHO, 2013, p. 436, grifo do autor)

Como veremos, esta perspectiva se tornará cara à vertente horizontalista desenvolvida por Kaldor e Moore. Estes autores consideram uma posição mais radical, na qual o banco central, uma vez definida a taxa de juros, fornece quantas reservas forem demandadas pelo sistema bancário. Dessa forma, quando consideram a função de Emprestador de Última Instância (LOLR na sigla em inglês – *lender of last resort*), chegam à conclusão que não há controle algum sobre a oferta de moeda, visto que para manter a estabilidade financeira, o banco central se verá obrigado a prover reservas, corroborando a anterior expansão monetária.

O Capítulo 32, intitulado *The Control of the member Banks*, torna ainda mais difícil a compreensão de como Moore e Kaldor poderão argumentar, anos depois, o conceito radical de moeda endógena a partir da teoria keynesiana:

The first necessity of a Central Bank, charged with responsibility for the management of the monetary system as a whole, is to make sure that it has an unchallengeable control over the total volume of bank-money created by its Member Banks. We have seen [...] that the latter is determined, either rigidly or within certain defined limits, by the amount of the Member Banks' Reserve-resources. The first question, therefore, is how the Central Bank can control the amount of its Member Banks' Reserves. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 225)

Uma vez que o banco central é o emissor de moeda, Keynes chega à conclusão que a quantidade de moeda (*cash*) e de *Bank-Money* está diretamente relacionada com os ativos possuídos pelo banco central. Isso quer dizer que, se a instituição conseguir controlar seus ativos, poderá controlar a quantidade de moeda. Os bancos só poderão expandir suas reservas se condicionarem o banco central a expandir seus ativos, contudo, se o banco central, controla os ativos, irá controlar o dinheiro (*cash*) e o *Bank-Money*. Keynes parte então para explicar o que compõe os ativos dos bancos centrais:

- a) ouro: caso exista plena convertibilidade, estaria além do controle do banco central, passando a depender das condições externas. Keynes considera, no entanto, que as reservas em ouro estão, ao menos parcialmente, sob controle do banco central por meio da administração da taxa de juros;
- b) investimentos: estão sob total controle do banco central, uma vez que é ele quem decide sua aplicação por meio das operações de mercado-aberto (*open-market policy*);
- c) adiantamentos (*advances*): estão, ao menos parcialmente, sob controle do banco central por meio da administração da taxa de juros (*bank-rate*).

Como dito anteriormente, a política de ação dos bancos centrais da época recaía, pois, sobre duas práticas: *open-market policy* e *bank-rate*. A importância da taxa de juros para a política monetária surge do seu impacto sobre demanda por reservas, conforme apresentado nessa seção; haverá também o impacto sobre o equilíbrio entre *Saving-Deposits* e os novos investimentos, ou seja, sobre a taxa de investimento, conforme será discutido na circulação entre as esferas financeira e industrial, entre as expectativas *bear* e *bull*, e o papel dos bancos no equilíbrio. Por esse motivo, a próxima seção apresenta as ideias de Keynes quanto à taxa de juros, no TM.

#### 2.1.4 As esferas de Circulação Financeira e Industrial e o Abandono da TQM

Após desenvolver uma taxonomia complexa em torno dos tipos e dos motivos da alocação de recursos por parte dos agentes, estruturadas no Apêndice A, Keynes elabora a justificativa para diferenciar uma Circulação Financeira de uma Circulação Industrial.

A primeira divisão proposta por Keynes propõe a separação entre *cash-deposits* e *saving-deposits*, conforme descrito abaixo:

- a) *Cash-deposits*: parcela da renda que está disponível para ser utilizada no curto prazo<sup>7</sup> e divide-se em:
  - *Income-deposits*: diz respeito à parcela do rendimento guardada para suprir os gastos pessoais;
  - *Business-deposits*: parcela da renda utilizada para quaisquer transações das empresas. Divide-se em *Business-deposits A* e *B*.
- b) *Saving-deposits*: parcela do rendimento que é guardada sem a intenção de ser utilizada imediatamente para cobrir outros gastos.

A partir daí, pode-se definir que a Circulação Industrial (*Industrial Circulation*) é formada pela parcela da renda das empresas e das famílias utilizada para os gastos pessoais (*income deposits*) e para o pagamento dos fatores de produção e de outras relações comerciais

<sup>7</sup> Keynes faz uma análise sobre a existência de facilidades que suprem a necessidade de *cash-deposits* sem a previsão por parte do depositante. O “cheque-especial” (*overdraft*) permite que o depositante torne-se devedor perante o banco, a partir do fornecimento de recursos com base em um acordo prévio com o banco. O fato de os bancos não contabilizarem o montante de cheque-especial não utilizado em seu passivo (pois é um dinheiro à disposição do cliente) e ativo (pois gera uma dívida para com o banco) impede um cálculo preciso da oferta de Bank-Money. A existência do cheque-especial será utilizada em artigo de 1937c, quando Keynes apresenta o *Finance-motive*, como uma das maneiras de avaliar uma expansão da demanda por moeda sem restrição por parte do banco central.

(*business deposits A*). Assim, pode ser considerada como uma função estável do produto corrente.

Por sua vez, a Circulação Financeira (*Financial Circulation*) é formada pela poupança das empresas e famílias (*saving deposits*), bem como pela parcela da renda das empresas destinada a aguardar por potenciais transações especulativas (com bens de capital ou títulos do governo) (*business deposits B*). Desta vez, não há necessariamente relação com o produto. O volume da Circulação Financeira está sujeito a inúmeras e incalculáveis flutuações, dependendo do “state of speculative sentiment” (KEYNES, 2011, v. 1, p. 48).

Analicamente, tem-se:

$$k_1 = \frac{\text{income-deposits } (M_1)}{\text{income-transactions}} = \frac{1}{v_1} \propto f(Y)$$

$$k_2 = \frac{\text{business-deposits } (M_2)}{\text{business-transactions}} = \frac{1}{v_2} \not\propto f(Y)$$

Desde já, Keynes atenta para o fato de que  $k$  pode ser admitido como o inverso da velocidade da moeda e, portanto, questiona o pressuposto clássico de estabilidade na velocidade de circulação que é longamente utilizado na Teoria Quantitativa da Moeda. Enquanto  $k_1$  pode ser assumido como uma proporção estável do produto, não há nada que garanta que  $k_2$  também guarde relação estável. Ou seja, a velocidade de circulação na Esfera Financeira não pode ser assumida como constante. A velocidade da moeda ( $V$ ) irá depender não somente de  $v_1$  e  $v_2$ , mas também da proporção mantida como *Income-deposits* ( $M_1$ ) e como *Business-deposits* ( $M_2$ ), como indica a equação abaixo:

Sendo,

$$V = \frac{M_1 \cdot v_1 + M_2 \cdot v_2}{M_1 + M_2}$$

Nesse caso, não existe uma *velocidade da moeda* ( $V$ ), pois ela pode variar devido a uma mudança na proporção entre  $M_1$  e  $M_2$ . A analogia utilizada por Keynes facilita a compreensão:

[...] just as the velocity of transport of London passengers by tram and train might increase without there being any change in the velocities of trams or trains, because of an increase in the proportion of passengers travelling by trains. (KEYNES, 2011, v. 2, p. 23).

Até o momento diferenciamos as Esferas de circulação conforme parcela da renda. Contudo, seguindo a diferenciação entre as Esferas Industrial e Financeira, Keynes refina esta divisão com vistas à esclarecer quais são os objetos que se transacionam em cada esfera:

- a) Indústria: atividade envolvida com a manutenção do processo normal de produção, distribuição e troca, sendo responsável pela remuneração dos fatores de produção; e
- b) Finanças: atividades envolvidas com a posse ou transação de títulos, incluindo Mercado de Ações e Mercado Aberto, especulação e o processo de transmitir poupança e lucros para as mãos dos empresários.

Após algumas manipulações, Keynes chega à conclusão de que  $Industry = f(cash-deposits)$  e  $Finance = f(saving-deposits)$

O autor analisa então os determinantes do volume de circulação em cada esfera. Na esfera Industrial, o volume irá variar conforme a Renda Monetária. Na esfera Financeira, não há motivos para esperar que o volume seja próximo ao produto, pois o fluxo de produção é uma parcela pequena do estoque de riqueza ao qual a esfera Financeira pertence e, além disso, a capacidade de variação da velocidade dos *Business-deposits* B é tão grande, que a necessidade de ajuste na quantidade de moeda é pequena. Nesse caso, a influência maior sobre a Esfera Financeira virá do volume de *saving-deposits*, e, como constituem o principal determinante da esfera de Financeira de circulação, Keynes separa em duas categorias:

- a) *Saving-Deposits* A: uma categoria estável na qual se incluem aqueles que preferem manter suas poupanças na forma de depósitos em detrimento de títulos; e
- b) *Saving-Deposits* B: aqueles que mantêm certo valor no formato de depósitos, apenas por preferirem, no momento, ativos líquidos, ou seja, estarem em uma posição *bear*.

Keynes assume ter emprestado a denominação *bear* e *bull* do mercado financeiro: o estado *bear* refere-se ao momento no qual os agentes preferem manter suas posições em ativos líquidos, evitando a compra de títulos por esperar que seus preços caiam; por sua vez, o agente *bull* espera uma valorização dos títulos, procurando mantê-los na carteira. Dessa forma, em momentos de *bullish*, há uma tendência a reduzir a quantidade de *Saving-Deposits*.

Contudo, é necessário averiguar as alterações nos preços dos títulos conjuntamente com o volume de *Saving-Deposits*: caso o preço dos títulos aumente, enquanto os *Saving-Deposits* se retraem, há um *consenso* no sentimento *bull* por parte dos agentes, que abrem mão destes depósitos para comprar títulos. No entanto, caso os preços dos títulos aumentem juntamente ao volume de *Saving-Deposits*, há uma *divergência* no sentimento dos agentes, e o sistema bancário está servindo para direcionar os recursos da parte *bear* para a parte *bull*,

emprestando depósitos para os últimos elevarem suas posições nos títulos. E, como é a flutuação nos *Saving-deposits* B que irá determinar predominantemente a demanda Financeira por moeda, será a mudança na expectativa dos agentes que irá influenciar o fluxo de moeda entre as esferas Financeira e Industrial, bem como alterar a atratividade de novos investimentos. Nas palavras de Keynes:

We conclude, therefore, that changes in the financial situation are capable of causing changes in the value of money in two ways. They have the effect of altering the quantity of money available for the Industrial Circulation; and they may have the effect of altering the attractiveness of Investment. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 254).

É então que Keynes adentra no assunto do volume 2 de sua obra: a Teoria Aplicada da Moeda. Ele questiona qual seria a reação que o banco central deveria ter, a fim de corrigir os excessos e diminuir os impactos de uma mudança no sentimento dos agentes na flutuação do produto e do emprego. O banco central estaria com um dilema à frente: caso ele expanda a oferta de moeda a fim de que a esfera financeira não roube recursos da Esfera Industrial, ele pode fomentar ainda mais o espírito *bull*. Caso não ofereça estes recursos, pode restringir a disponibilidade de moeda na Esfera Industrial, iniciando um ciclo de deflação.

A primeira solução apresentada pelo autor está na administração da taxa de juros: o banco central deveria prover tantos recursos quanto fossem necessários para ambas as Esferas. Contudo, deveria estipular uma taxa de juros que equilibrasse o preço dos novos investimentos com a poupança. A função da autoridade monetária seria limitar o impacto da esfera financeira sobre o equilíbrio entre poupança e o preço dos novos investimentos, tal que:

[...] the stability of purchasing power and of output requires that the total deposits should be allowed to rise and fall *pari passu* with any changes in the volume of the Saving-deposits; but that the terms of lending should be adjusted – to the extent that this is practically possible – so as to balance the effect of bullish or bearish sentiment in the financial markets on the rate of new investment. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 255, grifo do autor).

Outra solução passaria por uma política de discriminação entre empréstimos para a Esfera Financeira e para a Esfera Industrial.

É interessante perceber que a diferenciação entre as Esferas ocorre para demonstrar a importância que uma tem sobre a outra, ou seja, o mecanismo através do qual flutuações da Esfera Financeira impactam sobre a Esfera Industrial. Percebe-se assim que uma diferenciação entre o lado real e o lado monetário (ou financeiro) é necessária justamente para demonstrar suas inter-relações e, de modo algum, justifica-se uma separação visando à isolar os dois lados.

Pode-se notar que Keynes difere profundamente da TQM em três pontos:

- a) a demanda por moeda não é função constante e proporcional do produto, pois a velocidade é variável;
- b) a flutuação na Esfera Financeira é capaz de alterar as variáveis reais presentes na Esfera Industrial;
- c) a correção dos desequilíbrios não ocorre por meio da quantidade de moeda, mas pela taxa de juros.

O assunto é retomado no capítulo 25 do volume 2 do TM: enquanto a proposta crua da TQM dizia que o controle da quantidade de moeda, *ceteris paribus*, é suficiente para determinar a oferta de *cash-facilities*, o tempo mostrou que este não era o único fator: havia o financiamento da guerra e flutuações nos preços. De qualquer modo, por se acreditar ser este o fator mais ‘controlável’, seguia-se tendo ele como o principal.

### 2.1.5 A taxa de juros pré-TG

Keynes discute a doutrina tradicional, que sustenta linhas de raciocínio, mesmo que implícitas:

- a) a *bank-rate* seria a forma de regular a quantidade de *Bank-Money*. A ideia de que um aumento da taxa de juros repercute na diminuição da quantidade de *Bank-Money*, reduzindo os preços, deriva diretamente da TQM. Keynes critica a relação direta e precisa com a qual a teoria utiliza uma ferramenta tão importante. Caso se admitisse as complicações e especificidades da relação, ao fim, ter-se-ia uma teoria completamente diferente;
- b) a utilização da *bank-rate* como forma de proteger as reservas;
- c) a utilização da *bank-rate* como forma de influenciar a taxa de investimento em relação à taxa de poupança.

The simplest way of putting the point, as I conceive it, is to say that to raise the Bank-rate discourages investment relatively to saving, and therefore lowers prices, which, by causing the receipts of entrepreneurs to fall below the normal, influences them to offer less employment all round; and this, sooner or later, brings down the rate of earnings in the same proportion as that in which prices have fallen; at which point a new position of equilibrium can be established. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 190-191).

Após discutir as teorias de Marshall, Hawtrey, Tooke e Wicksell, Keynes opta por aprofundar as ideias deste último. Embora seja próxima à primeira linha de raciocínio

apresentada anteriormente, Wicksell propõe a existência de uma “taxa natural de juros”, responsável por estabilizar os preços, ou seja, um nível no qual a taxa seria neutra em seus efeitos sobre os preços. Conforme as equações fundamentais de Keynes, a taxa natural de juros seria a responsável por equilibrar a poupança e o investimento, sendo que o canal de transmissão para tanto seria o investimento. Quando a taxa de juros estivesse abaixo da natural, haveria excesso de investimento sobre a poupança, levando a um aumento dos níveis de preço acima do custo de produção, elevando os ganhos dos empresários que iriam continuar neste ciclo enquanto a oferta de moeda se mantivesse suficiente para conservar a taxa de juros de mercado abaixo da natural (KEYNES, 2011, v. 1, p. 198). Keynes então exalta a contribuição de Wicksell, por perceber que a taxa de juros afeta o nível de preços por meio do impacto na taxa de investimento (não-especulativo).

De forma geral, Keynes define sua teoria da seguinte forma:

We have argued that a rise (e.g.) in the market-rate of interest upsets the balance between the value of investment and saving, unless a corresponding rise in the natural-rate occurs at the same time. It may do this either by stimulating saving or by retarding investment. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 201).

O canal de transmissão para afetar a *poupança* é direto: aumenta o rendimento que remunera a poupança, afetando sua taxa. Já o canal de transmissão para o *investimento* não é tão direto: o preço dos bens-de-capital (*capital-goods*) dependerá das alterações na expectativa de rendimento futuro e na taxa de juros pela qual este lucro futuro é capitalizado. O impacto também irá depender da maneira como os agentes incorporam as alterações na taxa de juros: se admitirem como sendo passageira e aguardarem a elevação futura dos preços dos *capital-goods*, eles irão comprar um investimento para vender em seguida, quando os preços “voltarem ao normal”.

Assim, os efeitos primários de uma elevação da taxa de juros são: a queda no preço do capital fixo afeta o preço dos bens de capital, gerando aumento na poupança. Os efeitos secundários são: a queda do preço do bem de capital desestimula sua produção. Da mesma forma, o aumento da poupança indica diminuição da parcela da renda dedicada aos bens de consumo, provocando queda em seus preços. Como efeito terciário, há o impacto na venda de bens de consumo derivada da redução da renda dos produtores de bem-de-capital.

Conforme a passagem anterior, ressalta-se que esses efeitos só não ocorrerão caso exista uma alteração de mesma proporção na taxa natural de juros:

At this stage, therefore, we have a fall both in P and in P', consequent losses to *all* classes of entrepreneurs, and a resulting diminution in the volume of employment which they offer to the factors of production at the existing rates of earnings. Thus a state of unemployment may be expected to ensue, and to continue, until the rise in

bank-rate is reversed or, by a chance, something happens to alter the natural-rate of interest so as to bring it back to equality with the new market-rate. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 206, grifo do autor).

Este comportamento leva-nos a crer que Keynes pressupunha uma taxa natural de juros diferente daquela proposta por Wicksell. Na verdade, apesar de Keynes aceitar o mecanismo pelo qual Wicksell analisa as alterações na *market-rate* frente à taxa natural, discorda da maneira pela qual se constrói o conceito. Isso porque, enquanto para Wicksell a taxa natural seria resultado do equilíbrio real dos fatores de produção, para Keynes outros elementos como expectativa de lucro e, por esse motivo, convenções, também a influenciam, não podendo mais considerá-la essencialmente resultado de fatores reais<sup>8</sup>.

There is also one more aggravation. So long as there is prospect of losses, the natural-rate of interest will fall below its normal level, thus widening the gap between the natural-rate and the market-rate, and requiring a reduction of the latter perhaps beyond what is practicable. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 207).

Quando discute alguns aspectos especiais da *bank-rate*, Keynes abre espaço para discutir o fato de que os bancos podem influenciar o volume de investimentos independentemente de alterações na taxa básica de juros, ou na curva de demanda por empréstimo dos tomadores. Não por outro motivo, em artigo de 1937, ele irá exaltar a importância dos bancos.

Por fim, o autor esclarece que para cada nível de taxa de juros está associada uma quantidade de moeda, que será afetada quando alterar-se a primeira. Contudo, a justificativa de que a ligação entre a taxa de juros e os preços se dê por meio de uma alteração simples e direta da quantidade de moeda é enganosa. Isto porque o impacto sobre a oferta de moeda irá depender dos motivos que levaram a uma alteração da taxa de juros.

Enfim:

But the fundamental reason for laying the stress on changes of bank-rate as affecting the level of the market-rate of interest relatively to the natural-rate, rather than on changes in the quantity of money, is this. Given associated changes in the total quantity of money and in the effective level of bank-rate respectively, it is *viâ* the latter that the ultimate modification in the purchasing power of money is generated, looking at the problem dynamically. The order of events is *not* that a change of bank-rate affects the price-level because, in order to make the new bank-rate effective, the quantity of money has to be altered. It is, rather, the other way round. A change in the quantity of money affects the price-level in the first instance relatively to the natural-rate; and it is only through the complex movements thus set up that a new equilibrium position is eventually reached, with a price-level corresponding to the new quantity of money. (KEYNES, 2011, v. 1, p. 219-220, grifo do autor).

---

<sup>8</sup> Como será visto, já no prefácio da Teoria Geral, Keynes irá explicitamente admitir esta diferença, criticando sua própria posição assumida no TM.

Nas seções seguintes, será visto como o restante da obra de Keynes contribuiu para explicitar a influência da taxa de juros sobre o emprego. Contudo o mecanismo não se restringe a modificações na quantidade de moeda, pois o emprego será a variável de ajuste, e não a taxa de juros.

## 2.2 Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda (TG)

Ainda no Prefácio da TG, Keynes adverte que haverá mais dificuldade para o leitor do que para ele próprio estabelecer uma relação entre o que se apresenta na TG e o que havia sido escrito no TM. Aquilo que, para ele, aparece como um refinamento das ideias aparentará, para o leitor, será uma mudança de opinião. A origem do problema, segundo o próprio Keynes, estaria na dificuldade de se desapegar totalmente das suas origens, visto que, como vimos, o livro foi uma tentativa de superar uma deficiência da teoria econômica, passando a considerar a importância da moeda na teoria da produção. Como o próprio autor reconheceu durante o prefácio da TG:

The difficulty lies, not in the new ideas, but in escaping from the old ones, which ramify, for those brought up as most of us have been, into every corner of our minds. (KEYNES, 2007, p. xvii).

A existência dessa dificuldade fez com que alguns capítulos do TM tenham falhado na tentativa e, por esse motivo, durante o prefácio à edição francesa, Keynes identifica na TG a derradeira fuga da TQM<sup>9</sup>. Mais que isso, poder-se-ia dizer que, se o TM representa a tentativa de livrar-se da TQM, a TG manifesta a ruptura com a Lei de Say<sup>10</sup>.

Nas próximas seções, alguns elementos do TM serão revistos, como o próprio Keynes sugeriu. Contudo, preferiu-se apresentar o conceito de *incerteza*, um aspecto fundamental no desenvolvimento da TG e que adquiriu ainda maior importância na teoria pós-keynesiana.

### 2.2.1 O Papel da Incerteza e das Convenções

Antes de iniciar a discussão das contribuições que a *Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda* (TG), de 1936, trará à obra de John Maynard Keynes, é necessário estabelecer um conceito que é elaborado somente no capítulo 12 deste livro: a incerteza à qual o autor se refere ao longo da obra é diferente daquela assumida pelos clássicos e neoclássicos.

<sup>9</sup> No original: “The following analysis registers my final escape from the confusions of the Quantity Theory, which once entangled me.” (KEYNES, 2007, p. xxiii).

<sup>10</sup> No original: “Perhaps I can best express to French readers what I claim for this book by saying that in the theory of production it is a final break-away from the doctrines of J. –B. Say [...]” (KEYNES, 2007, p. xxiv).

Keynes utiliza o conceito de incerteza conforme formalizado anteriormente em seu *Treatise on Probability*, de 1921, em que faz coro ao economista Frank Knight, diferenciando *incerteza de risco*.

Enquanto a *incerteza* trata de fatos não passíveis de serem probabilizados, o *risco* representa fatos aos quais se pode atribuir chances matemáticas de ocorrência. Nesse sentido, como será visto, quando se defende que o nível de investimento irá depender da taxa de juros e da eficiência marginal do capital (EmK), deve-se ter em mente que esta depende das expectativas de lucro futuro, ou seja, da expectativa quanto à capacidade de um investimento gerar mais dinheiro do que aquele que foi aplicado, seja por meio da valorização do ativo ou do rendimento futuro.

A importância do conceito de incerteza é enfatizada pela corrente pós-keynesiana, sendo que, na definição do termo, é fundamental ressaltar a noção de incerteza como algo não-probabilizável. Davidson (2002), por exemplo, faz uma diferenciação entre os conceitos de diversas teorias que podem considerar que:

- a) o futuro é predeterminado e pode ser totalmente conhecido pelos agentes;
- b) há uma incapacidade computacional do agente identificar todas as possibilidades futuras das ações, mas elas continuam predeterminadas;
- c) há uma incapacidade inerente a ações que se dão em um mundo não-ergódico<sup>11</sup>, simplesmente porque o futuro dependerá de ações ainda não realizadas.

Os dois primeiros tipos são denominados *Immutable Reality* e se encaixam na abordagem neoclássica e novo-keynesiana. O último tipo é denominado *Transmutable* ou *Creative Reality* e se insere na perspectiva keynesiana da TG, nos pós-keynesianos e nas teorias institucionalistas – *Original Institutional Economics* (DAVIDSON, 2002, p. 53-56)<sup>12</sup>. Dequech (1998, p. 16) adiciona um fato ainda mais elaborado para justificar a existência de incerteza: “[...] that the future is affected by our knowledge and that we cannot know now what is going to be known later [...]”.

<sup>11</sup> Segundo Herscovici, “[...] no âmbito da teoria ergódica, a média temporal das observações de um evento é igual, tendencialmente, à média espacial e que esta é independente das condições iniciais.” (HERSCOVICI, 2004, p. 808). No caso de uma teoria não-ergódica, é impossível se considerar que a média dos eventos passados se mantém no futuro, pois as ações tornam-se *path-dependent* e, dessa forma, sensíveis às condições iniciais.

<sup>12</sup> Frank Knight e Keynes teriam desenvolvido esta perspectiva não-probabilizável da incerteza, concomitantemente. A passagem que exprime de modo sucinto esta ideia em Keynes é: “About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know.” (KEYNES *apud* FERRARI; CONCEIÇÃO, 2005, p. 582).

No *Treatise on Probability*, de 1920, Keynes define dois pontos fundamentais que irão influenciar a decisão:

- a) a chance de um fato ocorrer, a qual corresponderá sua *probabilidade*; e
- b) o grau de confiança que depositamos nele, ao qual corresponderá seu *peso*.

Assim, torna-se possível que novas evidências aumentem o peso de um argumento, mas nada impede que diminuam sua probabilidade: “[...] an accession of new evidence increases the *weight* of an argument. New evidence will sometimes decrease the probability of an argument, but it will always increase its ‘weight’.” (KEYNES, 2013, p. 78, grifo do autor).

Este paralelo permite a Keynes explicar o porquê de, às vezes, argumentos aos quais se atribui uma *confiança* superior podem ter maior importância na formação das expectativas do que outros que seriam mais *prováveis*. Ou seja, a *confiança* depositada nos fatos é tão ou mais importante que a *probabilidade* dele ocorrer. Considerando-se que o estado de confiança será base para a formação das expectativas, que, por sua vez, irão influenciar a demanda por investimento por meio da eficiência marginal do capital, fica clara presença de um componente psicológico (ou convencional, como será visto) na determinação do produto agregado.

É interessante notar que, a fim de tratar somente dos impactos causados por mudanças nas expectativas, Keynes assume durante o capítulo 12 da TG que há estabilidade na taxa de juros. Com isso, tem-se que toda a flutuação no investimento será devida somente ao estado de confiança. Esta perspectiva é relembrada ao fim da seção.

Assim, a importância das convenções na formação das expectativas<sup>13</sup> ocorre porque as decisões se baseiam sobre uma informação incompleta da realidade, impedindo quaisquer cálculos matemáticos exatos para as probabilidades. As convenções tornam-se praticamente uma proteção contra o imprevisto, uma vez que a essência é a sua manutenção:

The essence of this convention – though it does not, of course, work out quite so simply – lies in assuming that the existing state of affairs will continue indefinitely, except in so far as we have specific reasons to expect a change. (KEYNES, 2007, p. 152).

---

<sup>13</sup> No capítulo 12 da TG, Keynes discorre sobre os determinantes das *expectativas de longo-prazo* que serão a base para a formação do rendimento esperado, cuja relação com o preço dos ativos irá formar a eficiência marginal do capital. Na formação das expectativas de longo-prazo estão incluídas mudanças de preferência dos agentes, mudanças na escala de investimentos e previsões de demanda ao longo do tempo de duração do investimento. Nesse caso, diferem-se das expectativas de curto-prazo, as quais são formadas a partir da manutenção de uma mesma capacidade produtiva, ou seja, mantendo-se a mesma planta.

Keynes ressalta a fragilidade sobre as quais se assentam as convenções, e as consequências disso para a economia:

- a) o aumento da proporção de pessoas que possuem pouco conhecimento sobre os investimentos nos quais se envolvem;
- b) o impacto de flutuações de curto prazo, às vezes sazonais, sobre o comportamento dos agentes;
- c) a possibilidade da ocorrência de fenômenos de massa;
- d) o peso cada vez maior da expectativa de valorização futura do ativo, o que gera um foco em qual será a opinião coletiva futura sobre ele<sup>14</sup>.

A crescente imposição da *especulação* sobre o *empreendimento*, sendo que o primeiro se refere ao comportamento recentemente analisado de tentativa de prever as opiniões futuras, e o segundo referindo-se a capacidade de rendimento produtivo, acaba por sujeitar a economia a consequências graves:

[...] the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done. (KEYNES, 2007, p. 159).

No entanto, mesmo excluindo a possibilidade da instabilidade resultante da excessiva especulação, Keynes ressalta que as decisões de investimento, ainda assim, dependeriam dos *animal spirits*, que seria “[...] a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities.” (KEYNES, 2007, p. 161).

É válido salientar que, como o próprio autor alerta, não se pretende defender que todas as decisões têm como base um componente psicológico irracional. Pretende-se somente atentar para o fato de que, ao contrário do que supõe a teoria ortodoxa, as decisões não são baseadas somente em cálculos estritamente racionais. É necessário admitir um componente comportamental qualitativamente diverso, que irá influenciar as expectativas de longo prazo dos agentes.

A principal consequência disto surge quando se abandona o pressuposto anteriormente assumido de estabilidade da taxa de juros. Ou seja, qual o impacto que estas considerações têm sobre a política monetária?

---

<sup>14</sup> Neste ponto, Keynes cita o célebre concurso de beleza, no qual os jurados devem escolher qual será a escolha dos demais jurados, e não aquelas que ele pensa ser as mais belas mulheres. (KEYNES, 2007, p. 156).

For my own part I am now somewhat sceptical of the success of a merely monetary policy directed towards influencing the rate of interest. I expect to see the State, which is in a position to calculate the marginal efficiency of capital-goods on long views and on the basis of the general social advantage, taking an ever greater responsibility for directly organizing investment; since it seems likely that the fluctuations in the market estimation of the marginal efficiency of different types of capital, calculated on the principles I have described above, will be too great to be offset by any practicable changes in the rate of interest. (KEYNES, 2007, p. 164).

Nesse sentido, pode-se dizer que o conceito de incerteza é fundamental para compreender os motivos que levaram Keynes a concluir que o Estado deve assumir um papel ativo na superação dos desequilíbrios. A existência de incerteza, no sentido aqui elaborado, irá explicar a construção dos conceitos de preferência pela liquidez, de *animal spirit* e, principalmente, da determinação monetária da taxa de juros.

### 2.2.2 A TG e a Preferência pela Liquidez

Como foi visto na introdução desta seção, Keynes enfrentou dificuldades para se desvencilhar das ideias antigas. A insatisfação com o TM existia desde a sua publicação, e, não por outro motivo, a construção da TG iniciou logo em 1932<sup>15</sup>. Dentre os pontos do TM que deveriam ser revisados, segundo o próprio Keynes, estariam os livros III e IV, incluindo, portanto, a discussão apresentada anteriormente a respeito da taxa de juros.

Keynes salienta que a TG irá dinamizar o pensamento estático atrelado à teoria clássica e assumido quando da elaboração do TM. O modo como a moeda é incorporada nessa dinamização é a essência do que, mais tarde, ficou denominado como Teoria Monetária da Produção, e será brevemente desenvolvida nesta seção, a fim de que se compreendam quais pontos do TM poderão ser conservados após a publicação da TG. É importante salientar que, no primeiro momento, parece difícil entender como Keynes conseguiu fazer a simplificação a que se propôs no prefácio da TG: “[...] technical monetary detail falls into the background.” (KEYNES, 2007, p. xvi). O que antes era central para o TM – como se poderia suspeitar pelo título da obra –, agora seria relegado ao segundo plano. Na verdade, percebe-se uma grandeza nessa divisão: a importância da moeda para a economia real não depende da sua endogeneidade, apesar dela existir. Como apresenta Cottrell (1994, p. 23, grifo do autor):

If one believes that Keynes succeeded in making his point in *The General Theory* (under the assumption of exogenous money), it follows that the endogeneity of money is not *required* to justify unemployment equilibrium.

<sup>15</sup> Ver introdução editorial à Keynes (2007, p. xi e xii).

Ou seja, as *conclusões* a que Keynes chega com a TG independem do tratamento que se dá a oferta de moeda, se exógena ou endógena. Neste sentido, a discussão a respeito da taxa de juros iniciada após a publicação da TG servirá para tentar conciliar as duas obras.

A fim de possibilitar a compreensão a respeito da determinação da taxa de juros na TG, é necessário entender o papel da moeda em diferentes abordagens. A proposta de Smithin (2006) identifica três teorias alternativas para explicar a determinação da taxa de juros:

- a) a teoria clássica, cuja essência é mantida na teoria neoclássica;
- b) a teoria da Preferência pela Liquidez de Keynes;
- c) a teoria reconhecida como horizontalista.

Como será visto, Keynes se contrapôs à visão clássica, construindo uma teoria na qual a moeda assume papel central quando incorporada a ideia de ‘preferência pela liquidez’. A importância deste conceito será minimizada pelos *horizontalistas*, chegando a ser denominada por Kaldor de “pista falsa”. É da tentativa de se resgatar o conceito original da preferência pela liquidez que a vertente *estruturalista* ganhará adeptos.

A teoria clássica argumenta que a taxa de juros é determinada pelo lado real da economia, sendo nada mais que a manifestação da interseção entre a poupança e o investimento. Uma vez que estes dados são deflacionados, aceita-se que a taxa de juros independe da intervenção da moeda. A perspectiva neoclássica, apesar de fazer algumas ressalvas no curto prazo, mantém a posição de que, no longo prazo, somente o lado “real” da economia interfere na taxa de juros (SERRANO, 2001; SMITHIN, 2006).

Esta lógica torna-se central para a economia neoclássica quando reunida com a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), representada pela equação  $MV = PY$ . Uma vez assumido que a velocidade e o produto são constantes, as variações no preço são consequência da variação da oferta monetária. Sendo assim, para a teoria neoclássica, a oferta de moeda é exógena, e flutuações na quantidade ofertada devem provocar variações nominais da renda. O papel do banco central, nesse caso, é limitar a flutuação por meio do controle direto da oferta monetária. A taxa de juros é determinada pelas variáveis reais.

John Maynard Keynes, em 1936, através da TG, desmistificou esta ideia, ao elaborar uma Teoria Monetária da Produção, na qual a moeda assume um papel relevante na atividade econômica, e já não pode ser considerada um “véu” – nem no curto, nem no longo prazos.

O início da explicação parte da discussão sobre a existência de dois tipos de mercado: *spot-market* e *future-market*. Enquanto as transações do primeiro grupo se completam no

momento em que são efetuadas, as do segundo grupo dependem de um contrato que garanta o seu cumprimento no futuro. Para tanto, o contrato utiliza termos monetários, um bem de aceitação mútua<sup>16</sup>. Como a moeda é utilizada para unificar temporalmente as transações, é necessário levar em consideração a taxa monetária de juros a fim de permitir que se relacionem os preços das *diversas* mercadorias durante os *diversos* períodos de tempo.

Para tanto, deve haver uma taxa através da qual se encontra o valor presente da soma de fluxos futuros: esta medida é a *eficiência marginal do capital* (EmK). Assim, incorporando a expectativa de fluxos futuros, a EmK representa a taxa de retorno de um determinado ativo de capital. Dessa forma, será a relação entre as EmK que irá guiar as decisões dos agentes para produzir os bens, sendo que a maior EmK dentre as alternativas sinaliza a vantagem de iniciar uma nova produção, tendo-se em mente que o seu cálculo dependerá das expectativas dos agentes em cada momento.

É neste ponto que a moeda assume a importância na teoria keynesiana: as suas propriedades fundamentais acabam por permitir que a taxa de juros monetária seja, em determinados momentos, a maior dentre todos os demais ativos. Como será visto, isto ocorre em momentos de maior preferência pela liquidez.

Segundo a demonstração de Keynes no capítulo 17 da TG, o preço dos ativos comporta quatro elementos: o valor de mercado, o rendimento esperado, o prêmio de liquidez e o custo de conservação (carregamento). A moeda teria a vantagem de ter custo de carregamento baixo (ou nulo), rendimento esperado nulo e prêmio de liquidez elevado: seu valor, neste caso, é *conhecido e positivo*. Os demais ativos dependeriam do prêmio de liquidez (sempre menor que o da moeda) e da expectativa de rendimento. O ponto fundamental é que, quando a incerteza é elevada, a expectativa de rendimento decresce e encontra uma liquidez estável da moeda, ou seja, o preço dos ativos em momentos de incerteza invariavelmente será menor que o preço da moeda – a taxa de juros.

Nesse sentido, são as propriedades da moeda que, conjuntamente com o comportamento da demanda por ela, causam falhas no “equilíbrio do sistema”. A seguir relacionamos as propriedades da moeda que a caracterizam e são também “*the bottom of the trouble*” (KEYNES, 2007, p. 236):

---

<sup>16</sup>Davidson (2002) ressalta a importância de se considerar a moeda Cartalista, ou seja, moeda com o resguardo de um Estado. Como foi visto anteriormente, a mesma ideia já havia sido apresentada por Keynes, em 1930, logo no início do TM, remetendo ao economista Knapp. Atualmente Wray (2003, 2007) é um dos maiores propagadores deste conceito, e demonstra a importância da abordagem Cartalista para o comportamento da Oferta de Moeda. Tal enfoque vem sendo denominado de Teoria Monetária Moderna.

- a) elasticidade de produção nula ou próxima a zero: não há como aumentar a produção de moeda conforme seu preço aumenta. Sendo assim, caso sua taxa fique mais elevada que a dos demais ativos, não há força natural que guie sua redução, pois a produção não pode aumentar para equilibrar. Outros ativos têm sua produção aumentada quando a expectativa de valor futuro supera o valor presente. Para a moeda, a oferta é fixa (desconsiderando aqui a possibilidade de uma ação da autoridade monetária); e
- b) elasticidade de substituição nula ou próxima a zero: o fato de não haver outro bem com as mesmas qualidades da moeda torna-a praticamente insubstituível. Isto porque a utilidade da moeda está intimamente relacionada ao seu valor de troca, sendo que os dois se movimentam juntos. Assim, não há substituto para a moeda quando o valor desta sobe.

É válido assinalar que o primeiro ponto é fruto de longa discussão a respeito da possível divergência entre as propostas de Keynes na TM e na TG. A crítica quanto ao resqúcio quantitativista na obra de Keynes foi aderida, no Brasil, por Costa (1993) e prontamente recebeu a defesa de Cardim de Carvalho (1993), da qual resultou a tréplica do professor Costa (1994). Conforme discussão apresentada em Fiocca (2000, p. 57), a ênfase da TG, e aqui também salientada, resulta do impacto da demanda por moeda sobre o nível de emprego. Ou seja, a baixa elasticidade de produção da moeda refere-se à baixa correspondência entre a mão-de-obra necessária para fabricar a moeda em relação ao emprego que pode ser criado com a sua utilização. O próprio Costa definiu desta maneira:

A manutenção do postulado de a moeda ter uma baixa elasticidade de produção deve ser somente no sentido de que é insignificante a resposta do volume de mão-de-obra dedicado a produzi-la diante de um aumento na quantidade de trabalho que se pode obter com uma unidade da mesma. (COSTA, 1993, p. 63).

No entanto, a fim de admitir que esta proposta seja compatível com as proposições de Keynes na TG, é necessário diferenciar a “demanda especulativa por moeda” da “demanda de moeda para transações”. A situação concerne à mesma que Fiocca (2000) cita: o aumento da demanda por moeda especulativa pode reduzir a oferta de moeda para transações. Em suas palavras:

Na Teoria Geral, a moeda para atender à demanda para transações também pode ser insuficiente por causas alheias a uma contração da quantidade de moeda determinada pelo banco central. Neste caso, isso pode ocorrer em razão do entesouramento provocado pela demanda especulativa – circunstância na qual a taxa de juros necessária à liberação de moeda para transações pode ser alta demais para sustentar nível adequado de demanda efetiva. (FIOCCA, 2000, p. 60).

A partir disso, Fiocca (2000, p. 61) salienta que tal ideia não está explícita em Keynes. Entretanto, conclui que, uma vez aceita a separação entre os dois tipos de “demanda por moeda”, pode-se considerar a “demanda por transações” como endógena, quando tomada separadamente, visto que a oferta para supri-la pode ser afetada por alterações na “demanda especulativa”. Esta separação poderia ser compreendida também dentro da perspectiva apresentada no TM, no qual a importância não se dá somente na criação de moeda por parte dos bancos, mas na interação entre as Esferas de circulação Financeira e Industrial. A preferência pela liquidez seria o ponto a ser explorado na determinação da circulação entre as esferas<sup>17</sup>.

O problema da demanda efetiva surgiria do fato de se poder poupar valor em algum bem *non-producible*, desviando parcela da renda que não será transmitida a outros fatores. A síntese da ideia de Keynes está contida na seguinte frase:

Unemployment develops, that is to say, because people want the moon; – men cannot be employed when the object of desire (i.e. money) is something which cannot be produced and the demand for which cannot be readily choked off. There is no remedy but to persuade the public that green cheese is practically the same thing and to have a green cheese factory (i.e. a central bank) under public control. (KEYNES, 2007, p. 235).

Por esse motivo, o fato de a incerteza gerar demanda por um bem não produzível (*‘the moon’*, ou melhor, *‘money’*), acaba por provocar o desemprego involuntário. É neste ponto que há uma ruptura com a Lei de Say, pois a demanda especulativa por moeda não cria sua própria oferta. Ou seja, desvia-se parcela dos recursos para um bem que não pode alocar mais trabalhadores para sua produção. *O equilíbrio entre os setores, neste caso, poderia ocorrer em qualquer ponto abaixo do pleno emprego.* (DAVIDSON, 2005, p. 458).

Aqui se insere a discussão sobre a necessidade de “socialização do investimento”, a fim de iniciar um processo de aumento da demanda efetiva. Isso porque, no caso da demanda por moeda desviar parcela da riqueza para bens não produzíveis, não haverá demanda suficiente para guiar a economia ao rumo do pleno emprego. Desta forma, caso as tentativas para reduzir a taxa de juros não promovam o efeito esperado de transferir parcela da demanda por moeda para a produção de bens<sup>18</sup>, somente a interferência do governo através do gasto público poderá iniciar um processo virtuoso de aumento do emprego que impacte na melhora

---

<sup>17</sup> Talvez seja essa a grande compreensão que permite a separação entre o TM e a TG: “*It was not the quantity of money per se that mattered but what kinds of transactions it was supporting.*” (CARDIM DE CARVALHO, 2013, p. 439, grifo do autor).

<sup>18</sup> Ressalta-se que há indícios de que a taxa de juros é um instrumento bom para frear a economia, mas não é tão eficaz para promover um aquecimento. Por esse motivo, Keynes coloca a possibilidade da “socialização do investimento”.

das expectativas, voltando a elevar a eficiência marginal do capital de alguns setores e reduzindo a demanda por moeda.

Keynes então justifica que a livre iniciativa dos indivíduos não é suficiente para garantir o pleno emprego, sendo que o Estado deveria tomar providências para alcançá-lo, seja através da influência sobre a propensão a consumir (utilizando a taxação), ou da fixação da taxa de juros, ou de outras medidas (KEYNES, 2007, p. 378). O autor previne que não é necessário socializar todos os meios de produção, como sugeria o Socialismo: não haveria por que “culpar o capitalismo” pelo desemprego de parcela da população, pois não há problema com aqueles que estão empregados. O problema não seria a má alocação destinada aos fatores empregados, mas o seu volume. Para tanto, o governo deveria intervir gradualmente, medindo o nível de socialização necessária para gerar demanda suficiente e alcançar o pleno emprego.

De forma mais sucinta, esta lógica foi explanada por Davidson:

The existence of savings in the form of money and other liquid assets breaks the Say's Law proposition that supply must create its own demand. The reason why savings are stored in these non-employment-inducing demand for liquid assets is, according to Keynes, the recognition by income recipients that the future is uncertain and that one must protect oneself against unforeseen and unforeseeable future contractual commitments and eventualities by storing savings that possess zero or relatively negligible carrying costs and transactions costs. (DAVIDSON, 2009, p. 54).

A preferência pela liquidez assume, por meio da demanda por moeda, papel importante na determinação da demanda efetiva. Conforme Kregel: “[...] liquidity preference and the theory of effective demand are the two sides of the same coin.” (KREGEL<sup>19</sup> *apud* LAVOIE, 1996, p. 292).

### 2.2.3 A taxa de juros pós-TG e o *finance-motive*

A série de críticas e comentários elaborada por diversos teóricos após a publicação da TG possibilitou à Keynes esclarecer para o público – e para si próprio – algumas ideias que antes não estavam tão evidentes. Em um dos debates, há uma discussão com Ohlin<sup>20</sup> (1937) a respeito da determinação da taxa de juros em sua teoria<sup>21</sup>. A dificuldade surge a partir do momento em que Keynes retira da taxa de juros a função de equilibrar Poupança e

<sup>19</sup> KREGEL, Jan Allen. Constraints on the expansion of output and employment: real or monetary? **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 7, n. 2, p. 139-152, winter, 1984-85.

<sup>20</sup> O artigo de Bertin Ohlin a que se faz referência intitula-se *Teorias Alternativas da Taxa de Juros – Réplica* e foi publicada em 1937, no *Economic Journal*.

<sup>21</sup> Dois artigos de Keynes são base para esta discussão: *A Teoria da Taxa de Juros* (1937a) e *Teorias Alternativas da Taxa de Juros* (1937b). Preferiu-se utilizar como referência a ordem cronológica de publicação, a fim de auxiliar o leitor no entendimento do debate.

Investimento. Para o autor, a igualdade entre poupança e investimento existe, mas se dá por meio do ajuste no nível de renda e não por meio da taxa de juros (KEYNES, 1937b, p. 325).

Ao considerar a demanda efetiva como sendo determinada pelo investimento autônomo e pela propensão marginal a consumir, Keynes teria invertido a relação entre investimento e poupança. Nesse caso, a igualdade entre os dois componentes seria dado *ex-post*, através da flutuação no nível de renda e independentemente de ajuste na taxa de juros. Ao iniciar a discussão a respeito de sua teoria sobre a taxa de juros, Keynes aborda que a distinção em relação à teoria clássica ocorre a partir do momento em que divide a decisão do agente em duas partes distintas: em um primeiro momento, decide-se entre consumir e poupar, o que dá origem ao que chamou de propensão a consumir; em um segundo momento, o agente pode optar pela forma na qual irá alocar os recursos poupados, o que será influenciado pela preferência pela liquidez. Keynes salienta que o erro está em considerar que a taxa de juros é definida a partir da primeira decisão intertemporal, enquanto, na verdade, ela decorre da segunda etapa (KEYNES, 2007, p. 166; DAVIDSON, 2002, p. 80). Como sintetiza Rousseas (1998, p. 39, grifo nosso): “[a]t any rate, for Keynes the interest rate was a reward for parting with *liquidity*, not for abstaining from *consumption*.”.

Dessa forma, a igualdade entre poupança e investimento é dada *ex-post*, e o equilíbrio não é alcançado por meio do ajuste na taxa de juros, mas sim do nível de renda. Nesse caso, o próprio Keynes assume que a taxa de juros é deixada “no ar” (KEYNES, 1937b, p. 155), mas sugere que sua determinação seja através da preferência pela liquidez, cujo resultado depende da *segunda decisão*.

Segue-se que a taxa de juros, em Keynes, é o prêmio que se paga para o detentor de riqueza abrir mão da forma líquida de seu ativo. Em suas palavras:

Thus the rate of interest at any time, being the reward for parting with liquidity, is a measure of the unwillingness of those who possess money to part with their liquid control over it. (KEYNES, 2007, p. 167).

Desta perspectiva, derivou-se a noção de preço dos ativos baseada na sua relativa liquidez. A preferência pela liquidez toma um formato geral de teoria de precificação de ativos (DAVIDSON, 2002). Cardim de Carvalho (1996, p. 49, grifo do autor) expressa com clareza a relação entre a preferência pela liquidez e a taxa de juros:

Para que os detentores de riqueza aceitem reter formas menos flexíveis de riqueza, é preciso que seu risco seja compensado pecuniariamente pela reduzida liquidez de outros ativos que não a moeda. A taxa de juros é representativa dessa compensação, de ser o que for necessário para convencer os agentes a abrirem mão da liquidez de seus ativos monetários. Quanto maior a iliquidez de um ativo, maior tem de ser, em equilíbrio, a compensação paga para convencer os detentores de riqueza a aceitarem

os riscos que ele representa. *Esse mecanismo de determinação da taxa de juros é a afirmação fundamental da teoria da preferência pela liquidez.*

A grande vantagem do dinheiro perante os outros ativos é a sua liquidez, de forma que existe uma *eficiência* em conservá-lo em mãos. Isto leva Keynes à conclusão de que “[...] o juro reflete a *eficiência marginal do dinheiro*, tomado como unidade em função de si mesmo.” (KEYNES, 1937a, p. 160, grifos nossos). Como foi colocado em seção anterior, a EmK de diversas alternativas de investimento será comparada à eficiência marginal do dinheiro, no caso, a taxa de juros nominal, de forma que o sistema de preços relativos, medidos na forma de uma unidade comum, determinem a taxa agregada de investimento. Contudo, o que diferencia Keynes é a incorporação da incerteza e da existência de demanda por moeda pelos motivos de especulação e de precaução, além do motivo transacional<sup>22</sup>. Neste caso:

[...] a taxa de juros e a eficiência marginal do capital referem-se particularmente ao caráter *indefinido* de expectativas reais; elas resumem o efeito, sobre as decisões de mercado dos homens, de todo tipo de dúvidas vagas e de flutuantes estados de confiança e coragem. (KEYNES, 1937a, p. 165, grifo do autor).

Em momento de maior incerteza, a preferência pela liquidez, ao representar o grau de incerteza dentro da teoria, iria aumentar a taxa de juros, deslocando a demanda para ativos líquidos (dentre os quais se destaca o dinheiro, por ser o mais líquido dos ativos), reduzindo o nível de renda e impossibilitando um equilíbrio de pleno emprego. Está formulada, assim, uma teoria *monetária* da taxa de juros, na qual já não é totalmente determinada pelas variáveis reais, mas sofre influência da demanda por moeda.

Após admitir que a taxa de juros de curto prazo pode ser facilmente controlada pela autoridade monetária, a de longo prazo não seria tão simples de ser alterada, posto que depende das expectativas dos agentes quanto à convicção que a autoridade monetária transpõe em sua decisão de curto prazo. Derivam duas consequências importantes:

- a) a taxa de juros seria um fenômeno monetário e, portanto, sua dinâmica estaria sobre bases flexíveis, uma vez que a preferência pela liquidez é influenciada por três motivações: transação, precaução e especulação. A adição deste último motivo acrescenta um componente psicológico extremamente suscetível à incerteza percebida pelos agentes, sugerindo a importância das convenções:

It might be more accurate, perhaps, to say that *the rate of interest is a highly conventional*, rather than a highly psychological, phenomenon. For its actual value is

<sup>22</sup> Em texto contemporâneo, Keynes (1937c) adiciona o “motivo financiamento” (*finance motive*) a ser discutido logo a seguir.

largely governed by the prevailing view as to what its value expected to be. (KEYNES, 2007, p. 203, grifo nosso);

- b) quando a opinião pública considera que a taxa de juros é baseada em algo muito mais profundo que as convenções, surge a possibilidade dela manter-se em um nível muito acima daquele necessário para o pleno emprego. Nesse caso, a opinião pública ou a autoridade monetária jamais iriam considerar que a falha em atingir o pleno emprego estaria associada ao nível inapropriado da taxa de juros.

Com efeito, ao fim do capítulo 17 da TG, Keynes revê um conceito apresentado no TM: naquele momento, havia considerado a taxa de juros natural como aquela que equilibra a taxa de poupança com a de investimento. Na TG, passa a considerar que existe uma taxa de juros natural para cada nível hipotético de emprego, de forma que reconhece o equívoco cometido no TM:

Thus it was a mistake to speak of *the* natural rate of interest or to suggest that the above definition yield a unique value for the rate of interest irrespective of the level of employment. I had not then understood that, in certain conditions, the system could be in equilibrium with less than full employment. (KEYNES, 2007, p. 242-43, grifo do autor).

Sintetizando, quando se permite a existência de equilíbrio abaixo do pleno emprego, a taxa natural de juros torna-se uma tautologia, pois, para cada nível de emprego, haverá uma respectiva “taxa natural”. Da mesma forma, cada taxa juros irá gerar seu próprio produto de equilíbrio, porém nada garante que será o de pleno emprego. Com isso, Keynes abandona o conceito de “taxa natural de juros” de Wicksell.

Após a publicação da TG, através da discussão com outros economistas<sup>23</sup>, há um refinamento da teoria até aqui desenvolvida, principalmente após a adição de mais um motivo para demandar moeda. No mesmo debate apresentado anteriormente, no qual esclarece os determinantes do que seria a teoria monetária da taxa de juros, Keynes elabora o conceito de motivo-financiamento (*finance-motive*). A inclusão deste motivo vem para explicar o que torna o investimento *ex-ante* independente da poupança *ex-ante*, algo já elaborado na TG, mas que ainda suscitava questionamentos.

A linha de argumentação adota a seguinte apresentação: o empresário necessita de uma soma de crédito inicial durante o período em que há o planejamento do investimento (investimento *ex-ante*) e a criação de poupança *ex-post* derivada de sua efetivação (investimento *ex-post*). A esta lacuna nomeia-se motivo-financiamento, que poderá ser

<sup>23</sup> Adiciona-se agora na bibliografia o artigo intitulado “A teoria *ex ante* da Taxa de Juros” (1937c, p. 335).

saciado por meio da captação de empréstimos no curto-prazo ou então da emissão de longo-prazo. Em qualquer dos casos, pode-se dizer que:

[...] os termos da oferta do financiamento requerido pelo investimento *ex-ante* dependem do estado *existente* das preferências pela liquidez (juntamente com alguns elementos de previsão por parte do empresário, em relação aos termos em que poderá financiar seus recursos, quando chegar a hora), combinado com a oferta de dinheiro na forma determinada pela política do sistema bancário. (KEYNES, 1937c, p. 336-7, grifo do autor).

Neste ponto, após “abandonar” a importância dos bancos durante a TG, o tema irá “renascer” na teoria de Keynes, pois será através da aplicação do conceito de preferência pela liquidez aos portfólios das instituições bancárias que se possibilitará variar o ritmo pelo qual os novos investimentos se fazem existir. A demanda por moeda derivada do planejamento de um novo investimento exige que, em um primeiro momento, algum agente abra mão da liquidez para prover estes recursos. O peso dessa responsabilidade cairia sobre os bancos.

No entanto, conforme Keynes, há um caráter de “fundo rotativo” nesses recursos, pois a liquidez bancária é restaurada no passo seguinte do processo, via multiplicador keynesiano. O caráter rotativo faz com que a necessidade de uma *redução da liquidez* por parte dos bancos surja somente nos momentos em que há uma *ampliação do nível de investimento*. A *manutenção* de um mesmo nível irá criar a liquidez suficiente para se autofinanciar<sup>24</sup>, conforme o desenrolar do processo de investimento. Com isso, torna-se desnecessário remeter a uma poupança prévia para estipular a capacidade de investimento. Mantém-se a inversão de causalidade promovida por Keynes: o investimento gera a poupança.

De qualquer modo, se faz necessário perceber a importância dos bancos no processo:

[...] se o sistema bancário decide tornar disponível o financiamento e se o investimento projetado pelas novas emissões realmente ocorre, o nível apropriado de rendas será gerado e dele sobrar, necessariamente, um montante de poupança suficiente, na proporção exata, para fazer face ao novo investimento. O controle do financiamento é, na verdade, um método poderoso, porém por vezes seja perigoso, para regulamentação da taxa de investimento (embora seja mais poderoso quando usado como um freio que como um estímulo). Contudo, *esta é apenas uma outra maneira de expressarmos o poder dos bancos exercido através do seu controle sobre a oferta de dinheiro – isto é, sobre a liquidez*. (KEYNES, 1937b, p. 324, grifo nosso).

Se o caráter rotativo garante a liquidez durante a *manutenção* de um mesmo nível de investimento, o *aumento* dos investimentos será dado pela instituição que provê a liquidez inicial: o banco. Como conclui Keynes: “E esta é a explicação do porquê de sua política [dos bancos] ser tão importante para a determinação do ritmo a que o novo investimento pode caminhar.” (KEYNES, 1937c, p. 338). Dessa constatação deriva o fato de que só haverá

<sup>24</sup> Nos termos do próprio Keynes, é “necessariamente ‘auto-liquidável’” (KEYNES, 1937c, p. 338).

pressão sobre a taxa de juros em momentos de aumento do nível de investimento, nos quais o fluxo ainda não gerou a renda suficiente para financiá-lo. Nesses momentos, o passo dos novos investimentos irá depender da disposição das instituições bancárias tornarem-se menos líquidas.<sup>25</sup> Esse é um dos principais pontos a serem abordados nas próximas seções:

Segue-se que, se as preferências pela liquidez do público e dos bancos não se modificarem, um excesso no financiamento requerido pela produção *ex ante* corrente sobre o financiamento liberado pela produção *ex post* corrente conduzirá a uma elevação na taxa de juros, ao passo que uma redução levará a uma queda. (KEYNES, 1937c, p. 339, grifo do autor).

Ademais,

Da mesma forma que um aumento na atividade corrente (como sempre expliquei) deve elevar a taxa de juros, a menos que ou os bancos ou o resto do público fiquem mais dispostos a liberar dinheiro, assim também (como acrescento agora) um aumento da atividade planejada deve ter influência e superposta. (KEYNES, 1937c, p. 339).

Segue-se daí que a mudança no comportamento dos bancos quanto à disposição a abrir mão de liquidez mostra-se fundamental para permitir a ampliação dos investimentos e, portanto, da produção. Da mesma forma, reduz-se importância da poupança para determinar sua ampliação, uma vez que sua utilidade é rotativa. Keynes conclui de forma sintética: “O mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa da falta de dinheiro, mas nunca se congestionará por falta de poupança.” (KEYNES, 1937c, p. 340).

Keynes retorna de vez ao tema do TM<sup>26</sup>: a disponibilidade de cheque-especial (*overdraft*) faz com que a expansão planejada do investimento pressione cada vez menos a taxa de juros e a demanda por liquidez. Dessa forma, pode-se dizer que o autor percebe certa endogeneidade na criação de moeda, seja pela existência de cheque-especial, seja pelo comportamento ativo dos bancos, acatando ou não as demandas de empréstimo. E mais: caso essa demanda não seja saciada, o que falta não é *poupança*, mas *liquidez*. Contudo, como será visto adiante, alguns autores irão defender a ideia de que esta endogeneidade é extrema, no sentido de que toda a demanda por moeda será saciada.

### 2.3 Conclusões acerca da Oferta de Moeda e da Taxa de Juros em Keynes

Do TM, compreende-se que Keynes reconhecia que:

<sup>25</sup> Como salientamos na seção a respeito da importância dos bancos no TM, é desta discussão que irão decorrer as abordagens que combinam a preferência pela liquidez às estratégias bancárias. Veja, para tanto, a abordagem estruturalista discutida na seção 3.2.

<sup>26</sup> Ver nota de rodapé número 7.

- a) a existência do *Bank-Money* altera a forma como a moeda deve ser compreendida;
- b) a importância dos bancos passa por reconhecer seu papel ativo na economia, de forma que, como qualquer outro agente privado, irá definir suas estratégias considerando o *trade-off* entre rentabilidade e liquidez, incorporando a importância da incerteza;
- c) o banco central é uma instituição importante para estabilizar e regular a atividade bancária;
- d) a variabilidade da velocidade da moeda exige o abandono da TQM, sendo que a definição da taxa de juros torna-se o principal instrumento para administrar a moeda;
- e) a utilização da taxa de juros gera efeitos sobre a atividade econômica através do impacto das expectativas (*bull* e *bear*) na interação entre as Esferas Industrial e Financeira.

Da TG e dos artigos posteriores, conclui-se que:

- a) o sentido fundamental da incerteza dá origem a convenções que tentam suplantá-la, mas que guardam um componente potencialmente mais vulnerável que aquele existente em um hipotético “cálculo racional”;
- b) dada a existência da incerteza fundamental, a importância da preferência pela liquidez se manifesta como uma teoria da precificação de ativos que, independentemente da forma como se considera a oferta de moeda (se endógena ou exógena), irá tornar possível equilíbrios abaixo do pleno emprego, originando o que se denominou como Teoria Monetária da Produção;
- c) o *finance-motive* é o condutor final da causalidade investimento para poupança, sendo que o ajuste nos desequilíbrios ocorre por meio da flutuação *do nível renda*, e não da *taxa de juros*, a qual adquire uma determinação essencialmente *monetária*, manifestando-se na impossibilidade de neutralidade da moeda.

A partir dessas considerações que constam nas obras de Keynes aqui analisadas, pode-se desenvolver o que os críticos e/ou seguidores incorporaram de cada ponto. Através disso, traça-se uma evolução da discussão a respeito da teoria da oferta monetária e da taxa de juros na corrente pós-keynesiana. Alguns pontos são criticados, abandonados ou enaltecidos, surgindo as diferentes vertentes analisadas no próximo capítulo, a saber: a *horizontalista* e a *estruturalista*.

### 3 PÓS-KEYNESIANOS

Como Cardim de Carvalho (2013) argumenta com precisão, a visão dos pós-keynesianos é convergente somente até o ponto em que se critica a noção “verticalista” do monetarismo, no qual se assume que o banco central tem controle absoluto sobre a oferta de moeda. A concordância termina aí. Esse é um fenômeno natural do ser humano, e já havia sido identificado por Hayek (1946) ao diagnosticar que é muito mais fácil concordarmos contra algo, do que a favor de algo<sup>27</sup>.

Na corrente pós-keynesiana, deu-se o mesmo: todos concordam que considerar a oferta de moeda totalmente controlada pelo banco central é um erro; contudo, há divergência no momento em que se tenta traçar qual rumo tomar após esse diagnóstico. Aqui se inicia uma longa discussão interna à teoria pós-keynesiana: a “divisão” entre horizontalistas (acomodacionistas) e estruturalistas<sup>28</sup>.

Entre os horizontalistas, constam os precursores Nicholas Kaldor e Basil John Moore. Tais autores enfatizam que o banco central não tem controle sobre a oferta de moeda, pois deve suprir qualquer demanda por reservas dos bancos comerciais a fim de manter a taxa de juros no nível previamente determinado pela própria Autoridade Monetária (AM). A origem da horizontalidade da curva de oferta de moeda, no espaço taxa de juros e quantidade de moeda, está no fato de que a taxa básica de juros é determinada pelo banco central, mas a oferta de moeda não. Daqui, depreendem-se duas consequências importantes: a oferta de moeda endógena (dependente da demanda) e a taxa de juros exógena (decisão do banco central).

Os estruturalistas, aqui representados por Hyman Minsky e Stephen Rousseas, assinalam que o ritmo de criação de moeda dependerá da preferência dos bancos comerciais em expandir os empréstimos, ou seja, abrir mão ou não de liquidez. Também dependerá da função de reação do banco central para dar suporte a essas expansões, uma vez que se discorda da posição horizontalista quanto à existência de um risco permanente no sistema bancário. De modo geral, os estruturalistas consideram que os horizontalistas teriam simplificado demasiadamente o processo de oferta monetária, e, apesar da importância na crítica ao monetarismo, o desenvolvimento da teoria exige um maior refinamento.

---

<sup>27</sup> Nas palavras do autor: “Quase se afigura ser uma lei da natureza humana que é mais fácil aos homens concordar sobre um programa negativo [...] do que sobre uma tarefa positiva.” (HAYEK, 1946, p. 203).

<sup>28</sup> Preferiu-se colocar o termo entre aspas, pois adiante se pretende mostrar que há espaço para uma conciliação entre as duas perspectivas.

Por fim, mostra-se que alguma convergência entre as abordagens é possível, caso se permita analisar situações específicas. Também será importante discutir a dinâmica pela qual as expectativas são incorporadas, ou seja, se elas podem ou não se alterar, de modo que tanto o caso horizontalista quanto o estruturalista tornam-se possíveis.

### 3.1 Horizontalistas

A abordagem horizontalista tem suas origens na crítica de Nicholas Kaldor ao monetarismo. A partir da oposição à Milton Friedman, desenvolveu-se uma teoria da moeda endógena, que veio a se tornar um dos pilares da economia pós-keynesiana.

Ao elaborar suas ideias, Kaldor também discorda de Keynes em alguns pontos, e, por esse motivo, será apresentado o debate entre os três economistas. A principal conclusão de Kaldor – a endogeneidade da moeda – implica em se desfazer e se refazer os instrumentos de política monetária. Isso porque, se a moeda é endógena, desfaz-se a determinação exógena da oferta por parte do banco central. Nesse caso, a política monetária deve ser refeita – ao menos na teoria, pois na prática já o era – através da utilização da taxa de juros, esta sim definida de forma exógena pela AM.

Na seção seguinte, apresenta-se o trabalho de Basil Moore, que consolida as ideias de Kaldor no que se convencionou denominar abordagem horizontalista. O grau de elaboração alcançado por Moore tornou-o o principal expoente dessa vertente, e o fato de seguir produzindo artigos defendendo sua posição permitiu a elaboração da sua própria teoria e também enriqueceu o debate pós-keynesiano com a abordagem estruturalista, pauta de outra seção.

#### 3.1.1 Nicholas Kaldor: A Crítica ao Monetarismo

*“Friedman has admitted that as far as the United Kingdom is concerned, the money supply is not exogenously determined by the monetary authorities but he attributed this to the ‘gross incompetence’ of the Bank of England. However, this puts an entirely new complexion on monetarism. It was nowhere stated in the writings of Friedman or any of his followers that the quantity theory of money only applies when the monetary authorities are sufficiently ‘competent’ to regulate the money supply.” (KALDOR<sup>29</sup> apud KING, 2009, p. 152)*

---

<sup>29</sup> KALDOR, Nicholas. **Origins of the New Monetarism**. Cardiff: University College Cardiff Press, 1981.

A determinação endógena da oferta de moeda é proposta por Kaldor juntamente com sua oposição ao monetarismo, cujo expoente era Milton Friedman. Este, por sua vez, elaborou uma teoria paralela à crítica ao Keynes. Por esse motivo, a próxima seção incorpora as ideias dos três autores, de forma a apresentar as bases da perspectiva de Kaldor a respeito da endogeneidade da oferta monetária.

Na seção posterior, serão vistos os reflexos que essa perspectiva traz à política monetária, o que estabeleceu as bases para Basil Moore consolidar a teoria de Kaldor na abordagem horizontalista da oferta de moeda.

### 3.1.1.1 Kaldor, Keynes e Friedman

Mesmo sendo confessadamente um seguidor de Keynes, Kaldor faz-lhe uma série de críticas, ao que Cardim de Carvalho (2013, p. 440) considerou como “fogo amigo”. Um dos pontos questionados é o caráter exógeno da oferta de moeda considerada na TG. Para Kaldor, isso demonstrava uma dificuldade de Keynes em abandonar totalmente a teoria através da qual iniciou sua pesquisa em economia, como pupilo de Marshall. Argumenta ainda que, como foi visto, embora Keynes tenha tentado livrar-se das ideias antigas ao longo de toda sua carreira, ele mesmo teria reconhecido que é difícil desapegar-se de modos de pensamento enraizados, “which ramify [...] into every corner of our minds.” (KEYNES, 2007, p. xvii). Destarte, apesar de Keynes ter reconhecido o papel fundamental do investimento na determinação da renda, não teria sido capaz de abandonar totalmente as suas raízes, o que o teria impedido de perceber a *oferta* de moeda como endógena.

Contudo, o fato de Keynes tratar especificamente da *demanda* por moeda fortalece a perspectiva de que a quantidade de moeda em circulação depende de outros fatores que não estão contidos na determinação da oferta de modo estritamente exógeno por parte do banco central. Ou seja, ao atentar para os impactos da demanda por moeda, pode-se notar que a oferta não é a única variável relevante para a análise em Keynes. Como resultado, tem-se que o modelo apresentado por Keynes no capítulo 15 da TG resume a divisão da demanda por moeda em duas partes:

- a)  $M_1$  representa o motivo-transação e o motivo-precaucional, assumidos como dependentes da atividade econômica ( $Y$ ); e
- b)  $M_2$  representa a quantidade de moeda demandada para o motivo-especulação, dependente da taxa de juros e das expectativas dos agentes.

Com isso, tem-se:

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$$

Keynes então adverte que a primeira parte da equação,  $M_1$ , pode ser dada com relação à velocidade de circulação da moeda, sendo que não há motivos para considerá-la constante, de modo que:

$$L_1(Y) = \frac{Y}{V} = M_1$$

A segunda parte da equação,  $M_2$ , representa a preferência pela liquidez, cuja relação com a taxa de juros deve ser considerada sempre sob o prisma da incerteza, impedindo que se chegue a uma relação quantitativa definitiva, sendo que:

[...] what matters is not the *absolute* level of  $r$  but the degree of its divergence from what is considered a fairly *safe* level of  $r$ , having regard to those calculations of probability which are being relied on. (KEYNES, 2007, p. 201, grifo do autor)<sup>30</sup>.

Neste ponto, a apresentação de Kaldor transparece a sua visão: “[...] the way he [Keynes] presented this solution was a *modification* of the quantity theory, not its *abandonment*.” (KALDOR, 1982, p. 21, grifo do autor). Para Kaldor, na interpretação mais conhecida de Keynes proposta por Hicks, a equação que representa a demanda por moeda como uma função da renda e da taxa de juros poderia ser resumida na seguinte equação:

$$M^D = L(Y, r)$$

Ou então:

$$M = k_{(r)} \cdot Y$$

Na qual a relação  $k_{(r)}$  representa a demanda por moeda como proporção da renda, sendo que há uma relação inversa com a taxa de juros, tal que  $k \propto \frac{1}{r}$ .

Com isso, tem-se que a demanda por moeda torna-se:

$$D \equiv Y = M \cdot V_{(r)}, \text{ sendo que } V \propto r.$$

---

<sup>30</sup> Como foi visto na seção 2.2.3, a definição sobre uma taxa segura de juros é baseada mais em convenções do que em bases “realmente seguras”.

Kaldor reconhece então que a diferença entre esta equação e a de Fisher ( $Y = MV$ ) baseia-se no fato de que, agora, a velocidade de circulação da moeda é função da taxa de juros, pois a oferta de moeda segue sendo exógena em Keynes. Dessa forma, incluem-se duas variáveis dependentes na equação,  $V$  e  $r$ , sendo que, conforme pretendia Keynes, a velocidade não é constante e a taxa de juros irá equilibrar a demanda e a oferta de moeda. Segundo Kaldor, é esta interpretação da teoria keynesiana que teria feito ressurgir o interesse pela TQM, sendo que a maneira como se formalizou a preferência pela liquidez é o que motivou Kaldor (1982, p. 26) a caracterizá-la como uma “pista falsa” (*red herring*).

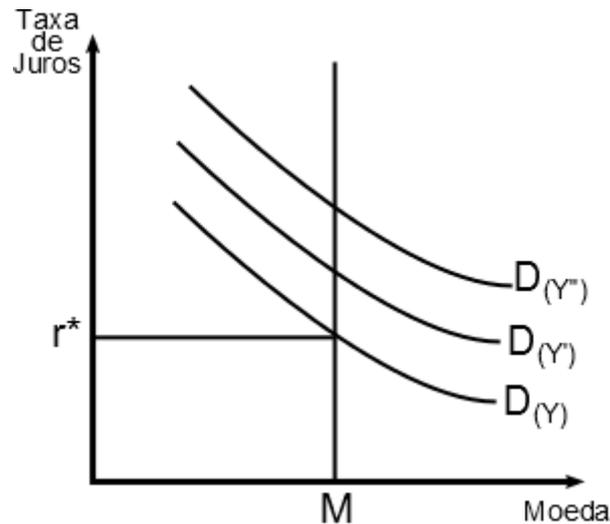
O jovem economista Milton Friedman construiu sua crítica através da apresentação de dados empíricos que pretendiam mostrar a estabilidade da velocidade de circulação da moeda.<sup>31</sup> Na visão de Kaldor, Friedman assumiu que, se a velocidade de circulação fosse variável, não haveria motivos para existir correlação entre moeda e renda, pois as variações na igualdade seriam absorvidas por alterações na velocidade da moeda. Contudo, como as suas observações empíricas indicavam que alterações na moeda levavam a alterações na renda monetária com defasagem variando entre 1 a 4 semestres, chegou à conclusão que a velocidade deveria ser considerada constante, pois não se movimentava o suficiente para adaptar o produto ( $Y$ ) a alterações na quantidade de moeda ( $M$ ). Ou seja, Friedman mostrou que alterações na quantidade de moeda ( $M$ ) repercutem sobre o produto nominal ( $Y$ ), e, desse modo, a velocidade de circulação da moeda ( $V$ ) é estável, o que refutaria a teoria keynesiana.

O que Kaldor tenta mostrar é que a visão de Friedman exige que se assuma a moeda como tendo sido determinada exogenamente. Em uma representação, no Gráfico 1, tem-se que a oferta de moeda é uma reta vertical  $M$  definida exogenamente pelo banco central. A taxa de juros ( $r$ ) seria o mecanismo para equilibrar a oferta de moeda ( $M$ ) com a demanda de moeda produzida pela renda ( $Y$ ), no caso  $r^*$ . No caso monetarista, o aumento exógeno da oferta de moeda geraria uma expansão da renda nominal.

---

<sup>31</sup> Como será visto adiante, tal resultado mostrar-se-ia exatamente o contrário do Radcliffe Report, de 1959, o que resultou em um áspero debate entre Friedman e Kaldor.

### Gráfico 1 - Oferta de Moeda Exógena



Fonte: KING, 2009, p. 146.

Contudo, a proposta de Kaldor prevê que, caso se assuma que a *moeda-crédito* tem comportamento diferente da *moeda-mercadoria*<sup>32</sup>, abre-se espaço para reverter a causalidade  $M \rightarrow Y$  para  $Y \rightarrow M$ . Isso porque enquanto a moeda-mercadoria depende de uma expansão na *sua* produção para crescer, a moeda-crédito cresce com a expansão do *crédito* (e retrai-se com sua queda). Uma vez que não há nada que prove que a oferta de moeda é exógena, não há nada na equação de Friedman que prove a direção da causalidade na equação.

Na visão de Friedman, a existência de uma defasagem seria a prova da direção da causalidade, pois, como foi visto, a renda aumentaria somente um a quatro semestres depois das expansões da quantidade de moeda. Contudo, a crítica metodológica que Kaldor promove contra Friedman baseia-se na ideia de que correlação não implica causalidade. King (2009) apresenta uma metáfora utilizada por Kaldor para justificar esse ponto:

‘Every schoolboy knows’ that cash holdings increase at Christmas and fall in January, yet ‘[n]obody would suggest (not even Professor Friedman, I believe) that the increase in note circulation in December is the cause of the Christmas buying spree’. (KALDOR<sup>33</sup> *apud* KING, 2009, p. 142).

Em suma, quando se permite que a oferta de moeda seja endógena, comportamento compatível com a *moeda-crédito*, não há nada que justifique a causalidade da oferta de moeda para renda. King (2009, p. 142) reproduz o sistema que permite a inversão desta causalidade:

<sup>32</sup> Conforme visto na seção 2.1.1, para Keynes, o *bank-money* (correspondente à moeda-crédito) também teria uma característica essencialmente diferente do *commodity-money* (correspondente à moeda-mercadoria).

<sup>33</sup> KALDOR, Nicholas. ‘The new monetarism’, *Lloyds Bank Review* 97, pp. 1–18, cited from N. Kaldor, *Further Essays in Applied Economics*, London: Duckworth, 1978, pp. 1–21. 1970.

as firmas tomam dinheiro emprestado para financiar decisões de investimento, de forma que a expansão monetária ocorre antes do aumento da atividade econômica<sup>34</sup>.

E mais, conforme o Relatório Radcliffe demonstrou, não há meios pelos quais os bancos centrais controlem diretamente a Oferta de Moeda. Pelo contrário: é justamente da incapacidade deles de controlá-la que o relatório foi solicitado.

### 3.1.1.2 O Papel do Banco Central

Mas então qual o meio que o banco central tem de interferir na expansão da oferta de moeda? O controle da taxa de juros. Nesse caso, o ‘controle’ é efetuado indiretamente, por intermédio do impacto de uma elevação da taxa de juros sobre o investimento que, através do multiplicador-keynesiano, iria reduzir a renda e, por conseguinte, a demanda por moeda. Entretanto, fica claro que a magnitude do impacto das alterações na taxa de juros sobre a demanda por moeda sempre irá depender da reação dos bancos e dos agentes, e cabe ao banco central, apenas, uma política de encorajamento ou não da acumulação de reservas (KALDOR, 1982, p. 25).

Além disso, as conclusões do Relatório Radcliffe<sup>35</sup> levavam a crer que a velocidade de circulação da moeda é variável, conforme Kaldor apresenta em uma passagem na qual se teria repudiado, de uma só vez, todas as versões da TQM, que, por essência, prevê uma demanda por moeda *estável*. Veja-se:

The fact that spending is not limited by the amount of money in existence is sometimes argued by reference to the velocity of circulation of money. [...] We have not made more use of this concept because *we cannot find any reason for supposing, or any experience in monetary history indicating, that there is any limit to the velocity of circulation*; it is a statistical concept that tell us nothing directly of the motivation that influences the level of total demand. (RADCLIFFE REPORT *apud* KALDOR, 1982, p. 9, grifo nosso).

Kaldor observa que uma eventual estabilidade da velocidade da moeda representaria, no máximo, uma impotência da política monetária em agir sobre a demanda de moeda através da modificação da taxa de juros, sua única ferramenta possível. Kaldor argumenta que uma velocidade constante da moeda, mesmo após uma variação da taxa de juros, é sinal da *impotência* da política monetária, e não da sua *importância*, como pretendia Friedman. Para o autor, assumindo-se a moeda como endógena e a taxa de juros como instrumento de política monetária, resulta que, caso se eleve a taxa de juros com a velocidade de circulação da moeda

<sup>34</sup> Percebe-se a semelhança com *finance-motive* apresentado na seção 2.2.3.

<sup>35</sup> Report of the Committee on the Working of the Monetary System, no qual Lord Radcliffe é o Presidente e também principal autor, publicado em Agosto de 1959.

constante, não haveria nenhum impacto sobre a renda, pois a oferta de moeda ajusta-se para acomodar a demanda, destituindo o poder da política monetária. Já no caso monetarista, com a moeda sendo exógena, a política monetária seria realizada através da determinação da oferta monetária, significando que, por exemplo, uma redução da quantidade de moeda, com velocidade constante, reduziria a renda na mesma proporção, tornando a política monetária eficaz. E mais, no caso de a quantidade de moeda não se expandir para suprir a demanda, Kaldor considera que inovações financeiras surgiriam a fim de acomodar o ajuste por meio do aumento da velocidade de circulação da moeda<sup>36</sup>. Fiocca (2000) resume esse mecanismo:

Quando a quantidade de moeda não responde plenamente à demanda, a pressão do maior volume nominal de transações provoca elevação na velocidade de circulação da moeda. Assim, a ampliação na oferta de moeda por parte do banco central e o aumento da velocidade de circulação de moeda funcionam como substitutos, de modo que a oferta de moeda seja perfeitamente elástica. (FIOCCA, 2000, p. 98).

Além disso, se o objetivo de Friedman fosse admitir essa impotência da política monetária, bastaria considerar uma amplitude maior no conceito de moeda, de forma que compreendesse também os títulos remunerados à taxa de juros. Dessa forma, caso um aumento das taxas de juros implicasse em um aumento da demanda por títulos em detrimento da moeda, a substituição de um ativo por outro não iria alterar a soma dos dois, mantendo estável a demanda por moeda ampla e, portanto, a sua velocidade<sup>37</sup>.

Conforme Kaldor apresenta, a quantidade de moeda em circulação é guiada pela demanda, de modo que não poderia haver excesso de oferta. Então, temos que, em um sistema baseado em moeda-crédito, a oferta de moeda será determinada pela expansão do crédito resultante de um aumento da *demand*a por crédito. O que em um primeiro momento aparece como demanda por crédito, torna-se expansão do agregado monetário e, como a oferta foi gerada a partir da sua demanda, elimina-se a possibilidade de um excesso de oferta. Contudo, pode ocorrer uma alteração do portfólio dos agentes, de forma que parte desta moeda seja alocada em ativos menos líquidos, remunerados à taxa de juros. Nesse ponto, “[...] isso corresponderá, pela definição restrita de moeda, a um movimento de ‘extinção de moeda’, ao passo que, pela definição mais ampla de moeda, tal moeda continua existindo.” (FIOCCA, 2000, p. 91).

Conforme apresentado anteriormente, a simplificação da teoria da preferência pela liquidez representada na equação proposta por Kaldor (1982) torna a teoria meramente uma

<sup>36</sup> Esta ideia será aprofundada na seção 3.2.1.

<sup>37</sup> É nesse momento que se deveria discutir a preferência pela liquidez como uma teoria capaz de explicar a alocação de recursos entre os variados ativos possíveis, pois o comportamento da quantidade de moeda irá se alterar conforme a abrangência do conceito de moeda de cada análise, como será visto na seção 3.2.2.

qualificação na hipótese da TQM quanto à estabilidade da velocidade da moeda. Ou seja, aos olhos de Kaldor, a inclusão da taxa de juros como um dos componentes da demanda por moeda simplesmente fornece uma modificação - e não o abandono - na TQM. Isso porque, uma vez que a oferta de moeda segue exógena na TG, todo o fardo do ajuste decorrente de alterações na renda recai sobre a elasticidade da demanda por moeda, ou seja, a elasticidade da função de preferência-pela-liquidez (KALDOR, 1986, p. xvii). Para Kaldor, isso desviou as atenções novamente para a TQM, pois Friedman teria mostrado que há correlação entre a expansão da moeda e a renda, de forma que a velocidade da moeda era estável o suficiente para provar que Keynes estava errado: havia correlação entre oferta de moeda e renda. Contudo, para Kaldor, o erro de Keynes estaria no demasiado peso dado à preferência pela liquidez, cujo ajuste na velocidade da moeda permitiria considerar sua oferta exógena.

Para Kaldor (1983, p. 22), esta confusão poderia ter sido evitada caso Keynes tivesse assumido explicitamente a oferta de moeda como endógena, tornando a equação:

$$Y = \frac{M(r)}{v(r)}$$

Fica clara pela exposição de Kaldor que, uma vez que a moeda é endógena e determinada pela demanda, a AM não tem controle direto sobre a quantidade de moeda.<sup>38</sup>

Assim:

[...] once we realize that the supply of money is endogenous (it varies automatically with the demand, at a given rate of interest), *'liquidity preference' and the behavior of the velocity of circulation ceases to be important.* (KALDOR, 1986, p. xvii, grifo nosso).

Para o autor, resta como política monetária a administração da taxa de juros. Com isso, adiciona outra equação, simplificando a anterior:

$$r = \bar{r}$$

O Gráfico 2 abaixo ilustra o caso proposto por Kaldor: a política monetária seria responsável por definir a taxa de juros ( $\bar{r}$ ), e, a partir dela, a demanda por moeda se

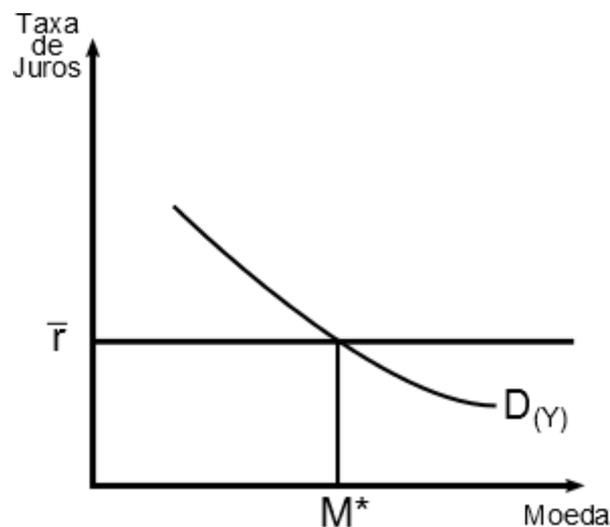
---

<sup>38</sup> Segundo Fiocca (2000), a publicação do livro *The Scourge of Monetarism*, em 1982, sucedeu a adoção de metas monetárias por parte dos EUA, em outubro 1979. No entanto, o abandono desta política, logo após a publicação do livro, revela o acerto de “[...] Kaldor quanto à impossibilidade, ou ao menos quanto aos enormes problemas, da aplicação de diretrizes monetárias à condução da política monetária.” (FIOCCA, 2000, p. 89).

acomodaria através de uma oferta de moeda infinitamente elástica. É a partir desta perspectiva que o autor reescreve a reta de oferta monetária a fim de torná-la horizontal, em suas palavras:

Now, in the case of credit money the proper representation should be a *horizontal* 'supply curve' of money not a vertical one. Monetary policy is represented *not* by a given quantity of money stock but by a *given rate of interest*; and the amount of money in existence will be demand-determined. (KALDOR, 1982, p. 24, grifo do autor).

**Gráfico 2 - Oferta de Moeda Endógena - Caso "Horizontalista"**



Fonte: KING, 2009, p. 146.

Assim, Kaldor conclui que a política monetária se dá através de alterações da taxa de juros, e não por meio do controle direto sobre a oferta monetária.<sup>39</sup> Além disso, a eficácia da política monetária também seria relativamente menos precisa, uma vez que a única maneira de alterar a quantidade de moeda seria mediante os impactos da mudança de taxa de juros sobre o investimento, por consequência, na renda e, no fim, na demanda por moeda. E exagera: “In that case, however, monetary policy does nothing more than fiscal policy; it is a particular instrument of demand management in the Keynesian sense.” (KALDOR, 1983, p.22). O autor ainda adverte que, na sua opinião, tal impacto seria ainda menor do que o previsto por Keynes.

Isso explicaria a dificuldade enfrentada pela AM em controlar a oferta de moeda, que motivou a convocação de um comitê, resultando na elaboração do Relatório Radcliffe. Uma

<sup>39</sup>A apresentação desta argumentação é base para outros economistas que acabaram por utilizar e aprofundar a perspectiva endógena da moeda, conforme será visto na seção seguinte. Basil Moore fez desta perspectiva a base para seu livro *Horizontalist and Verticalist* (1988).

das conclusões do relatório foi que o controle da oferta de moeda não é possível porque, em sua medida, deveria ser considerada uma visão mais ampla de liquidez:

*It is the whole liquidity position that is relevant to spending decisions and our interest in the supply of money is due to its significance in the whole liquidity picture. [...] The spending is not limited by the amount of money in existence but it is related to the amount of money people think they can get hold of, whether by receipts of income (for instance from sales) by disposal of capital assets or by borrowing. (RADCLIFFE REPORT apud KALDOR, 1982, p. 8, grifo do autor).*

O próprio relatório chegaria à conclusão que, uma vez reconhecida a incapacidade de controlar a oferta de moeda, dever-se-ia tentar influenciar a ‘posição geral de liquidez’, por meio da administração da taxa de juros. Deste modo, haveria uma regulação sobre os bancos, os verdadeiros “criadores de moeda” e detentores de ativos remunerados com base na taxa de juros que também devem ser considerados na medida de quantidade de moeda.

Segundo Kaldor, a liquidez do ativo deve ser considerada conforme a sua capacidade de ser trocado por moeda “[...] at any time, at short notice, and at a relatively small ‘transaction cost’ [...].” (KALDOR, 1982, p. 10). Quando se fala que a política monetária deve levar em consideração a posição geral de liquidez é para considerar a carteira de ativos das instituições financeiras, cuja alteração da taxa de juros irá gerar impactos sobre a disponibilidade de moeda, em sentido amplo. Ou seja, os bancos possuem ativos de longo prazo, cujo valor cai quando se eleva a taxa de juros, e, por outro lado, emitem passivos de curto prazo, cujo custo aumenta na elevação da taxa de juros (FIOCCA, 2000). Desse modo, admite-se que há restrições para a manipulação da taxa de juros: “[...] there must clearly be limits to the freedom of the central bank to use interest weapon if the solvency and viability of financial institutions is to be preserved.” (KALDOR, 1982, p. 13).

Com isso, tem-se que se, por um lado, a AM não controla a oferta de moeda, por outro, ela enfrenta dificuldade em manipular a taxa de juros, devido à potencial instabilidade resultante de uma determinada decisão. Em suma:

*[...] neither the Government nor the central bank can control how much of the total financial assets the public prefers to hold in the form of ‘money’ on one particular definition or another. [§] All they can do is to vary the relative inducements of holding non-interest-bearing cash and interest-bearing deposits by varying the rate of interest (KALDOR, 1982, p. 14, grifo do autor).*

Fiocca (2000) ressalta que, a partir desta constatação, Kaldor propõe alternativas para a política monetária, sugerindo que:

*[...] sejam utilizados controles diretos sobre a oferta de moeda creditícia, seja pela regulação da quantidade de crédito que é permitida aos bancos estender ao setor privado, como se fez durante a Segunda Guerra Mundial, seja pela imposição de limites às taxas de juros pagas nos depósitos remunerados, ou ainda por meio de*

uma administração do nível de empréstimos do setor público, utilizado como instrumento de política monetária. (FIOCCA, 2000, p. 100).

A dificuldade do controle sobre os bancos, devido às consequências sobre a “posição geral de liquidez” será a base para Moore desenvolver e aprimorar a teoria horizontalista da oferta de moeda. Como será visto na próxima seção, as bases que Kaldor forneceu a partir da análise crítica de Keynes e Friedman, serão fundamentais para a consolidação da teoria da moeda endógena.

Contudo, como King (2009, p. 149) argumenta, não se pode saber até que ponto Kaldor estava comprometido com a horizontalidade da oferta de moeda, uma vez que os questionamentos à essa posição foram desenvolvidos somente após sua morte, em 1986. A discussão em torno da inclinação da curva de oferta monetária tomou forma após a publicação do livro de Basil Moore, *Horizontalists and Verticalists*, de 1988, que consolida a crítica realizada por Kaldor e, por esse motivo, é pauta da próxima seção.

### 3.1.2 Basil John Moore: A Consolidação da Crítica ao Monetarismo

*“A paradigm, as is well known, inevitably tends to shape our perceptions of the world. A principal goal of this book is to outline an alternative to the prevailing paradigm that direct control of the nominal credit money supply is the central function of central banks.”* (MOORE, 1988a, p. xvi).

Nesta seção, pretende-se apresentar a forma como as ideias de Kaldor foram consolidadas como alternativa ao monetarismo. Basil Moore foi responsável por este feito ao publicar a obra *Horizontalists and Verticalists: The macroeconomics of credit money* (1988a), doravante denominada HV. Nela, Moore discute os principais pontos apresentados por Kaldor de forma a justificar a utilização de uma reta horizontal para descrever a oferta de moeda. Para tanto, irá adicionar uma peculiaridade das instituições financeiras contemporâneas: a inovação representada pelo *liability management* (administração dos passivos)<sup>40</sup>.

---

<sup>40</sup> A *Review of Keynesian Economics* publicou recentemente número com uma série de artigos comemorando os 25 anos do livro de Moore. Ver ROKE (2013).

### 3.1.2.1 A Moeda Endógena

Assim como Kaldor (1982), Moore inicia diferenciando a moeda-mercadoria, moeda-fiduciária e moeda-crédito<sup>41</sup>, sendo que o monetarismo serviria para as duas primeiras, mas não para a última. Um dos refinamentos que Moore presta à teoria diz respeito à reversão da ordem, incorporada no monetarismo, entre reservas-depósitos-empréstimos. Em seu primeiro capítulo, Moore apresenta os motivos para os quais em uma economia baseada em moeda-crédito, a AM não determinaria a base monetária, de forma que a ideia monetarista de controlar a oferta monetária a fim de determinar a taxa de crescimento da renda, dos salários e dos preços não seria aplicável.

A ordem de causação seria inversa: alterações na renda e no emprego determinam a demanda por empréstimos, e, por conseguinte, o estoque de moeda, ou seja, empréstimos-reservas-depósitos. Nesse caso, o banco central não teria alternativa a não ser acomodar esta expansão dos empréstimos provendo reservas suficientes para manter a taxa de juros estável no nível que pretende, sendo que esta seria a única ferramenta para influenciar o estoque de moeda. Resulta que a quantidade de moeda torna-se determinada pela demanda por crédito, sendo, portanto, “*credit-driven*”. Ao repassar os louros da teoria para Kaldor, Moore conclui:

Since the financing of investment is intermediated largely by the banking system, an increase in income due to a rise in the marginal efficiency of capital will normally be associated not only with a rise in velocity, but also with an *endogenous* increase in the money supply. (MOORE, 1988a, p. 4, grifo do autor).

O monetarismo seria caracterizado pelo fato de que alterações no estoque de moeda são os determinantes para as alterações na renda nominal. A moeda seria apenas um véu, enquanto que o comportamento real da economia não seria influenciado pela moeda, de modo que os fatores reais da oferta de trabalho e de capital, juntamente com o progresso tecnológico, determinariam a renda real. Com isso, a fim de controlar a inflação, bastaria à política monetária manter baixa a taxa de crescimento do estoque de moeda. Na visão de Moore, estaria implícito na teoria monetarista que a demanda e a oferta de moeda são considerados independentes, bem como a AM tem controle sobre a oferta.

Contudo, Moore adverte que esta teoria poderia fazer sentido quando considera-se uma economia baseada em moeda-mercadoria. Nesse caso, a expansão da oferta de moeda ficaria limitada à sua *produção*, podendo tomar o formato de qualquer elemento que fosse aceito como meio de troca e pagamento. A evolução mostrou que os metais preciosos

---

<sup>41</sup> A diferenciação de Moore é semelhante àquela adotada por Keynes, no TM, entre *commodity-money*, *fiat-money* e *bank-money*. Keynes ainda adicionava o *managed-money* como um intermediário entre as duas primeiras. Ver seção 2.1.1.

possuem características propícias para a função: oferta limitada, durabilidade, divisibilidade e transportabilidade. Com o tempo, viu-se que mesmo esses materiais apresentavam algumas singularidades que dificultavam a sua utilização, de forma que os governos ou bancos centrais passaram a emitir notas que, por sua vez, representavam certa quantia de metal. Os emissores ficaram tentados a imprimir mais notas do que a quantidade de metais que possuíam em estoque, dando origem à moeda-fiduciária, cujo valor depende de uma decisão legal sustentada pelo governo, o qual estipula esta nota como forma de pagamento de dívidas e taxas. Moore conclui que a oferta exógena é possível nestes tipos de moeda.

When money is metallic or fiat money, its supply can be meaningfully regarded as independent of the demand for it. The stock existing at any moment can be regarded as largely given, or at least exogenously determined. (MOORE, 1988a, p. 10)

Contudo, essas características não se sustentam a partir do momento em que a *moeda-crédito* é contabilizada como moeda. A *moeda-mercadoria* é um ativo para o dono, mas não é passivo para ninguém. Nesse caso, a oferta é independente da demanda. Já quanto à *moeda-crédito*, é a demanda por crédito que determina sua oferta, não havendo mais independência entre oferta e demanda: a oferta de moeda torna-se endógena.

Moore reconhece que a endogeneidade da moeda é ocultada através dos controles aplicados pela AM sobre as instituições financeiras: “[t]hese rules *appear* to be completely firm. As a result the supply of bank money *appears* to be a direct function of the monetary base.” (MOORE, 1988a, p. 14, grifo do autor). Contudo, o autor ressalta que o banco central está sujeito a uma assimetria em sua capacidade de controlar as reservas: pode facilmente expandi-las para avaliar o aumento dos créditos concedidos pelas instituições bancárias; porém enfrenta problemas caso queira reduzi-las. Do mesmo modo, em caso de crise, o banco central pode aumentar a base monetária, mas os bancos simplesmente irão preferir aumentar as reservas, reduzindo o multiplicador monetário. Nesse caso, a AM controla a base, mas não o estoque de moeda<sup>42</sup>.

Em suma, o que Moore tenta mostrar é que o banco central é limitado na tentativa de controlar o estoque de moeda: em momentos de *boom*, uma redução da base poderia fragilizar as instituições financeiras. Já em momentos de crise, a expansão da base monetária é dificultada pelas baixas taxas de juros nominais e pela decisão das instituições em aumentar as reservas não-requeridas. Restará à AM estabelecer o preço pelo qual irá disponibilizar as reservas, ou seja, a taxa básica de juros.

---

<sup>42</sup> Algo como o que acontece atualmente nos Estados Unidos e na Europa. A expansão das reservas por parte do Fed (*quantitative easing*) e do Banco Central Europeu (ECB, na sigla em inglês) apenas aumentou as reservas não-requeridas das instituições financeiras, e não se manifestaram em um aumento dos empréstimos bancários. Para uma análise sobre o problema do excesso de reservas não-requeridas, ver Todd (2013).

A partir desta constatação, Moore analisa como o comportamento dos bancos irá articular a criação de moeda. Segundo o autor, os bancos comerciais<sup>43</sup> têm seu tamanho determinado pela demanda, pois não podem conceder empréstimos caso o tomador não queira. É evidente que podem tentar *vender* o crédito, ao oferecer melhores condições para o tomador, contudo sempre dependerão da iniciativa deste. A maneira mais clara de compreender o ponto é através do cheque-especial: há um crédito pré-aprovado para ser utilizado conforme a necessidade do tomador.<sup>44</sup>

Os bancos comerciais, em seu início, teriam a função de financiar empréstimos (ativos não-líquidos e não negociáveis) com base nos depósitos (passivo altamente líquido). As exigências requeridas pelo banco central garantiriam a confiança no sistema. Entretanto, o ponto central para o qual Moore chama atenção na atividade bancária moderna estaria na administração de passivos (*liability management*). O principal canal para escapar da exigência de reservas bancárias por parte do banco central foi a nova função adquirida pelos certificados de depósito (CDs). Embora existissem desde 1870, os CDs tornaram-se negociáveis a partir de 1962 e permitiram que o banco ajustasse seu passivo conforme a demanda por empréstimo<sup>45</sup>. A extensão da carteira que antes era limitada pelos depósitos, passou para o controle dos gestores bancários, o que significa uma inversão na sequência da função bancária: anteriormente, o banco buscava depósitos junto aos clientes para constituir a base sobre a qual iria aumentar seus ativos; agora, o banco podia verificar a demanda por empréstimos a que está sujeito e depois buscar as fontes através da emissão de CDs. Nas palavras de Moore:

As a result of liability management, rather than accepting their liability structure and tailoring their assets accordingly, individual banks can target rates of asset growth and then adjust their liabilities to suit their needs for funds. (MOORE, 1988a, p. 27, grifo nosso).

Ao perceber que o FED já não possuía maneiras de limitar a expansão do crédito, usou-se a *Regulation Q*, criada em 1933 para limitar as taxas pagas aos depósitos à vista. Contudo, a recorrente inovação financeira promovida pela constante competição entre as

<sup>43</sup> É interessante perceber que à época, a diferenciação entre bancos de investimento e bancos comerciais ainda persistia. Contudo, esta divisão proposta pelo *Banking Act* (1933) – mais conhecido como *Glass-Steagall Act* – foi gradualmente abandonada a partir dos anos 1960, sendo considerado um dos determinantes para a crise de fim dos anos 2000. Além disso, retiraram-se as barreiras à formação de grandes instituições financeiras, incentivando a doutrina do “too big to fail” (WRAY, 2009).

<sup>44</sup> É interessante notar, como ficará mais claro adiante, que estas operações não necessitavam constar no balanço dos bancos, até que fossem usadas. Ou seja, o limite pré-aprovado não constava no balanço, contudo, a partir do momento que fossem usadas, o ativo e o passivo iriam aumentar concomitantemente e na mesma proporção. Keynes já havia chamado atenção para este ponto, como foi visto na nota de rodapé número 7.

<sup>45</sup> Moore mostra que de 1960 para 1980, os depósitos passaram de uma participação de 61% do passivo dos bancos para 28%, enquanto que certificados depósitos que não tinham importância alguma em 1960, passaram a representar 16% do total em 1980. (MOORE, 1988a, p. 29)

instituições promoveu a criação de outras ferramentas através das quais a administração de passivos escapava dos controles impostos pela AM<sup>46</sup>.

A forma de contabilizar a liquidez das instituições financeiras também teve que se desenvolver para incorporar estas inovações. O que antes era facilmente medido através das reservas requeridas e não-requeridas mantidas em espécie nos bancos, passou a depender da liquidez dos títulos por eles detidos. As reservas exigidas das instituições financeiras acabaram perdendo importância, uma vez que, com a administração de passivos, os bancos podem comprar fundos ao emitir um passivo novo. Com isso, tornou-se mais importante ao banco central garantir a liquidez geral do sistema financeiro do que monitorar propriamente a liquidez de uma só instituição<sup>47</sup>, pois a estabilidade do sistema agora dependia da *liquidez* do passivo bancário, algo que não havia quando somente as reservas eram a fonte da expansão do crédito. O mecanismo de administração dos passivos nesse caso mudou a perspectiva de contabilidade da liquidez e tornou mais arriscada a atividade bancária. Em um momento de estresse na economia, quando aumenta a percepção de risco dos bancos, uma possível tentativa conjunta de liquidar os ativos como proteção para inadimplência poderia reduzir seus preços<sup>48</sup>. Como Moore argumenta, nesse momento, os bancos “reinventaram a corrida bancária”:

In an era of liability management the FED must be willing and able to take bank-negotiable CDs as well as other marketable financial assets, for example, corporate equities, directly into its portfolio. *In a crisis the only assets that are liquid are those that the central bank is willing to acquire.* (MOORE, 1988a, p. 36, grifo nosso).

Insere-se, pois, o papel da AM como emprestador de última instância (*lender of last resort*). Essa função desempenhada pelo banco central conclui o ciclo de endoginização da moeda, iniciado com o aumento da sua demanda, corroborada pelos bancos através da administração dos passivos, e, agora, avalizada pelo banco central por meio da atuação como emprestador de última instância. O poder do banco central fica reduzido à decisão quanto a qual taxa de juros irá cobrar por estes recursos, esta também limitada, visto que cabe a ele sustentar a estabilidade do sistema financeiro. Nas palavras de Moore:

In response to an increase in the money supply powered primarily by increases in the demand for bank loans, the monetary authorities have been rendered increasingly impotent to restrict the rate of growth of the money supply. Once banks have acquiesced to an increased demand for credit and expanded their asset portfolios and total liabilities proportionately, *it is virtually impossible for the central bank directly to restrict quantitatively the growth of any chosen monetary aggregate.* The central

---

<sup>46</sup> Conforme será visto na seção 3.2.1.2, este é um dos pontos que irá gerar a instabilidade financeira proposta por Hyman Minsky (2008b).

<sup>47</sup> Similar ao que Kaldor (1982) denominou de “posição geral de liquidez”

<sup>48</sup> Similar ao que Fisher (1933) definiu como *debt-deflation*.

bank is reduced to raising short-term interest rates, so as to induce economics agents to reallocate their asset and debt portfolios and demand less bank credit and bank deposits. *Because of the potential instability inherent in spread banking, the ability of the FED to pursue sharply restrictive monetary policies has been constrained, since its ultimate responsibility is to the liquidity and stability of the financial system.* (MOORE, 1988a, p. 38-39, grifo nosso).

Como já apresentado, a ideia de que depósitos criam empréstimos era nuclear para a visão ortodoxa do funcionamento de um banco. Para os clássicos (e neoclássicos), o banco central elevava a base monetária através da compra de títulos, aumentando as reservas e permitindo o aumento dos empréstimos. De forma passiva, as instituições bancárias repassariam a variação das reservas para os empréstimos.

Ocorre que o mecanismo aqui apresentado, que torna a moeda endógena, requer a perfeita inversão dessa ordem: os bancos não aguardam a elevação da base monetária para fornecer novos empréstimos, nem mesmo decidem quando e quanto irão emprestar. Essas instituições podem ser consideradas vendedoras de crédito e, como qualquer outro vendedor, dependem da demanda para funcionar. Nesse caso, os empréstimos criarão os depósitos, através da administração de passivos, que por sua vez, repercutirão na ação do banco central de corroborar passivamente esta expansão monetária. Agora, de forma *ativa*, os bancos administram os dois lados de seu balanço para, como qualquer outra empresa capitalista, aumentar seus lucros. A ordem que antes aparecia como reservas-depósitos-empréstimos é invertida para empréstimos-depósitos-reservas.

Um dos pontos defendidos por Moore é que o próprio ato de aumentar os empréstimos, em um primeiro momento, também irá aumentar os depósitos, uma vez que há um crédito na conta do cliente. É possível também que este sujeito empregue os recursos para pagar pessoas que possuam conta no mesmo banco. Em uma visão agregada, Moore arremata que se um banco<sup>49</sup>:

[...] simply keeps pace with the rate of loan expansion of its competitors, [...] it will gain deposits from recipients of their borrowers who are the bank's own depositors, so that no net outflow of funds at clearing need result. (MOORE, 1988a, p. 52).

A partir dessa exposição, pode-se dizer que a oferta de moeda é endógena no sistema monetário baseado em moeda-crédito. Desse modo, conforme assentado por Moore, a única maneira que o banco central possui de influenciar a oferta de moeda é através da definição da taxa de juros<sup>50</sup>. Nesse contexto, a curva de oferta monetária defendida por Moore será horizontal, como Kaldor concebera.

<sup>49</sup> Semelhante à de Keynes no TM, vista na seção 2.1.2.

<sup>50</sup> A definição da taxa de juros em Moore será tratada em particular na seção 3.1.2.3.

Para Moore (1988a), pode-se dizer que os bancos são *price-setters* e *quantity-taker* no *mercado de varejo*, que inclui os empréstimos a pessoas jurídicas e físicas. Nesse ínterim, os bancos definem os preços pelos quais irão emprestar e, a partir daí, fornecem a quantidade que for demandada. Moore (1988a, p. 55) considera que o preço (no caso, a taxa de juros) pode ser determinado competitivamente ou por meio de oligopólio, pois a existência de economias de escala incentiva a existência de poucas e grandes instituições bancárias. A decisão do preço cobrado, ou seja, a taxa de juros de varejo, seria um *mark-up* sobre o custo das reservas, a depender, portanto, do poder de mercado e da elasticidade da demanda por crédito (que segundo os seus testes, é praticamente nula).

Já no *mercado de atacado*, no qual os bancos angariam seus próprios fundos, eles seriam *price-takers* e *quantity-setters*, uma vez que, neste mercado, o banco central é monopolista e, assim, o preço que pagarão pelas reservas segue o preço determinado pela AM. Resta-lhes escolher a quantidade, que, como foi visto, será ilimitada, considerando que o banco central sempre proverá as reservas necessárias.

Com efeito, Moore irá concluir que os requerimentos legais de reservas não têm mais utilidade para controlar a oferta de moeda. Eles fariam sentido somente se o crédito seguisse o modelo do “multiplicador monetário”, no qual o banco central tem total controle sobre a base monetária. De maneira simplificada, esta teoria argumenta que a quantidade de moeda em circulação ( $M$ ) será um múltiplo ( $m$ ) da base monetária ( $H$ ) (*high powered money*):

$$M = m.H$$

Ora, como a teoria convencional admite total controle sobre a base monetária ( $H$ ), o banco central poderia compensar qualquer flutuação no multiplicador monetário ( $m$ ) e, com isso, eliminar o impacto sobre a quantidade de moeda.

Contudo, no caso defendido por Moore, em que o banco central decide apenas a taxa de juros – e não a quantidade de moeda –, não há necessidade de limitação por meio das reservas, pois a AM irá provê-las sempre que necessário. Assim, o autor vale-se do exemplo do FED:

FED has never adopted operating procedures designed to control total reserves so as to use the money multiplier relationship to control deposits. [...] Reserves have always been supplied accommodatively at some price to support the quantity of credit and money demanded. (MOORE, 1988a, p. 64).

Moore admite que possa haver um impacto indireto sobre a demanda de moeda. A lógica é que um aumento nos requerimentos de reservas compulsórias eleva o custo de

obtenção de fundos e, com isso, os bancos terão que elevar *spread*, a fim de compensar o aumento no custo. Conforme a elasticidade de demanda de crédito, haverá uma queda no volume de empréstimo. De qualquer modo, Moore considera que este efeito é pequeno, o que pode ser evidenciado, segundo ele, com a baixa significância das reservas como variáveis explicativas dos empréstimos.

Moore ressalta ainda que haveria uma assimetria no controle das reservas. Isto porque no caso de o banco central reduzir as reservas requeridas, a expansão da base monetária seria repassada para a quantidade de moeda em circulação devido ao custo de oportunidade que manter reservas em excesso representa aos bancos. Como qualquer empresa que busca maximização dos lucros, possuir as reservas não-requeridas seria um custo evitável. Todavia, não se pode dizer o mesmo no caso do movimento inverso, ou seja, quando o banco central procura reduzir a quantidade de moeda por meio de um aumento nas reservas requeridas. Quando isso ocorre, os bancos teriam que liquidar empréstimos não-liquidáveis, o que poderia despertar uma instabilidade no sistema financeiro.

Desde já, questiona-se até que ponto é verdade que os bancos irão repassar totalmente um eventual aumento de reservas por parte do banco central, uma vez que as suas decisões de portfólio seguem um modelo de *trade-off* entre liquidez e rentabilidade. Assim, em momentos de maior preferência pela liquidez, é possível que este aumento de reservas não seja direcionado a empréstimos, e torne-se apenas um aumento das reservas não-requeridas no banco central<sup>51</sup>. Além disso, uma vez que a expansão dos empréstimos é *credit-driven* e *demand-determined*, é necessário que os agentes solicitem crédito, o que também será mais difícil de ocorrer em momentos de maior incerteza. Este é um ponto importante para resgatar a preferência pela liquidez e a incerteza como dois conceitos fundamentais da teoria pós-keynesiana, e que foram abandonadas pelos horizontalistas, mas serão resgatados pelos estruturalistas.

### 3.1.2.2 Crítica ao Keynes

No capítulo 8 do HV, Moore busca compreender como a endogeneidade da moeda poderia ser entendida na obra de Keynes. O autor remete à própria elaboração de Kaldor apresentada na seção anterior para explicar as razões que fizeram com que Keynes não conseguisse *abandonar* totalmente a TQM, constituindo-se simplesmente em uma

---

<sup>51</sup> O momento atual da economia americana demonstra que há essa possibilidade, conforme visto na nota de rodapé 42.

*modificação*, na qual se considera a velocidade da moeda como variável. Moore segue Kaldor na demonstração de que a falha de Keynes foi não preservar sua posição a respeito da endogeneidade da moeda já considerada anteriormente no TM. Para Moore, isso o ajudaria a escapar do vício quantitativista.

A visão comum indica que Keynes considerou a moeda exógena na TG e, como explicitado no segundo capítulo, há diversas indicações para tanto. Em suas discussões, Keynes considera que o estoque de moeda está sob controle da AM. Contudo, Moore resgata uma passagem de Keynes de 1938 expressamente advertindo que a Teoria Geral “[...] was *not* based on the assumption that the quantity of money is constant.” (MOORE, 1988a, p. 175, grifo do autor). Tal posição converge para o método de equilíbrio parcial utilizado por Keynes e inspirado em seu professor Alfred Marshall. Assim:

While it is therefore not correct to regard Keynes as strictly assuming that the money stock remained constant, at least in the *General Theory* he clearly did accept the conventional view that it was under the exogenous control of the central bank. (MOORE, 1988a, p. 176).

Então, Moore indica alguns motivos que o teriam impedido de escapar da visão que considera a oferta de moeda como exógena:

- a) a experiência do padrão-ouro ainda era recente, deixando inconscientemente resquícios nos economistas da época;
- b) a teoria do multiplicador monetário havia sido recém formulada, mantendo a ideia de que o banqueiro só emprestava o que possuía em depósitos;
- c) Keynes considerava que a oferta de moeda na Esfera Industrial de circulação era endógena, sendo o suficiente para variar a velocidade da moeda e escapar das conclusões quantitativistas;
- d) Keynes, cada vez mais, questionava a eficácia da política monetária;
- e) para Keynes, os bancos centrais possuem a capacidade de expandir a oferta de moeda exogenamente.

Moore passa então a procurar elementos de uma compreensão endógena da moeda ao longo das obras de Keynes, desde o primeiro livro *Indian Currency and Finance*, originalmente publicado em 1913, até os artigos escritos após a publicação da TG, em 1936.

Ao analisar cada obra separadamente, é possível afirmar que Moore traça uma tentativa de gradual abandono do “vício clássico” por parte de Keynes. No *Tract on Monetary Reform*, embora alguns autores percebessem uma adoção de preceitos quantitativistas, já

haveria algumas tentativas de superá-los. Conquanto considerasse não ter a moeda outra função senão aquilo que pode comprar, admitia que mudanças na quantidade poderiam impactar nos preços, mas, também, no curto prazo, poderiam alterar a disposição do público em manter moeda como depósito e a proporção de reservas bancárias. Embora admitisse que, no longo prazo, a teoria quantitativa poderia funcionar, a crítica ficaria explícita quando se considera qual a percepção de Keynes frente ao longo-prazo, na sua famosa citação: “But this *long run* is a misleading guide to current affairs. In the *long run* we are all dead.” (KEYNES<sup>52</sup> *apud* MOORE, 1988a, p. 182).

Segundo Moore, Keynes associava a exogeneidade de moeda à *Commodity-Money*, à época, representada pelo ouro. Assim, pela produção de ouro ter se mantido estável, os preços também se conservaram estáveis. No entanto, o autor já considerava superada tal estrutura, ao perceber que os bancos variavam sua razão de reservas de ouro a fim de manter estável a oferta de moeda. Dessa forma, Keynes já admitia que o *Managed-Money* iria substituir o *Commodity-Money*, sendo que o Banco da Inglaterra teria a responsabilidade de manter os preços estáveis, controlando a oferta de moeda por meio da taxa de juros. Nesse sentido, o volume de papel moeda seria totalmente determinado pelo:

[...] state of trade and employment, bank rate and Treasury bill policy, the governs of the system would be bank rate and Treasury bill policy, the objects of government would be stability of trade, prices and employment, and the volume of paper money would be a consequence of the first (just I repeat – as it is at present) and an instrument of the second, the precise arithmetical level of which could not and need not be predicted. (KEYNES<sup>53</sup> *apud* MOORE, 1988a, p. 184-185).

Percebe-se que Moore busca identificar as bases que o farão concluir a linha de raciocínio segundo a qual Keynes estava gradualmente tornando a moeda endógena. Ao analisar o TM, Moore ressalta as considerações de Keynes a respeito da existência de cheque-especial, o que faria com que não tivéssemos registro da oferta de moeda, uma vez que tais facilidades não eram contabilizadas no balanço dos bancos.

Moore exalta uma série de passagens do TM, nas quais o autor teria considerado a moeda endógena quando assume que os bancos irão criar a moeda adicional necessária para a Circulação Industrial, de forma que a expansão do volume de investimento não seria limitada por um aumento da taxa de juros de mercado.

Ao analisar o segundo volume do TM, Moore ressalta que, embora Keynes considerasse a importância da oferta de moeda, preocupava-se em não regressar à TQM. Por

<sup>52</sup> KEYNES, John Maynard. **The Collected Writings of John Maynard Keynes Volume IV: A Tract on Monetary Reform.** New York: Macmillan, 1971.

<sup>53</sup> KEYNES, John Maynard. **The Collected Writings of J. M. Keynes, Volume IV: A Tract on Monetary Reform.** New York: Macmillan, 1971.

isso, Keynes teria defendido que somente a Esfera Industrial de circulação é capaz de determinar o produto e os preços. Todavia, para Moore, ele deveria ter ido além: tendo em vista que a moeda é endógena, não há razão para pensar que um ajuste na oferta de moeda irá equilibrar novamente os preços e o produto, independentemente da proporção que circula em cada esfera (MOORE, 1988a, p. 189). Em seguida, ele argumentaria que é o controle da AM sobre a taxa de juros que regula os demais fatores. Contudo, Keynes teria feito ressalvas quanto às limitações que os bancos centrais enfrentam ao tentar controlar a quantidade de moeda.

Em suma, a maior crítica de Moore à obra de Keynes é o fato de que, embora em diversas passagens o autor reconhecesse a endogeneidade da moeda, não teria ido às últimas consequências: para Moore, se a moeda é endógena, deve-se reverter a causalidade da equação quantitativa, e não, meramente, considerar uma velocidade variável.

Segue-se que as diversas revisões promovidas por Keynes teriam retirado da versão final um capítulo importante do TM. Segundo Moore, neste capítulo, Keynes teria:

[...] recognized that although in the long run banks could lend only as much *real* purchasing power as their depositors were willing to leave with them, in the short run the volume of *nominal* lending was not so constrained but was at their initiative. (MOORE, 1988a, p. 194, grifo do autor).

Por fim, Moore analisa as contribuições da TG, indagando, desde o início, como foi possível que, apenas seis anos após a publicação do TM, Keynes assumisse o estoque de moeda como sendo determinado exogenamente pela AM. Keynes argumentava que o seu escape da TQM ocorria porque a demanda por moeda se dividia no motivo transacional, especulativo e precaucional. Nesse caso, enquanto o primeiro podia ser considerado estável, os demais não. Nota-se que, para isso, a quantidade de moeda podia ser determinada exogenamente. Assim, enquanto argumentava que as propriedades da moeda levariam a uma elasticidade-produção inelástica, ou seja, mais trabalho não poderia gerar mais moeda, Keynes esquecia-se do TM, em que o aumento do emprego provoca um aumento da oferta de moeda, assim que os bancos confirmem as expectativas das empresas. Moore arremata que a exogeneidade da moeda é complementar à estrutura conceitual que suporta a preferência pela liquidez. É assim que, como já havia feito por Kaldor, irá abandonar o conceito de preferência pela liquidez como determinante da taxa de juros.

Moore observa que os artigos de Keynes em resposta a Ohlin mostram o modo como a poupança e o investimento igualavam-se *ex-ante*, através do *finance-motive*.<sup>54</sup> Com isso, Keynes escapava da teoria dos fundos emprestáveis e tornava a separação entre os mercados

---

<sup>54</sup> Ver seção 2.2.3.

real e monetário inválido. Contudo, Moore ressalta que a principal consequência do acréscimo dessa justificativa era entender que a moeda era, por fim, endógena:

But more important, the finance motive, properly understood, *is really the conclusive argument for the endogeneity of the money stock. This does not seem to have ever been fully perceived, even by Keynes himself.* (MOORE, 1988a, p. 199, grifo do autor).

Como visto, ao destacar que é o produto que varia para equilibrar poupança e investimento, Keynes teria deixado a taxa de juros “no ar”. Para tanto, a preferência pela liquidez iria determinar a quantidade de moeda ofertada, que, por sua vez, determinaria a taxa de juros e o nível de investimento. Neste papel, Keynes viria a ressaltar a importância dos bancos no processo de tornarem-se menos líquidos a fim de avaliar eventuais aumentos da demanda por investimentos. Nessa esteira, retomaria a existência do “cheque-especial” para corroborar os aumentos, o que Moore argumenta ser inconciliável com uma oferta de moeda exógena. Esse retorno a temas que já haviam sido abordados no TM leva Moore a supor que faltou tempo para Keynes chegar às suas conclusões:

[...] with time he [Keynes] would have succeeded in realizing his final and full emancipation from the quantity theory: *the recognition that short-term interest rates are determined exogenously by the monetary authorities, and the supply of credit money varies endogenously with the demand for bank credit and bank purchases of securities.* (MOORE, 1988a, p. 204, grifo nosso).

Desse modo, Moore ressalta que nos artigos publicados após a TG, Keynes resgatou o conceito de “cheque-especial” (*overdraft*) para justificar a capacidade do sistema bancário de acomodar, com menos pressão sobre a taxa de juros, a oferta de moeda à demanda oriunda no motivo *finance*. Assim, a existência de “cheque-especial” não utilizado permite “a transição de uma escala inferior de atividade para uma mais elevada pode ser conseguida com menor pressão sobre a demanda por liquidez e a taxa de juros”<sup>55</sup>.

Para Moore (2006, p. 258), tivesse substituído o “less pressure” por “no pressure”, Keynes teria finalmente conseguido libertar-se da ortodoxia. A seguir, o autor cita outra passagem que o faz acreditar que Keynes, caso publicasse uma segunda edição da TG, iria abandonar a teoria da preferência pela liquidez e admitir que a AM decide exogenamente a taxa de juros de curto prazo:

The monetary authorities can have any rate of interest they like... Historically the authorities have always determined the rate at their own sweet will, and have been

---

<sup>55</sup> No original: “the transition from a lower to a higher scale of activity may be accomplished with *less pressure* on the demand for liquidity and the rate of interest.” (KEYNES, 1937d, p. 669, grifo nosso).

influenced almost entirely by balance of trade reasons and their own counter-liquidity preference. (KEYNES<sup>56</sup> *apud* MOORE, 2006, p. 258).

A profundidade com a qual Moore explora toda a obra de Keynes intimida qualquer pesquisador que tente criticar suas visões. No entanto, é possível compreender como os interesses de Moore levam-no a focar em temas que auxiliam no desenvolvimento de sua própria teoria. Um dos pontos que se pode questionar é a compreensão de Moore acerca do conceito de preferência pela liquidez e qual sua importância para a teoria keynesiana.

Sintetiza-se a linha de raciocínio que determina a endogeneidade radical da moeda:

- a) os agentes necessitam de financiamento para suas atividades;
- b) os bancos estabelecem o preço para fornecer o crédito (um *mark-up* sobre a taxa básica) e, a partir daí, provisionam a quantidade de moeda demandada, visto que são capazes de administrar os dois lados de seus balanços;
- c) a AM avalia todos os requerimentos de reservas e sustenta a expansão monetária, dada sua função de preservar a estabilidade.

Para Keynes, há limitação nos dois canais:

- a) os bancos podem não sustentar toda a demanda devido à preferência pela liquidez; e
- b) a AM pode restringir a oferta elevando a taxa de juros.

### 3.1.2.3 A Taxa de Juros Exógena

Para Moore (1988a), a taxa básica de juros seria determinada pelo banco central, considerando o monopólio sobre as reservas. Restaria aos bancos estabelecerem suas taxas de juros, definidas como um *mark-up* sobre o custo das reservas, a taxa básica.

A discussão a respeito da taxa de juros no HV é fundamental para a compreensão das repercussões que a definição de uma moeda endógena traz à teoria. Moore divide a exposição: primeiro, apresenta as duas abordagens sobre a determinação da taxa de juros, se real ou monetária; depois, define se a taxa de juros é uma variável endógena ou exógena.

A apresentação de Moore torna-se interessante à medida que acompanha a evolução da história do pensamento econômico, mostrando as contribuições fundamentais de Keynes.

---

<sup>56</sup> KEYNES, John Maynard. **Collected Writings of J.M. Keynes, Vol. XXVII**: Minutes for the National Debt Inquiry. New York: Macmillan, 1980.

Algumas observações aqui relatadas já foram apresentadas no segundo capítulo. De qualquer modo, preferiu-se apontá-las novamente a fim de permitir a compreensão da linha de raciocínio que levará às conclusões particulares de Moore, e que serão fundamentais para os autores pós-keynesianos estruturalistas.

Para Moore, a taxa de juros já era monetária desde o TM. Não obstante, sua relação com o produto só fica clara após a TG, pois, neste livro, permitiu-se que a economia estivesse fora do equilíbrio, ou então, durante a transição entre dois pontos de equilíbrio. Tornava-se possível um equilíbrio abaixo do pleno emprego.

Na economia clássica, a taxa de juros ajusta-se para equilibrar a demanda por investimento com a oferta de poupança, considerando-se a independência entre as duas. Como a demanda por investimento é definida pelo *lado real*, por meio da produtividade marginal dos fatores de produção, e a oferta de poupança deriva da teoria dos fundos emprestáveis, tem-se que a taxa de juros é determinada pelos fatores reais da economia. O ajuste da taxa de juros permitirá que a economia permaneça no pleno emprego. Nota-se que a moeda não desempenha nenhum papel nesta corrente de determinação.

Já para Keynes, o equilíbrio entre a poupança e o investimento não pressupõe variação da taxa de juros, definida como a medida da “disposição daqueles que possuem moeda em abrir mão de sua liquidez”<sup>57</sup>. Nesse contexto, a taxa de juros seria determinada pela oferta e demanda por *liquidez*, sujeita à incerteza inerente a uma economia capitalista. A teoria da preferência pela liquidez permite a incorporação da incerteza na definição da taxa de juros, constituindo-se no canal entre os lados monetário e real. Com isso, temos que o investimento seria a variável de ajuste, e não mais a taxa de juros, permitindo que o produto se desvie do pleno emprego. A poupança e o investimento já não podem ser aferidos independentemente, pois a poupança será gerada conforme o desenrolar do processo de investimento. É a determinação monetária da taxa de juros que impede a separação entre os lados monetário e real, sendo o modo como se incorpora a moeda que modifica a teoria.

A neutralidade da moeda no longo prazo é a essência da teoria neoclássica. Sua sustentação depende da junção entre o conceito de taxa de juros natural e da teoria dos fundos emprestáveis. Isso porque a existência da taxa de juros natural de Wicksell depende tanto de fixar o capital disponível quanto da mobilidade do capital entre as diferentes alternativas, impondo que a taxa de juros natural é aquela que equilibra e equaliza os lucros de cada setor.

---

<sup>57</sup> Já citado anteriormente, na seção 2.2.3: “[...] is a measure of the unwillingness of those who possess money to part with their liquid control over it.” (KEYNES, 2007, p. 167).

Tem-se que a produtividade marginal do capital iguala-se à oferta de poupança através da taxa de juros natural, que também se pode denominar taxa de juros real. Com efeito, a taxa de lucro, a produtividade marginal do capital e a taxa de juros igualam-se no longo prazo. Percebe-se que este equilíbrio só é possível quando se considera a homogeneidade dos capitais, bem como sua livre mobilidade.

Wicksell propõe a existência de uma taxa de juros de mercado, considerada taxa de juros nominal. Seria o desvio dessa taxa perante a taxa de juros natural que provocaria os desvios que pressionam para a existência de inflação ou deflação. Com isso, no longo prazo, a taxa de juros de mercado deveria convergir para a taxa de juros natural, de forma que somente as forças reais fossem capazes de alterar o produto. Os desequilíbrios seriam, então, resultado do distanciamento da taxa de juros natural, sendo “auto-corrigíveis” no longo prazo. Como define Moore, nessa teoria:

The market or money rate of interest is simply a transitional veil, in the sense that in all long-run equilibrium situations it must reflect the forces determining the real or natural rate. (MOORE, 1988a, p. 235).

Em suma, a evolução destes modelos continua defendendo que a moeda pode ser desconsiderada, pois, no longo prazo, os agentes corrigem as expectativas conforme a previsão da inflação (teoria das expectativas racionais), e as variáveis reais continuam determinando o produto de longo prazo. A moeda seria simplesmente uma facilitadora de trocas por meio da superação da necessidade de dupla coincidência de desejos existente em uma economia de escambo. Nesse caso, não há nenhuma diferenciação entre uma economia baseada em moeda-mercadoria (*Commodity-Money*) e uma economia baseada em moeda-crédito (*Credit-Money*).

A visão que considera uma *análise monetária da produção*, por outro lado, deriva da posição de que a moeda tem um papel fundamental na economia capitalista. Moore resgata Marx para mostrar que a essência do capitalismo está na troca de mercadorias para gerar mais dinheiro ao fim do processo, tal como descrito no sistema  $D - M - D'$ . Para Moore, tal essência seria compartilhada por Keynes, representada pela citação: “It has no object in the world except to end up with more money than it started with.” (KEYNES<sup>58</sup> *apud* MOORE, 1988a, p. 242).

Dada a importância adquirida pela moeda, a taxa de juros seria um fenômeno essencialmente *monetário*, influenciada por fatores que não dependem somente dos fundamentos *reais*. A TG inicia com uma tentativa de abandonar a Lei de Say, propondo que

---

<sup>58</sup> KEYNES, John Maynard. **Collected Writings of J.M. Keynes, Vol. XIX: Activities: The Return of Gold and Industrial Policy.** New York: Macmillan, 1981.

a oferta de poupança não pode ser considerada independente da demanda por investimento. Nesse passo, abandona-se a teoria dos fundos emprestáveis e a taxa de juros necessita ser explicitada a partir de outros fatores. Surge, então, a teoria da preferência pela liquidez para determinar a taxa de juros. Nesse caso, Keynes mantinha a importância da taxa de juros na equalização das diferentes eficiências marginais do capital. No entanto, invertia sua determinação: os novos investimentos seriam trazidos ao ponto no qual as eficiências marginais do capital igualam-se à taxa de juros, e não o contrário, previsto pela teoria neoclássica. A variável de ajuste é o produto, e não a taxa de juros.

A tese de Keynes torna-se ainda mais interessante quando escapa da definição natural da taxa de juros proposta por Wicksell. Conforme já exposto, na TG, assume-se a taxa de juros como um fenômeno convencional. Assim:

[...] because the convention is not rooted in secure knowledge, it will not be always unduly resistant to a modest measure of persistence and consistency of purpose by the monetary authority. (KEYNES, 2007, p. 204).

Uma vez que a taxa de juros não é determinada a partir do equilíbrio entre oferta e demanda de fundos emprestáveis, tem-se que não irá ajustar-se para guiar a economia novamente ao pleno emprego.

Até aqui, as argumentações de Moore convergem com o que foi apresentado no segundo capítulo. Daí em diante, no entanto, Moore discorda dos motivos apresentados por Keynes para defender que as propriedades da moeda fazem com que a sua maior demanda não repercuta em um aumento proporcional do produto. Para Moore, como foi visto na seção anterior, esta argumentação seria resultado da falha de Keynes em não diferenciar o *Commodity-Money* do *Credit-Money*. Segundo o autor, as propriedades de elasticidade de produção e substituição nulas somente são verdadeiras quando se considera que a oferta de moeda é determinada exogenamente pela AM, algo que só seria crível no caso de uma economia baseada em *Commodity-Money*.

Para Moore (1988a, p. 246), ao tentar explicar a influência dos fatores monetários na formação da taxa de juros, Keynes poderia ter incorporado as ideias do TM, ou seja, que a AM controla a taxa de juros e não a oferta de moeda, sendo que esta é determinada endogenamente a partir da demanda. Dessa forma, também alcançaria seu objetivo de negar as teorias que consideravam a taxa de juros um fenômeno resultante das variáveis reais. Neste caso, também poderia manter um ponto central de sua teoria: a taxa de juros não seria o mecanismo de ajuste que leva a economia ao pleno emprego. Nas palavras do autor:

Keynes appeared to be resting his case for a less than full employment equilibrium not on the proposition that a full-employment rate of interest does not exist, but

rather on the proposition that there is no mechanism to ensure that the rate of interest will automatically attain its full-employment equilibrium level. (MOORE, 1988a, p. 249).

Pelo que se vê, Moore diverge dos motivos apresentados por Keynes para abandonar o mecanismo de equilíbrio de pleno emprego admitido pelos clássicos: Keynes utiliza a incerteza e o conceito de preferência pela liquidez dela resultante para a determinação da taxa de juros e para justificar a demanda por moeda, que deslocaria parcela da produção para um bem “não produzível”, fazendo com que a demanda efetiva se distanciasse do pleno emprego. Moore, por sua vez, considera que o ponto fundamental é a endogeneidade da moeda existente no sistema bancário, que elimina a existência do que se poderia chamar de uma oferta de moeda, invalidando o equilíbrio à demanda por meio da taxa de juros, e tornando-a uma variável exógena a cargo da AM.

Pasinetti teria justificado a importância de Keynes de modo mais sutil, tentando captar a essência da teoria da demanda efetiva naquilo que realmente a diferencia dos clássicos:

What this theory [of effective demand] requires as far as the rate of interest is concerned, is not that the rate of interest is determined by liquidity preference, but that it is determined *exogenously* with respect to the income generating process. Whether, in particular, liquidity preference or anything else determines it, is entirely immaterial. (PASINETTI<sup>59</sup> *apud* MOORE, 1988a, p. 251, grifo do autor).

Por fim, Moore ressalta que a principal contribuição de Keynes foi inverter a direção da causalidade proposta por Wicksell: para Keynes, é a eficiência marginal do capital que se ajusta à taxa de juros, sendo esta variável profundamente psicológica e determinada por expectativas e convenções, diferente do que propunha a taxa natural de juros de Wicksell. Já a taxa de juros de curto prazo (ou de mercado), como Keynes salientou no TM, é a principal ferramenta da AM para tentar controlar a oferta de moeda.

A partir disso, Moore irá desenvolver as consequências de se assumir a taxa de juros como uma variável determinada exogenamente pela AM. Em um primeiro momento, Moore critica a análise *mainstream* por considerar que a taxa de juros é o preço responsável por equilibrar as *independentes* oferta e demanda por “capital”, ou “fundos emprestáveis”. A base para o engano seria considerar que a moeda comporta-se ainda como *Commodity-Money*. No caso, o *mainstream* deveria admitir que uma economia baseada no *Credit-Money* possui algumas diferenças:

Credit money is not supplied according to some production function, with a real resource cost and a rising supply price. Rather it is supplied on demand by the central bank as the residual provider of system liquidity, at a supply price

---

<sup>59</sup> PASINETTI, Luigi. **Growth and Income Distribution**: Essays in Economic Theory. Cambridge University Press, 1974.

determined exogenously within wide limits as a policy variable by the central bank itself. (MOORE, 1988a, p. 258).

Isso posto, a moeda sendo determinada endogenamente, e o banco central provendo quantas reservas fossem necessária para manter a liquidez e a estabilidade do sistema monetário, tem-se que a única variável no controle do banco central é a taxa de juros, que deixa de ser determinada pelas variáveis reais. Como já descrito por Kaldor, a curva de oferta de moeda, no espaço taxa de juros e quantidade de moeda, torna-se horizontal, sendo que as mudanças na taxa de juros promovidas pela AM irão deslocar paralelamente a reta de oferta de moeda para cima (no caso do aumento), ou para baixo (no caso de uma redução). Esta seria a oferta de moeda de curto prazo, com base na taxa de juros de curto prazo determinada pelo banco central. Já a curva de oferta de longo prazo não existiria, por não ser considerada independente da demanda: “A long-term money supply function independent of demand forces thus does not exists.” (MOORE, 1988a, p. 263). A taxa de juros de longo prazo é construída com base nas expectativas sobre a taxa de juros de curto-prazo, mantendo a ideia de Keynes de que é resultado de forças históricas e psicológicas<sup>60</sup>.

Interessante perceber que Moore admite que, no máximo, os fatores reais determinam indiretamente os limites superiores e inferiores para a banda dentro da qual o banco central irá definir seu objetivo. Após esta consideração, tem-se que a taxa nominal de juros, descontada a expectativa de inflação, irá determinar a taxa de juros real *ex-ante*, que governa o comportamento dos agentes. A eficiência marginal do capital irá, portanto, depender também das expectativas e das decisões da AM. Assim: “[d]omestic nominal short-term interest rates in any economy as stated are determined exogenously *within some range* by its central bank.” (MOORE, 1988a, p. 264, grifo nosso).

A função de reação do banco central pode considerar as forças reais em suas ponderações, abarcando diversas variáveis: pleno emprego, estabilidade de preços, balanço de pagamento e taxa de câmbio de equilíbrio. Logo, irá administrar a taxa nominal de juros conforme seus objetivos, dentro dos limites delineados pela função reação. De qualquer forma, como a taxa de juros de longo prazo é determinada a partir da expectativa sobre as taxas de juros de curto prazo, infere-se que a taxa de juros é inteiramente um fenômeno monetário.

Com isso, tem-se que, diferente do que muitos críticos assinalam, Moore admitia a existência de limites para a determinação da taxa de juros por parte da AM:

---

<sup>60</sup> Esta questão será retomada a partir da discussão de Robert Pollin a respeito de testes de causalidade entre as taxas de curto e longo prazo.

In conclusion the nominal supply of credit money is not an exogenous policy variable. Rather, the nominal supply price at which credit money is issued is the key instrument of monetary policy. The short-run money supply function is horizontal at a level governed by the central bank's minimum lending rate. The nominal rate of interest administered by a central bank depends both on its policy goals and on the state of the economy. *Endogenous market forces combined with the authorities' reaction function determine the limits within which central banks will exogenously vary nominal interest rates.* (MOORE, 1988a, p. 265, grifo nosso).

Válido consignar que, nessa parte da discussão, em uma nota de rodapé, Moore (1988a, p. 265) também demonstra compreender uma crítica que será feita pelos economistas pós-keynesianos estruturalistas: a função de reação do banco central não poderia tornar positivamente inclinada uma curva de oferta de moeda de prazo mais longo? Moore discorda, dado o mecanismo pelo qual essa curva é construída, que exige considerar decisões separadas da AM, que dependerão das suas metas e funções de reação, sendo em geral “[...] strictly undefined, since it is not independent of credit and money demand forces.” (MOORE, 1988a, p. 265). Dessa forma, as decisões do banco central continuam exógenas, e a reta de curva de oferta de moeda no curto prazo segue horizontal. Já no longo prazo, não se poderia definir qualquer comportamento *a priori*, pois a curvatura irá depender da interação entre as políticas do banco central e as demais instituições. Assim, Moore admite que “[a] different targeted money growth rate would imply a different upward-sloping long-run relationship between interest and money.” (MOORE, 1988a, p. 265)<sup>61</sup>.

De modo convencional, os limites superiores e inferiores dependerão de diversas variáveis, como grau de abertura, objetivos do banco central, elasticidade-demanda da taxa de juros e grau de mobilidade de capital, entre outros. Porém, Moore salienta que, mantidas constantes as expectativas, o limite inferior da taxa de juros é dado pelo impacto que uma redução causa sobre a inflação. Ou seja, considerando que uma redução da taxa de juros por parte do banco central, mantendo as expectativas estáveis, é repassada pelos bancos por meio de um *mark-up*, provocando uma redução da taxa de juros de curto-prazo *ex-ante*, pode-se levar o crescimento da demanda agregada um ponto além do produto potencial, que, reduzindo o desemprego, forçaria um aumento dos preços. Nesse contexto, a AM seria forçada a adotar políticas restritivas a fim de retomar a estabilidade de preços. Já o limite superior seria resultado do processo inverso, que geraria desemprego, ou seja, dependeria do nível de desemprego que a AM estaria sujeita a tolerar.

Moore adverte que estes resultados não se mantêm, caso seja relaxada a simplificação assumida anteriormente de que as expectativas são estáveis. Então ressalta a contribuição das

---

<sup>61</sup> Desde já, deve-se chamar atenção para essa passagem, pois ela será utilizada adiante para justificar uma aproximação entre os horizontalistas e os estruturalistas.

“expectativas racionais” para exaltar a importância da confiança na AM: “Public credibility is essential for the successful conduct of monetary policy.” (MOORE, 1988a, p. 269). Seguindo estas premissas, a administração da política monetária seria simples: aumentar os juros quando há inflação e reduzi-la quando há deflação.

Contudo, pode-se perceber que tal teoria supõe como única causa da flutuação dos preços o excesso ou a falta de demanda agregada. Esta crítica ficou evidente no período de estagflação. Assim, deve-se resgatar as teorias de inflação de custos, na qual pressões sobre os preços independem da demanda agregada. Apesar de não aprofundar o tema, Moore indica que políticas de renda podem ser uma saída para controlar este tipo de inflação. As políticas de metas monetárias, quando se estabelecem metas de crescimento para o agregado monetário, teriam um efeito indireto sobre as expectativas dos agentes, ao serem incorporadas nos acordos salariais.

O que Moore pretende deixar claro é que há um amplo espectro de taxa de juros entre os limites superior e inferior da taxa de juros. Dentro destes, a AM determina exogenamente qual a taxa de juros de curto prazo. E mesmo fora destes limites, nem sempre a taxa de juros é o principal instrumento para buscar seus objetivos.

Após a apresentação de uma série de testes de causalidade, Moore assenta:

[...] domestic nominal short-term rates of interest are the key exogenous policy variable administered by national central banks in all credit money economies, in their role as residual supplier of liquidity to the financial system. Nominal long-term rates are dependent on financial market participants' expectations of future short-term rates, that is, of the central bank's future interest rate policy. Given the nominal rate level, prevailing inflationary expectations determine the *ex-ante* real rates that are incorporated into wealthowner decision making. The nominal market rate of interest “rules the roost” and sets the standard to which the nominal marginal efficiencies of all other assets must adjust. (MOORE, 1988a, p. 286).

### 3.1.3 Conclusões Horizontalistas

As contribuições de Kaldor e Moore tornam-se fundamentais para o desenvolvimento da teoria pós-keynesiana. Suas análises críticas da obra de Keynes fazem com que a Escola evolua no sentido de comportar as novas evidências que a realidade traz. Nesse sentido, tem-se que a forma como apresentam as teorias da moeda endógena e da taxa de juros exógena são fundamentais para compreender o modo como a AM age. E mais: os dois autores assumiram a oposição ao monetarismo, expresso na verticalidade da oferta de moeda.

As contribuições horizontalistas foram igualmente relevantes no próprio desenvolvimento das teorias pós-keynesianas. As exposições de Kaldor e Moore deixam

evidentes suas diferenças perante as obras de Keynes. O avanço proposto pela teoria horizontalista deve ser considerado expressivo por reconhecer uma prática usual entre os bancos centrais, como apresentado no *Radcliffe Report*. O resgate da importância do TM para explicar o surgimento da endogeneidade da moeda pode ser considerado o principal feito desta abordagem, no sentido de que as bases para o horizontalismo estão no nascimento da crítica aos clássicos, conforme Keynes já havia adiantado. Além disso, para esses autores, como Moore tornou explícito, faltou a Keynes levar ao *extremo* as consequências de sua descoberta. Isto é, se os bancos determinam a oferta de moeda, e os bancos centrais provêem a liquidez necessária para estabilizar o sistema, resta à AM agir sobre a única variável sob seu controle: a taxa nominal de juros de curto prazo. E mais: como a oferta de moeda agora é guiada pela demanda, não há motivos para se considerar relevante o conceito de preferência pela liquidez como determinante da taxa de juros, o que os levou a denominá-la de “pista falsa”.

Entretanto, a própria abordagem pós-keynesiana irá questionar-se até que ponto Keynes queria realmente levar sua conclusão ao *extremo*. Ou seja, talvez o objetivo de Keynes fosse justamente colocar que, embora a taxa de juros não equalizasse a demanda e oferta por *moeda*, ela equalizava a demanda e oferta por *liquidez*. Nesse caso, independentemente de considerar a oferta de moeda exógena (como faz na TG) ou como endógena (como propõe-se fazer no TM), as consequências de sua proposição central se mantêm: quando há incerteza não-probabilizável, as forças econômicas não são suficientes para guiar o produto para o pleno emprego. Além disso, como os estruturalistas irão retomar, a existência da preferência pela liquidez será fundamental para determinar o grau de endogeneidade da moeda dentro do sistema bancário.

Destarte, exalta-se mais uma importância dos horizontalistas, aqui representados por Kaldor e Moore: suas obras exigiram a discussão entre os próprios pós-keynesianos, o que deve ser visto como um fortalecimento da abordagem, e não como sua debilidade.

### 3.2 Estruturalistas

A abordagem estruturalista da teoria da moeda endógena é fundamentada em dois autores centrais a serem estudados a seguir: Hyman Minsky e Stephen Rousseas. O primeiro não adentrou na discussão a respeito das vertentes horizontalista e estruturalista, porém sua teoria sobre a evolução da estrutura financeira foi usada por Rousseas para embasar algumas das críticas aos horizontalistas Kaldor e Moore.

Apesar das bases do estruturalismo estarem contidas em Minsky e Rousseas, o primeiro registro da divisão entre duas abordagens da oferta de moeda endógena remete ao artigo *Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence*, de Robert Pollin (1991). Ao mesmo tempo em que estabelece as diferenças entre uma vertente acomodacionista e outra estruturalista, Pollin expressa sua defesa pela última por meio da análise dos dados norte-americanos.

A afinidade entre as duas abordagens encontra-se na ideia de que a oferta de crédito é determinada pela pressão da demanda sobre os mercados financeiros, ou seja, a oferta de moeda é *demand-determined* e *credit-driven*. Assim, a dinâmica dos bancos de primeiro emprestar, e depois buscar as reservas é mantida em ambas.

Segundo Pollin (1991), a diferença surgiria na segunda etapa do processo, isto é, na busca pelas reservas. Uma perspectiva irá defender que, caso os bancos se vejam em uma situação de reservas insuficientes, o banco central irá necessariamente *acomodar* as necessidades, endogeneizando a criação da moeda através de sua função de prestador de última instância. Por essa razão, Pollin denomina esta vertente de *acomodacionista* (aqui utilizamos o termo horizontalista). A outra perspectiva admite que o banco central possui maneiras de tentar restringir a oferta das reservas, com vistas a limitar os empréstimos fornecidos pelo sistema bancário. Nesse caso, a endogeneidade da moeda, mesmo que não seja total, surge da adaptação na estrutura financeira, através de inovações. Assim, Pollin denomina esta abordagem de *estruturalista*. Ao fazer essa distinção, o autor auxilia o próprio desenvolvimento da abordagem<sup>62</sup>.

A seção seguinte tratará das contribuições de Minsky, por intermédio, sobretudo, da exposição da Hipótese da Fragilidade Financeira, que relaciona a estrutura financeira aos ciclos econômicos. Além disso, o autor mostra como as expectativas afetam um ambiente econômico permeado pela incerteza, de forma que é necessário considerar os impactos da preferência pela liquidez sobre as instituições financeiras.

Essas ideias serão usadas por Rousseas para questionar a proposta horizontalista de perfeita acomodação por parte do banco central e das instituições financeiras. No entanto, a visão extrema pela qual esse autor define a proposta de Moore (1988a) impede-o de reconhecer os méritos de tal abordagem, conforme explicitado adiante.

---

<sup>62</sup> Em uma síntese da abordagem estruturalista da moeda endógena, Dow (2006) define: “In line with its name, the structuralist approach focuses on the structural aspects of the financial system and its place in the overall economic structure.” (DOW, 2006, p. 48).

### 3.2.1 Hyman Minsky: O Precursor Estruturalista

*“I am afraid economists can never become mere technicians applying an agreed-upon theory that is fit for all seasons within an institutional structure that does not and need not change.” (MINSKY, 1982, p. 114).*

O economista americano Hyman Minsky está entre os precursores da teoria estruturalista da moeda endógena. Embora não tenha se proclamado um adepto desta visão, suas obras alicerçam os teóricos que a defendem, e, por esse motivo, escolheu-se apresentar a sua tese sobre como a estrutura financeira pode alterar o funcionamento da economia e a criação de moeda, bem como interferir nas consequências das políticas monetárias.

#### 3.2.1.1 A Evolução dos Instrumentos Financeiros e a Política Monetária

Em artigo de 1957, intitulado *Central Banking and Money Market Changes*, Minsky estabelece algumas ideias que viriam a se tornar fundamentais para suas obras posteriores. Dentre elas, pode-se ressaltar a visão evolutiva do sistema financeiro, no sentido de que as instituições financeiras que visam ao lucro estão em constante mudança. A legislação seria a forma arranjada para corrigir determinados mal funcionamentos decorrentes de inovações financeiras prévias. Nesse caso, restaria à AM tomar medidas preventivas que minimizassem o efeito de prováveis crises.

Desde o início, fica claro que mudanças evolucionárias são recorrentes em instituições financeiras que visam ao lucro. E mais: é provável que estas inovações surjam em momentos de aumento da demanda por financiamento, quando se elevam as taxas de juros, fazendo com que as instituições busquem aproveitar da melhor forma possível os recursos que possuem para serem emprestados. Entre as consequências desse processo evolutivo estaria a perda de eficiência de políticas monetárias restritivas<sup>63</sup>. Conforme Minsky:

*As a result, the effects of monetary operations can be quite different from those desired. To the extent that institutional evolution is induced by high or rising interest rates, this would be particularly significant when the central bank is enforcing monetary constraint in an effort to halt inflationary pressures. (MINSKY, 1957, p. 172, grifo nosso).*

---

<sup>63</sup> Rouseas (1998, p. 110-111) reconhece os méritos de Minsky em ser um dos primeiros a analisar o impacto das inovações financeiras sobre as políticas monetárias. Da mesma forma, Mehrling (2011) resalta que este artigo de Minsky representa a primeira tentativa acadêmica de lidar com os impactos das inovações financeiras na época. Em suas palavras, o artigo “[...] represents the earliest attempt by any academic do grapple with the implications of new money market instruments, specifically in the federal funds and repo markets, for the operational effectiveness of the Fed.” (MEHRLING, 2011, p. 66).

Uma das inovações pautadas nesse estudo de Minsky constitui-se no mercado de *federal funds*, que representa o mercado interbancário para empréstimo de reservas. Através desse mecanismo, tornava-se possível acomodar as necessidades de reservas por parte dos bancos sem a necessidade de tomá-las emprestado junto ao *Federal Reserve Bank* (FED). Tomavam-se as reservas emprestadas de outro banco que as possuía em excesso, em vez de tomá-las do FED. Dessa forma, se algum banco ainda necessitava pegar empréstimo junto ao FED, “[...] it is the market situation rather than the behavior of a particular bank which leads to this borrowing.” (MINSKY, 1957, p. 176).

A outra inovação que Minsky analisa é o *sale and repurchase agreement* (*repo*). Esse instrumento financeiro constitui-se na venda de um título com promessa de recompra no futuro, à determinada taxa de juros. Servia para financiar as despesas governamentais a um custo mais baixo do que tomar empréstimos de bancos comerciais. Ao vender as *repos* às corporações não-financeiras, as reservas dos bancos deixavam de ser utilizadas como forma de financiamento público, liberando seus recursos para serem empregados em outras atividades, como explica Minsky: “As far as the ability of the banking system to finance expansion is concerned, these developments are equivalent to an increase in bank reserves.” (MINSKY, 1957, p. 180).

Ao mesmo tempo em que permitem o crescimento econômico, os efeitos desse instrumento sobre o mercados poderiam ser perigosos: Minsky argumenta que, no caso das condições econômicas levarem a um enxugamento dos recursos das corporações não-financeiras, os governos deveriam voltar a procurar os bancos comerciais, com taxas maiores, para se financiarem. Da mesma forma, em tais momentos, haveria uma corrida pela liquidez que levaria as instituições a vender as letras do tesouro (*treasury bills*). Nessas condições, resultaria uma elevação das taxas de juros que só poderia ser contida caso o FED atuasse no sentido de comprar as letras e/ou financiar o governo.

O resultado destas inovações financeiras sobre a política monetária seria resumido em dois pontos:

- a) a existência dos *federal funds* oportuniza que um mesmo nível de reservas gere um nível maior de depósitos;
- b) as *repos* permitem que um dado nível de depósitos suporte maior nível de empréstimos às empresas.

E mais:

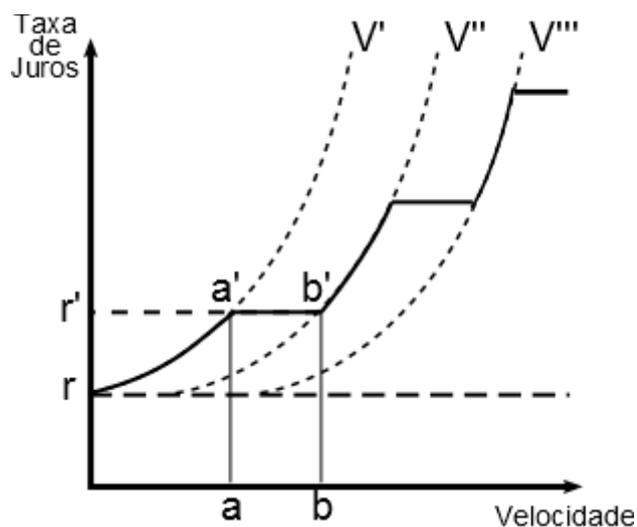
These changes which have increased the volume of business activity that the banking system can finance have not resulted from legislation or Federal Reserve policy. Rather *they have been the result of reactions to opportunities for profit in the money market.* (MINSKY, 1957, p. 182, grifo nosso).

Políticas monetárias restritivas não só perdiam parte de seu efeito, como constituiriam um incentivo à busca por inovações. Essas permitiriam que se aumentasse a velocidade da moeda de forma que uma mesma taxa de juros acomodasse um nível maior de atividade. O risco se encontra no fato de que se, por um lado, as inovações possibilitam um aumento da velocidade, por outro, diminuem a liquidez da economia. Nesse ponto, explicita-se a base sobre a qual Minsky (1982, 2008b) propõe, mais tarde, a Hipótese da Fragilidade Financeira:

If, during a long prosperity, monetary policy is used to restrain inflation, a number of such velocity-increasing and liquidity-decreasing money-market innovations take place. As a result, the decrease in liquidity is compounded. *In time, these compounded changes will result in an inherently unstable money market so that a slight reversal of prosperity can trigger a financial crisis.* (MINSKY, 1957, p. 184, grifo nosso).

A argumentação de Minsky pode ser visualizada no Gráfico 3, onde a elevação da taxa de juros de  $r$  para  $r'$  gera um incentivo à inovação financeira que irá deslocar paralelamente a curva de velocidade da moeda de  $V'$  para  $V''$ . Nesse caso, a inovação elevou a velocidade de  $a$  para  $b$ , permitindo a acomodação de uma maior atividade econômica sem o impacto esperado sobre a taxa de juros<sup>64</sup>.

**Gráfico 3 - Velocidade da moeda e Inovações Financeiras**



Fonte: MINSKY, 1957, p. 183

<sup>64</sup> Este mesmo mecanismo será utilizado por Rousseas (1998), como será visto na próxima seção.

Minsky reconhece que sua conclusão parece sombria: as tentativas de controlar a inflação por meio da elevação da taxa de juros em momentos de prosperidade acabam incentivando a busca por inovações financeiras, cuja consequência será uma paulatina redução da liquidez, e concomitante elevação da fragilidade financeira. As inovações reduzem a efetividade das políticas monetárias, ao passo que elevam a possibilidade de crises financeiras. Nesse caso, o autor ressalta que seria papel do banco central agir como prestador de última instância a fim de prover liquidez ao sistema financeiro. Outrossim, seria necessário utilizar políticas fiscais a fim de reduzir o impacto das crises sobre o consumo e o investimento<sup>65</sup>.

### 3.2.1.2 A Instabilidade Inerente da Economia

Enquanto no artigo objeto de estudo da seção anterior a origem da instabilidade está na persistente busca por maiores lucros nas instituições financeiras, em *Stabilizing an Unstable Economy*, publicado em 1986, Minsky (2008b) irá reunir o financiamento das empresas à dinâmica evolutiva das instituições financeiras. Nesse caso, a necessidade crescente de financiamento por parte das empresas irá ser avalizada pela constante inovação dos instrumentos financeiros, uma vez que a competição no sistema bancário pressiona as instituições nessa direção.

Minsky (2008b) ressalta que uma teoria que se proclame keynesiana deve considerar “[...] how financial forces – which we can characterize as Wall Street – interact with production and consumption to determine output, employment, and prices.” (MINSKY, 2008b, p. 111). Uma vez que o investimento e seu respectivo financiamento dependem do futuro, a existência de “incerteza fundamental” seria o cerne de sustentação para argumentar uma instabilidade endógena no sistema econômico (MINSKY, 2008a; DAVIDSON, 2009). Com esta observação, Minsky faz uma crítica à ideia padrão da época de que as instabilidades são gestadas exogenamente e que as interações do mercado seriam suficientes para trazer novamente o equilíbrio<sup>66</sup>.

Em sua teoria, Minsky (2008b) retoma os argumentos de Keynes, afirmando que “[...] investment is a time-consuming process that rests upon profit expectations, so that the decisions to invest are always made under conditions of uncertainty.” (MINSKY, 2008b, p.

<sup>65</sup> Como será visto a seguir, para estas soluções Minsky (2008b) irá denominar, respectivamente, *Big Bank* e *Big Government*.

<sup>66</sup> É válido ressaltar que houve uma nova insurgência contra esta teoria após a crise de 2007/08, promovendo um resgate da obra de Minsky.

133). Como abordado no segundo capítulo, a preferência pela liquidez seria a manifestação desta incerteza. E mais: é fundamental ressaltar a noção de incerteza como algo não-probabilizável.

Nesse ponto, traz-se a principal contribuição de Minsky para a teoria keynesiana: incorporar o papel dos mercados financeiros para explicar as flutuações e crises dos sistemas econômicos. Ou seja, explicar a maneira pela qual a instabilidade se torna endógena à dinâmica econômica. Em Minsky (2008b), apresenta-se uma teoria do investimento que comporta a instabilidade endógena no sistema econômico. Seu objetivo é mostrar como os fluxos de caixa e os valores atuais dos bens de capital afetam o comportamento dos mercados financeiros<sup>67</sup>.

As duas hipóteses levantadas pelo autor já preparam terreno para contrariar as noções da síntese neoclássica (MINSKY, 2008b, p. 194):

- a) os mecanismos do mercado não podem levar a um equilíbrio sustentado, de preços estáveis e pleno emprego; e
- b) os ciclos comerciais se devem a atributos financeiros essenciais ao capitalismo.

A relação fundamental se encontra no fato de que as condições para a instabilidade emergem a partir de um período tranquilo, no qual as próprias convenções do momento sugerem e instigam as empresas a tomarem posições mais arriscadas. Este movimento é pró-cíclico por dois motivos: primeiro, quando há um *boom*, os bens de capital das empresas se valorizam após uma elevação das expectativas de lucros futuros. Esta valorização acaba por permitir um maior acesso ao crédito que possibilitará maiores investimentos e, em certa medida, vão inclusive reforçar e corroborar as expectativas de lucro anteriores. Segundo, a influência da concorrência entre as instituições financeiras tende a fragilizar suas posições:

During periods of tranquil expansion, profit-seeking financial institutions invent and reinvent "new" forms of money, substitutes for money in portfolios, and financing techniques for various types of activity: financial innovation is a characteristic of our economy in good times. (MINSKY, 2008b, p. 199)<sup>68</sup>.

O problema surge no momento em que há uma pró-ciclicidade neste movimento. Isto acontece porque a capacidade de tomada de empréstimo se baseia nos ativos de uma

---

<sup>67</sup>Os méritos são destinados a Keynes, a Irving Fischer (pelo conceito de *debt deflation*) e a Henry Simons.

<sup>68</sup>Desta forma, é como se o conceito de destruição criadora do Schumpeter se aplicasse também às instituições financeiras, ou seja, o mecanismo da concorrência acaba por incentivar a criação de novos instrumentos de financiamento ao mesmo tempo em que incita o acompanhamento das demais instituições.

empresa. No caso, se os ativos estão se valorizando, aumenta-se também a base sobre a qual é calculada a capacidade de empréstimo. Desta forma, em uma economia capitalista, na qual os bens de capital e os instrumentos financeiros são passíveis de troca de propriedade (e por esse motivo, têm um preço), possibilita-se a atualização dos preços dos ativos que permitem o financiamento e refinanciamento a níveis cada vez maiores (em momentos de *boom*). Este ponto ganha ainda mais relevância quando se considera que o preço dos ativos pode ser representado, ou até substituído, pelas ações da empresa, cuja precificação ocorre diariamente na Bolsa de Valores.

Em suma, a decisão de investimento, por envolver determinado período de tempo, ocorre sob uma condição de incerteza fundamental. Os recursos que possibilitam estes investimentos podem ser gerados internamente, a partir do próprio caixa da empresa, ou oriundos de financiamentos com outras instituições. Nesse último caso, as convenções do momento e as perspectivas para o futuro guiarão as margens de segurança sob as quais os tomadores e os emprestadores irão se financiar. O grau de exposição ao risco, ou melhor, a preferência pela liquidez das empresas e instituições financeiras flutuaria conforme as convenções, sendo que os momentos de estabilidade e prosperidade seriam propícios para uma maior exposição. Essa atitude, invariavelmente, levaria à instabilidade seguindo um movimento pro-cíclico de queda da atividade, desvalorização dos ativos e redução dos financiamentos. A instabilidade seria gestada justamente nas posições financeiras assumidas a partir do incentivo ao investimento, configurando uma instabilidade endógena à economia capitalista.

Pode-se dizer que a contribuição de Minsky consolida na teoria pós-keynesiana a presença da incerteza como característica importante para uma economia que depende do sistema financeiro para se desenvolver. Segundo o autor, a gênese da instabilidade do sistema capitalista estaria no fato de que a própria criação de modelos para interpretar o passado pode alterar as previsões para o futuro, ou seja, *as convenções influenciam a tomada de decisão*. É apoiado nesse ambiente que Minsky conseguirá explicar as crises de modo endógeno ao processo, agregando a relação entre os financiamentos e os investimentos. Sua argumentação é de que o empresário que deseja investir na expansão da produção recorre ao financiamento externo (bancos, fundos de investimento, emissão de ações ou debêntures). O sucesso ou não desta iniciativa dependerá das expectativas de retorno a longo prazo dos agentes, sejam eles os financiadores ou os empresários. Contudo, há um *ambiente comum* onde as expectativas são formadas e do qual emergem os modelos tanto dos empresários quanto dos financiadores.

Estes agentes estão sujeitos às *convenções*, que são partilhadas pelos dois grupos (e, provavelmente, pelo restante da sociedade).

As convenções seriam o esteio da endogeneidade das crises. Os ciclos existem porque o processo de expansão incentiva a fragilização do sistema financeiro. A fragilidade financeira decorre da reprodução de um hábito de pensamento comum entre os banqueiros e os empresários. Conforme Minsky (2008b), os homens de negócio e os banqueiros vivem no mesmo clima expectacional, ou seja, partilham das mesmas convenções. Quando há oportunidade de investimento, se o preço dos bens de capital aumentou, também aumentará a capacidade de financiamento. Uma vez que os banqueiros também visam ao lucro, irão buscar formas de acomodar o aumento da demanda por empréstimos. Assim, embora não fique explicitamente declarado, pode-se constatar que o conceito de endogeneidade da moeda é parte integrante do modelo: é a combinação entre as expectativas de bancos e empresas por meio das convenções que tornará a oferta de moeda elástica à demanda, tornando-a endógena.

Minsky cria uma taxonomia para designar os tipos de investimento conforme sua exposição ao risco, ou grau de alavancagem: o investimento poderia ser *hedge*, no qual o retorno previsto do investimento é suficiente para pagar as dívidas contraídas na sua criação; poderia ser *especulativo*, no qual apenas parcela das obrigações é coberta pelo rendimento do investimento, de forma que o principal da dívida mantêm-se, no mínimo, estável; e poderia ser *ponzi*, no qual há a necessidade de se contraírem novas dívidas para pagar as anteriores.

Em síntese, a própria estabilidade gera a instabilidade. Isto porque, em momentos estáveis propiciados pela expansão da atividade econômica, os preços dos ativos (como os bens de capital) das empresas se elevam, gerando um patrimônio maior sobre o qual as empresas podem solicitar financiamento. Os banqueiros, por estarem no mesmo ambiente de expectativas e partilharem das mesmas convenções, referendam estas solicitações de empréstimo, avalizando o aumento dos preços dos ativos. Neste momento, um sistema financeiro desenvolvido e mal regulado permite que as instituições financeiras gestem suas obrigações de modo a criativamente possibilitar seu crescimento, aumentando também a exposição ao risco. Tal comportamento seria, de certo modo, uma imposição da concorrência entre as instituições financeiras, que pressionariam pelas práticas arriscadas a fim de manterem o *market-share*.

Desta forma, como foi visto, em uma economia capitalista, na qual os bens de capital e os instrumentos financeiros têm um preço e um mercado, possibilita-se a atualização dos preços dos ativos, o que, por sua vez, pode ser utilizado no refinanciamento em níveis crescentes de endividamento. A partir do momento em que as *convenções* sobre as quais estas

ações foram tomadas não se sustentam mais, adentra-se no movimento recessivo de reprecificação dos ativos, com consequência sobre o endividamento e a exposição das instituições financeiras.

A Hipótese de Fragilidade Financeira apresentada pelo autor sugere que em economias capitalistas com sistemas financeiros bem desenvolvidos, os ciclos econômicos são endógenos, isto é, “a estabilidade é desestabilizante”. Nesta circunstância, Minsky defendia a ação do *Big Government* para sustentar a demanda por intermédio de déficits fiscais em momentos de baixa atividade no ciclo, bem como a contenção dos gastos através de superávits fiscais em momentos de maior atividade no ciclo. A ação do *Big Bank*, por sua vez, seria necessária para impedir que a crises de solvência das instituições financeiras ocorressem em momentos de quebra do ciclo de expansão. Nestes pontos, o governo deveria agir como prestador de última instância para limitar a queda nos preços dos ativos financeiros e impedir a ocorrência de uma *debt-deflation*, no sentido abordado por Irving Fischer. Além disso, o autor ressalva que estas ações do *Big Bank* e do *Big Government*, embora necessárias, viriam corroborar as más práticas que geraram a instabilidade. Sendo assim ao garantirem a estabilidade, estariam fornecendo as bases para a gênese de uma nova (e mais profunda) crise. A sugestão de longo prazo para a solução destes ciclos endógenos estaria, então, na *regulação* das instituições financeiras. Contudo, ao minuciar as funções do banco central, as motivações do sistema bancário e as consequências sobre o resto da economia, o pessimismo de Minsky ficava evidente:

This is an unfair game. The entrepreneurs of the banking community have much more at stake than the bureaucrats of the central banks. [...] The profit-seeking bankers almost always win their game with the authorities, but, in winning, the banking community destabilizes the economy; the true losers are those who are hurt by unemployment and inflation. (MINSKY, 2008b, p. 279).

### 3.2.1.3 As Contribuições de Minsky para a Discussão Estruturalista

Sob uma perspectiva histórica, Mehrling (2011) percebe que, à época, Minsky poderia ser considerado uma terceira posição frente aos monetaristas e keynesianos, que dominavam o debate da época. Isto porque a visão de Minsky pressupunha uma tendência inerente à instabilidade do sistema de crédito. No pós-Guerra, o debate teria sido vencido pelos monetaristas, cujo domínio justificou políticas restritivas da AM norte-americana, elevando as taxas de juros. Como Minsky previa, surgiram inovações financeiras (*Eurodollar*, certificados de depósito e *commercial papers*) seguidas de uma necessidade crescente de refinanciamento

por parte das instituições endividadas. Isso levava à progressiva fragilização da posição financeira, promovendo a transição de situações *hedge*, para *speculative* e, por fim, para *ponzi*. Como Minsky havia advertido, fica evidente que a política monetária teve um efeito diverso do desejado na sua implementação, como argumenta Mehrling (2011, p. 70):

Thus, the natural thrust toward fragility was amplified, not dampened, by operations of the financial authority. In a typical cycle, eventually refinance would become impossible for the most overextended units and crisis would erupt, forcing central bank intervention to mop up the mess ex post.

Nesse íterim, o resultado das políticas irá depender da estrutura financeira sobre a qual agem, bem como das reações que, de forma evolucionária, as instituições poderão apresentar. Através desta perspectiva, pode-se justificar a existência de uma curva horizontalista, em determinados casos, pois a inovação financeira permite o aumento da oferta de crédito sem o impacto na taxa de juros. Entretanto, este resultado não pode ser garantido *ex-ante*, isto é, dependerá da resposta da estrutura financeira. Com isso, igualmente se torna possível o caso de uma acomodação imperfeita ao aumento da demanda por crédito, de forma a resultar em uma elevação da taxa de juros. Nesse caso, a consequência poderia recair sobre uma fragilização das posições de investimento e, possivelmente, em uma crise financeira com repercussões sobre toda a atividade econômica. Seria papel do Estado, seja por meio do *Big Bank* ou do *Big Government*, mitigar essas consequências adversas, mesmo que ao fazê-lo, esteja fornecendo as bases da próxima crise. Como argumenta Minsky (2008b, p. 106): “What we seem to have is a system that sustains instability even as it prevents the deep depressions of the past.”. Ainda mais importante, seria o papel de regulação, a fim de limitar o desenvolvimento acelerado e imprudente, mesmo que inevitável, das inovações financeiras.

É imprescindível também ressaltar o papel das convenções na formação de expectativas, uma vez que a dinâmica pró-cíclica do sistema de crédito deriva justamente do fato de empresários e banqueiros compartilharem o mesmo ambiente expectacional. Não é demasiado lembrar que são estas expectativas que influenciam a preferência pela liquidez, e, dessa forma, será seu compartilhamento que irá respaldar e encorajar o comportamento dos bancos de primeiro emprestar e depois buscar as reservas. Como Minsky (2008b, p. 255) assinala:

Because bankers live in the same expectational climate as businessmen, profit-seeking bankers will find ways of accommodating their customers; this behavior by bankers reinforces disequilibrating pressures.

Assim, tem-se que os ciclos de expansão e contração da economia variam conjuntamente com as expectativas dos agentes<sup>69</sup>. De forma que:

[...] uma fase expansiva do ciclo teria origem quando as expectativas dos agentes quanto ao futuro da economia indicasse maiores níveis de investimento para as empresas e menor preferência pela liquidez por parte dos bancos. (PAULA, 2014, p. 73).

Diferentemente da posição defendida pelos horizontalistas, que justificam a extrema acomodação da oferta de moeda à demanda devido ao papel de prestador de última instância do banco central, os estruturalistas irão buscar na evolução da estrutura financeira o papel acomodativo da oferta de moeda. Minsky ressalta que a acomodação da oferta surge do desenvolvimento da estrutura financeira através de novos instrumentos criados por meio da administração de passivos (*liability management*), fomentada pela concorrência entre as instituições financeiras em busca de crescente poder de mercado. Como Pollin (1991, p. 370) adverte, caso não houvesse algum grau de restrição na disponibilidade de reservas, e consequente pressão sobre a taxa de juros, não haveria necessidade de se desenvolverem técnicas de administração de passivos<sup>70</sup>. E mais, a estratégia bancária de primeiro emprestar e depois buscar as reservas acaba por reforçar a busca por inovações. É justamente da interação entre o desenvolvimento desses instrumentos e a taxa de juros que ocorre a fragilização do sistema de crédito. A ação do banco central como *prestador de última instância* é, como sugere a denominação, apenas em *último* caso:

Assuming some restrictiveness, the structural endogeneity approach then argues that liability management can go a considerable way toward providing the reserves demanded through “lend first, find reserves later” banking practices. (POLLIN, 1991, p. 374).

Para o restante do trabalho, ressalta-se a principal contribuição de Minsky para a abordagem estruturalista da oferta de moeda, e também será utilizada para sugerir a convergência com a abordagem horizontalista: a evolução das estruturas institucionais financeiras, privadas e públicas, impede que se delimite um caso geral ao qual a oferta de moeda deve obedecer. Nas palavras do autor:

[...] a capitalist economy with sophisticated financial institutions is capable of a number of modes of behavior and the mode that actually rules at any time depends upon institutional relations, the structure of financial linkages, and the history of the economy. (MINSKY, 1982, p. 92).

<sup>69</sup> Para uma análise profunda do papel do sistema bancário no financiamento da economia e na fragilização do sistema financeiro, conforme a proposta de Minsky, ver Paula (2014), em especial o capítulo 2.

<sup>70</sup> É válido resgatar da seção anterior que Moore (1988a) admite a existência de administração de passivos. Contudo, aqui se questiona como conciliar esta administração de passivos com sua proposição de total acomodação por parte do banco central. Caso houvesse total acomodação, não haveria justificativa para a evolução persistente destas práticas de gestão de passivos.

### 3.2.2 *Stephen Rousseas: A Consolidação da Crítica ao Horizontalismo*

*“What brings Post Keynesians under the same tent is not their doctrinal coherence but their deep aversion to neoclassical economics and the bastard Keynesianism that has come out of it. The main proponents of this school come armed each with his own bugle. And each bugle has a different note to sound. And when they all blow on their bugles at the same time under the same tent, it makes for a lovely chord. Unfortunately, there is no melody.”* (ROUSSEAS, 1998, p. xi).

Um dos principais críticos à abordagem horizontalista foi o economista norte-americano Stephen Rousseas. Em seu principal livro, *Post Keynesian Monetary Economics* (1986), em que pese ter sido publicado antes do HV, já indica as principais divergências frente à abordagem horizontalista, tomando como base as ideias de Kaldor e alguns artigos anteriormente publicados por Moore. Davidson, Rousseas e Moore foram protagonistas de debate publicado na revista *Journal of Post-Keynesian Economics* (JPKE), em 1988 e 1989, que será aqui apresentado.

#### 3.2.2.1 *Rousseas e Keynes*

Rousseas (1998) argumenta que a preferência pela liquidez formulada na TG seria uma versão diluída<sup>71</sup> do desenvolvimento muito mais rico sobre a moeda antes efetuado no TM. A importância dada ao TM deve-se primordialmente à divisão entre a Circulação Financeira e a Industrial<sup>72</sup>. A centralidade da discussão apresentada por Rousseas recai sobre a incapacidade de se estabelecer uma ligação estável entre a quantidade de dinheiro e o nível de renda, uma vez que os motivos que geram a demanda por moeda em cada esfera são completamente diferentes. Como foi visto na seção 2.1.4, dentre as razões arroladas para se demandar moeda na Circulação Financeira estaria a expectativa (*bear* ou *bull*), o que, em um mundo de incerteza fundamental, pode levar à excessiva volatilidade. Como consequência, colocar-se-ia um dilema sobre a AM: caso acomodasse as demandas por moeda do setor financeiro, poderia gerar uma bolha; caso contrário, a elevação da taxa de juros poderia diminuir a atividade do setor industrial, reduzindo o produto e elevando o desemprego.

Outro ponto salientado por Rousseas é a elaboração do *finance-motive*. Através desse conceito, Keynes apontou a importância das facilidades financeiras (*financial facilities*) para permitir a expansão de novos investimentos. Como aduz Rousseas, haveria uma ruptura no ritmo dos novos investimentos, caso:

<sup>71</sup> No original, “watered-down version” (ROUSSEAS, 1998, p. 40).

<sup>72</sup> Ver também Rousseas (1994).

- a) o banco central não acomodasse o maior aumento da demanda por financiamento;
- b) a velocidade da moeda estivesse em seu máximo, não permitindo um aumento da circulação;
- c) não houvesse possibilidade de inovações financeiras no curto prazo.

Quer dizer, embora um *mesmo nível* de investimento possa ser mantido através da própria poupança que é criada *ex-post*, os *novos* investimentos necessitam de um financiamento inicial. A acomodação desta demanda estará intimamente relacionada ao comportamento e à estratégia do sistema bancário como um todo, desde os bancos ao banco central. Como visto, nesse caso, a existência de cheque-especial não utilizado permite a expansão do investimento sem pressão sobre os juros, o que se manifestaria em uma oferta monetária totalmente elástica. Porém, este não é um caso geral. Isto porque Rousseas resgata uma limitação ao uso do cheque-especial na economia, visto que eles normalmente são disponibilizados aos que menos precisam. E mesmo que fossem generalizados, a utilização não seria automática nem ilimitada (ROUSSEAS, 1998, p. 83).

O autor esclarece que o objetivo de Keynes nunca foi defender uma oferta de moeda totalmente elástica, como fora exposto pelos horizontalistas. A justificativa de Rousseas é interessante: caso a endogeneidade da moeda fosse extrema, o *finance-motive* não teria nenhuma importância. Isto porque se qualquer demanda for acomodada, não surgem problemas no financiamento. No entanto, no caso de uma endogeneidade menos extrema, fica claro que a estrutura financeira poderá afetar o desempenho da economia real.

Outro ponto que Rousseas destaca refere-se à preocupação em reunir o *finance-motive* com a distinção entre as esferas Industrial e Financeira. Nesse caso:

It is not so much the demand for money that takes primacy, but the flow of *credit-money* to the industrial sector that is of critical importance in analyzing capitalist system. (ROUSSEAS, 1998, p. 56, grifo do autor).

A posição de Rousseas, no entanto, é cautelosa: não se deve dar tanta ênfase à habilidade do sistema bancário em sustentar o ritmo dos investimentos, pois na maioria das vezes estes serão financiados através de recursos próprios ou por liquidez mantidas em excesso nos bancos. Igualmente, não se deve exagerar na suposição de que o banco central irá acomodar totalmente os aumentos de demanda, nem tampouco, a oferta será totalmente restringida.

Nas palavras do autor:

Money does matter in the short run and it does affect the level of investment, and hence output and employment, when, on a mistaken notion of the cause of inflation, its quantity is severely restricted. (ROUSSEAS, 1998, p. 57).

Outra temática suscitada por Rousseas é a determinação da taxa de juros de mercado como *mark-up* sobre a taxa básica. Esta posição já havia sido defendida por Moore (1988a) e foi apresentada anteriormente. Contudo, a maneira como Rousseas apresenta a discussão é esclarecedora. A taxa de juros não é a variável responsável pelo ajuste em direção ao equilíbrio de mercado. Ela é simplesmente o resultado de um setor oligopolizado que define um *mark-up* sobre seus custos básicos, e que, se desregulamentado, irá aumentar ainda mais a concentração. Por ser um setor fundamental na atividade econômica:

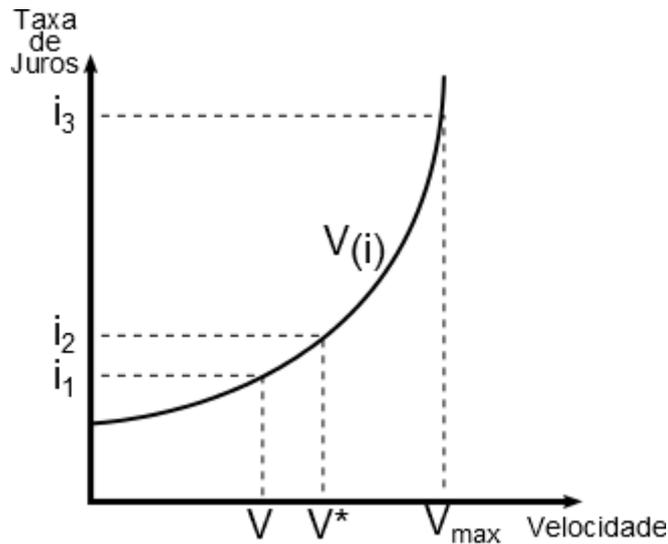
[...] the impact of structurally higher and uncapped interest rates all along the liquidity spectrum on what Keynes called the sector of 'Industrial Circulation' will be pronounced since interest rates in their varied manifestations will play an even more significant role than before in determining investment, profits, and the process of capital accumulation and growth in a capitalist society. (ROUSSEAS, 1998, p. 73).

Em artigo de 1989, na JPKE, Rousseas critica a maneira como Keynes é adotado pelos autores que defendem a moeda como totalmente endógena. Para tanto, Rousseas apresenta uma série de passagens do TM nas quais Keynes coloca limites à criação de crédito pelos bancos, seja através das reservas, seja pela limitação na utilização de cheque especial. A contribuição de Keynes consistiria em apresentar uma velocidade da moeda relacionada à taxa de juros e, portanto, não mais constante. Haveria uma relação positiva entre a taxa de juros e a velocidade da moeda como mostra o Gráfico 4 a seguir. A velocidade da moeda seria uma função crescente da taxa de juros, de forma que o aumento desta provocaria uma maior circulação da moeda, elevando sua velocidade. Dessa forma, em momentos de menor preferência pela liquidez, o aumento da velocidade da moeda iria acompanhar o aumento da taxa de juros<sup>73</sup>.

---

<sup>73</sup> Essa relação entre preferência pela liquidez e velocidade da moeda não é tão clara devido ao fato de que a preferência pela liquidez depende do estoque de riqueza, enquanto a velocidade de circulação da moeda faz referência ao fluxo de produção corrente. No entanto, apesar da importância do tema, não será tratado aqui.

Gráfico 4 - Velocidade da Moeda



Fonte: Rousseas, 1998, p. 62.

Para Keynes, seria possível variar a velocidade da moeda e, assim, acomodar a demanda com menor pressão sobre a taxa de juros. Todavia, em Keynes, haveria um limite para tanto, ou seja, uma velocidade máxima (dada no gráfico 4 como  $V_{max}$ ). A crítica à existência dessa restrição foi feita no *Radcliffe Report*, conforme notado anteriormente por Kaldor<sup>74</sup>.

Tem-se então a possibilidade de se deslocar toda a curva de velocidade de moeda – embora essa não fosse a ideia inicial de Keynes – através das inovações financeiras que, assim, permitiriam o ajuste necessário, conforme proposto por Minsky (1957) e visto anteriormente no Gráfico 3. No entanto, nada poderia garantir a total acomodação da oferta de moeda, e, nesse sentido, Rousseas assenta:

[...] Keynes, at the limit, is certainly an exogenist, but one who can easily be extended along Post Keynesian lines in support of an endogenous money supply theory, though not of *the infinite elasticity variety of Kaldor and Moore*. (ROUSSEAS, 1989, p. 477, grifo nosso).

Por fim, em uma posição semelhante à adotada por Moore<sup>75</sup>, o autor apresenta os motivos pelo qual uma teoria da moeda endógena deve repudiar totalmente a TQM, em três pilares:

- a) a economia tende naturalmente ao pleno emprego;
- b) a velocidade de circulação da moeda é constante;

<sup>74</sup> Ver seção 3.1.1.2.

<sup>75</sup> Ver seção 3.1.2.2.

c) a causalidade da equação vai da moeda para o preço e o produto.

Na visão de Rousseas, Keynes teria conseguido abandonar os dois primeiros pontos, mas não o último, e, por essa razão, a oferta de moeda é exógena na TG. Assim, Keynes teria apenas rejeitado a profundidade e a estabilidade com a qual a TQM estabelece a ligação entre M e Y. Desse modo:

Keynes, in other words, never fully broke with the quantity theory of money. He did not reverse the causal arrow, a move which is, or ought to be, an absolute requirement for the theory of an endogenous money supply. (ROUSSEAS, 1998, p. 84).

Tem-se que Rousseas resgata a importância de Keynes, bem como algumas de suas falhas. Os pontos nos quais Rousseas ressalta a importância de Keynes serão utilizados para criticar a visão horizontalista.

### 3.2.2.2 Rousseas e a Crítica ao Horizontalismo

Ao criticar a visão horizontalista da oferta monetária, Rousseas a define como uma teoria na qual os bancos expandem seus ativos conforme a demanda, depois ajustam seus passivos, e as reservas são providas pelo banco central devido à função de emprestador de última instância. Este mecanismo torna a oferta de moeda endógena, sendo que a decisão da taxa de juros passa a ser exogenamente definida pelo banco central. Dessa forma, tem-se que o banco central irá prover quantas reservas forem solicitadas, dada a taxa de juros. É o que torna a “curva” de oferta de moeda uma reta horizontal. Feita esta caracterização um tanto quanto simplificada, Rousseas parte para criticar alguns pontos, tomando por base, principalmente, o trabalho de Kaldor<sup>76</sup>.

Rousseas (1998, p. 107) argumenta que, se a oferta de moeda é perfeitamente elástica como defende Kaldor, a velocidade da moeda até poderia ser estável. Neste sentido, difere de Friedman somente quanto aos motivos da estabilidade: este defende que a velocidade de circulação da moeda é estável porque as preferências do público também são estáveis e, conquanto a oferta de moeda seja considerada exógena, mantém-se a relação estabelecida pela TQM; por sua vez, Kaldor defende que a velocidade da moeda é estável somente porque a oferta de moeda é elástica, o que inverte a relação causal da TQM, do produto em direção à

---

<sup>76</sup> Rousseas utiliza também o modelo do economista Sidney Weintraub para criticar o seu conceito de endogeneidade. Embora considere-se sua discussão interessante, aqui se optou por não apresentar este modelo, pois a seu alicerce é diferente: encontra-se na determinação do salário via barganha e da acomodação que a AM deve prover, caso deseje manter o pleno emprego.

moeda. Por conseguinte, para Kaldor, caso a oferta de moeda fosse *menos elástica*, a velocidade de circulação seria *menos estável*.

Kaldor considera a moeda como endógena e a taxa de juros como exógena. A taxa de juros de mercado seria determinada por um *mark-up* sobre a taxa básica. Além disso, sendo a velocidade da moeda estável, pode-se dizer que, para Kaldor, a taxa de juros não afeta a demanda por moeda *diretamente*. Somente *indiretamente* através do efeito sobre a demanda por investimentos que, via multiplicador-acelerador, aumenta a renda e, conseqüentemente, a demanda por moeda. Além disso, embora admita a possibilidade de manipular a taxa de juros a fim de restringir o acesso ao crédito, para Kaldor, o banco central seria limitado nesta tentativa, sob pena de provocar um colapso no sistema financeiro.

O ponto nuclear ao qual Rousseas se dirige na crítica aos horizontalistas é quanto à radicalidade com que consideram a elasticidade da oferta de moeda: tomam-na como perfeita. Com isso, a velocidade da moeda pode ser estável. A consequência é o total abandono de uma questão central para Keynes: o impacto da taxa de juros sobre a demanda por moeda e seu reflexo sobre a velocidade da moeda. Em síntese:

In a very un-Keynesian way, it divorces the income velocity of money from changes in the rate of interest. So do the monetarists, but for totally different reasons. (ROUSSEAS, 1998, p. 105).

E mais: embora Kaldor admita que a velocidade da moeda pode variar para acomodar a demanda nos momentos em que oferta monetária não tenha uma acomodação completa, o fato da reta ser horizontal exige que a velocidade e a quantidade sejam substitutos perfeitos. No caso da alteração da velocidade não ser suficiente para compensar uma acomodação incompleta da oferta de moeda, a discussão quanto a relação entre taxa de juros e velocidade da moeda deve ser retomada. Assim, nas palavras de Rousseas (1998, p. 107):

[...] the rate of interest is no longer exogenously determined by the central bank and severed from the income velocity of money, as it is in Kaldor's theory of endogeneity via the lender of last resort argument.

Em seguida, Rousseas apresenta dados que mostram uma relação positiva entre a taxa de juros e a velocidade da moeda, mas alerta que a relação entre as variáveis não se mostra estável como Keynes considerava<sup>77</sup>. A justificativa dada pelo autor é que as inovações financeiras são o principal canal para responder a uma tentativa de restrição monetária posta em prática pelo banco central.

---

<sup>77</sup> Moore (1989, p. 486) irá argumentar que, para Keynes, essa relação não era estável. Seriam os “keynesianos bastardos” que consideram que a relação entre velocidade da moeda e taxa de juros é estável.

E conclui:

“Verticalist” notwithstanding, the money supply is not perfectly inelastic (exogenous), nor are the “Horizontalists” right in arguing that it is perfectly elastic (fully endogenous). It is partly both. At any rate, the money supply is endogenous to a marked degree without being perfectly so. *Demand does create, to a greater or lesser extent but never entirely so, its own supply!* The degree to which the supply of money is positively sloped depends on the discretionary policies of the Federal Reserve and the fervor with which they are applied in the misguided belief that the money supply is exogenous and thus within the power of the central bank control. This is where Post Keynesian monetary theory come out if it is not to subject itself to unnecessary ridicule by converting its endogeneity argument into a tautological *reductio ad absurdum*. (ROUSSEAS, 1989, p. 478, grifo do autor).

### 3.2.2.3 Proposta de Rousseas

Rousseas ressalta a contribuição do *Radcliffe Report* principalmente quanto à constatação de que a principal função da AM seria a manutenção da liquidez geral (*general liquidity*) do sistema financeiro. Assim, o banco central deveria levar em consideração não apenas o impacto direto das suas decisões sobre a oferta de moeda, mas sobre “[...] the methods, moods, and resources of financial institutions and other firms which are prepared (on terms) to finance other people’s spending” (RADCLIFFE REPORT *apud* ROUSSEAS, 1998, p. 87). Com isso, tornava-se essencial o banco central prover a liquidez necessária para manter a solidez da economia.

O *Radcliffe Report* ressaltava a importância das instituições financeiras ao supor uma variação irrestrita da velocidade da moeda, uma vez que seria a sua habilidade e disposição em desenvolver novos instrumentos que permitiriam que a velocidade não tivesse valor máximo, e, assim, um ajuste no produto não seria limitado pela quantidade de moeda. De igual modo, negava-se a exogeneidade da moeda, sendo que, embora não confirmado explicitamente, o próprio banco central era responsável pela sua endogeneidade.

Rousseas então propõe uma nova abordagem à endogeneidade da moeda. A base para tanto está na tentativa de resgatar a importância da taxa de juros para a velocidade da moeda. A relação entre o banco central e a oferta de moeda não seria tão simples quanto pressupunham os horizontalistas<sup>78</sup>, pois sua acomodação dependeria da interação com as instituições financeiras. Assim, utiliza o exemplo das tentativas do FED de criar metas para o crescimento do agregado monetário em 1979, em uma política concebida com base nas ideias de Friedman. A essa decisão, seguiu-se uma inundação de novos instrumentos financeiros que expandiam a liquidez das instituições e reduziam os impactos da pretendida restrição

<sup>78</sup> Ou pelo menos, tão simples quanto Rousseas pensava que os horizontalistas supunham.

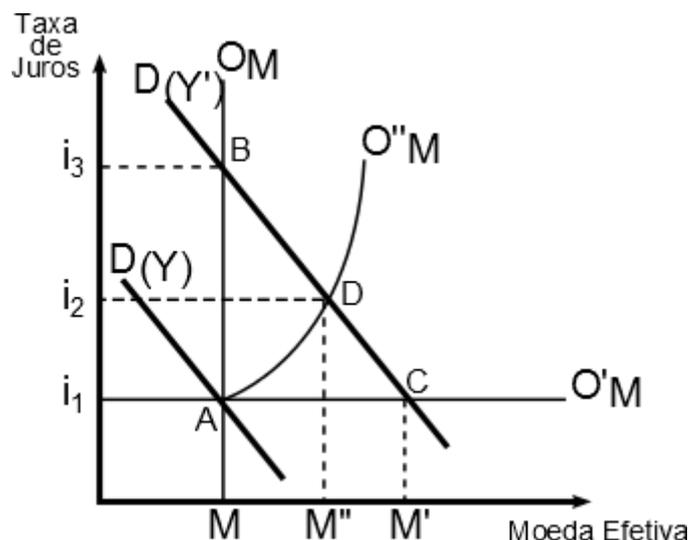
monetária, de forma que: “Conventional monetary policy had been seriously eroded by the explosion of financial innovation.” (ROUSSEAS, 1998, p. 110).

Como visto, o principal economista a indicar as consequências das inovações financeiras foi Minsky. Rousseas o resgata para analisa o impacto sobre a velocidade de circulação da moeda. A única maneira de poder se considerar a oferta de moeda como uma reta horizontal seria tomá-la como oferta monetária *efetiva*, em que contabiliza tanto a variação da *velocidade* quanto a variação no *agregado monetário*. Contudo, nada garante que a substituição seja perfeita. Ou seja, no caso de uma expansão da demanda por moeda derivada, por exemplo, do aumento dos salários, nada garante que a variação da velocidade da moeda seja suficiente para suplementar a acomodação imperfeita da oferta moeda. Considerando que as expectativas são constantes, o caso mais provável é intermediário:

- há uma aceleração da velocidade da moeda devido às inovações financeiras;
- há um aumento da oferta de moeda devido ao papel parcialmente acomodativo do banco central;
- há um aumento da taxa de juros<sup>79</sup>, pois os outros dois fatores apenas reduzem a pressão sobre a taxa de juros, não a eliminam.

O Gráfico 5 abaixo explica o resultado de Rousseas:

**Gráfico 5 - Três Casos para Oferta de Moeda**



Fonte: Rousseas (1998, p. 113)

<sup>79</sup> Embora se deva salientar, menor do que seria no caso monetarista de uma oferta vertical.

No caso inicial de um equilíbrio no ponto A, a demanda por moeda é dada por  $D(Y)$ . O equilíbrio é dado pela taxa e juros  $i_1$  e a quantidade de moeda efetiva  $M$ . Como abordado anteriormente, Rousseas considera a quantidade de moeda efetiva para incluir tanto variações da quantidade de moeda propriamente, quanto ajustes na velocidade de circulação. Caso a demanda se expanda para  $D(Y')$ , temos três casos possíveis:

- a) caso monetarista: a oferta de moeda  $O_M$  é definida de modo exógeno, tal que o equilíbrio ocorrerá por um ajuste na taxa de juros que passará para  $i_3$ , mantendo a quantidade de moeda fixa em  $M$ . O equilíbrio ocorre no ponto B;
- b) caso horizontalista: a oferta de moeda é  $O'_M$ , totalmente acomodativa, tal que se ajusta de modo perfeitamente elástico, mantendo a taxa de juros em  $i_1$  e expandindo a quantidade de moeda para  $M'$ . O equilíbrio acontece no ponto C;
- c) caso estruturalista: a oferta de moeda é  $O''_M$ , positivamente inclinada, tal que acomoda parcialmente a demanda por moeda, elevando a quantidade de moeda para  $M''$  e a taxa de juros para  $i_2$ . O equilíbrio se encontra no ponto D.

Fica clara a posição intermediária que Rousseas propõe com este diagrama:

- a) há um efeito na taxa de juros, embora menor que o previsto pelo caso monetarista; e
- b) há um efeito na expansão da quantidade de moeda, embora menor que o previsto pelo caso horizontalista.

E o mais importante, para o autor, é que se mantém a inversão daquela relação causal presente na TQM, ou seja, a oferta de moeda passa a ser determinada, embora não perfeitamente, pela demanda. Esse seria também o passo que faltou para Keynes e se constitui no principal ponto da endogeneidade da moeda. Nas palavras de Rousseas (1998, p. 114):

Yet even in this modified and more realistic version, the traditional causal arrow is reversed with the supply of money (or, more accurately, credit) being demand-determined although not completely so – demand does not fully create its own supply, it does so only partially.

#### 3.2.2.4 Debate aberto entre Rousseas e Moore

Ainda sobre a discussão apresentada no JPKE, Davidson (1988), como editor da Revista, propunha apresentar a ideia da endogeneidade da moeda e, para tanto, justifica que

ela é parte da abordagem pós-keynesiana. Assim, cita uma série de passagens de Keynes (algumas das quais também foram aqui citadas) a fim de demonstrar, como havia feito Weintraub nos Estados Unidos e Kaldor na Inglaterra, que há um componente endógeno no sistema monetário, e que tal componente já se encontrava em Keynes. Nesta mesma revista, Moore (1988b) apresenta um artigo baseado no livro HV. Nele, resgata a contraposição à visão monetarista do multiplicador bancário e expõe a abordagem horizontalista, já se defendendo de possíveis mal-entendidos:

An endogenous money supply is sometimes interpreted as implying that central banks are passive and cannot affect the behavior of money growth. This is clearly a misperception. An endogenous money supply simply denotes that the money supply is determined by market forces. Central banks are able to administer the level of short-term interest rates exogenously within a substantial range. This will obviously affect the quantity of credit and money demanded, and so the behavior of money growth. (MOORE, 1988b, p. 384).

Outrossim, Moore esclarece um ponto específico que seria parte da crítica apresentada por Rouseas (1989): a curva horizontal refere-se à oferta de moeda no *curto-prazo*. As decisões do banco central de alterar a taxa básica repercutem como uma movimentação paralela da curva anterior. Quanto à curva de *longo-prazo*, não se poderia estimá-la devido à interdependência com as condições de demanda. Nesse caso, conforme Moore (1988b, p. 384):

[...] a long-run money supply function does not exist, since the level of interest rates cannot be specified independently of demand conditions. But the central point is that the short-run money supply is always horizontal.

Apesar de Rouseas (1989) dirigir sua crítica à Davidson (1988), na verdade, seu foco era a teoria horizontalista de Moore. Isto porque, como o próprio Davidson (1989) expressou em sua defesa, em momento algum manifestou opção pela abordagem horizontalista, apenas inseriu a discussão a respeito da endogeneidade da moeda, expondo a relação desta teoria com Keynes. Por outro lado, Moore (1989) prontamente reconhece que as críticas de Rouseas estavam a ele endereçadas e, por isso, apresenta defesa. Tal debate é apresentado a seguir em cinco pontos específicos criticados por Rouseas (1989) e prontamente defendidos por Moore (1989).

(i) *Money-income link*

Para Rouseas, a teoria da moeda endógena implicaria uma reversão completa da ligação entre moeda e produto, de forma que:

$$\Delta Y \rightarrow \Delta M_D \rightarrow \Delta M_S$$

Nesse contexto, toda a variação do produto seria seguida de um aumento da demanda por moeda. Conforme a versão horizontalista propunha, esta elevação seria avalizada por um aumento na oferta de moeda, de forma que as curvas de oferta e demanda por moeda seriam idênticas.

Para Moore (1989), no entanto, essa reversão do *money-income link* é enganosa. Isso porque a precedência temporal não implica causalidade. Dessa forma, seria possível se observar uma relação do tipo abaixo, mesmo com a moeda sendo endógena:

$$\Delta M_D \rightarrow \Delta M_S \rightarrow \Delta Y$$

Tal situação ocorreria, por exemplo, nos momentos em que o empreendedor solicita financiamento para expandir sua produção ( $\Delta M_D$ ), esta demanda é atendida pelo banco ( $\Delta M_S$ ) e a produção é realizada ( $\Delta Y$ )<sup>80</sup>. Nesse caso, a moeda é endógena, mas a ordem de causalidade não é revertida. O diagnóstico de Moore é que há confusão entre demanda por *bank credit* e por *bank money*. Para o autor, a endogeneidade está no fato de que a oferta de moeda é guiada pelo crédito, ou seja, a demanda por crédito (*bank credit*), e não por *bank money*, determina a sua endogeneidade.

(ii) Limites para utilização de cheque-especial

A crítica de Rousseas (1989) constitui-se na existência de limites que impediam um ajuste perfeito da oferta de moeda à demanda, sendo que o próprio Keynes admitia limites na utilização de cheque-especial (*overdrafts*). Da mesma forma, os bancos sofriam restrições de reserva, seja por convenções ou meios legais. Ou seja, havia limite na expansão do crédito.

Quanto ao limite de utilização do cheque-especial, Moore (1989) ressalta que a taxa de utilização destas facilidades jamais excederam 50%, o que demonstra um largo espaço para expandir antes que o teto seja alcançado.

(iii) Curva e quantidade de moeda demandada e ofertada

Moore (1989) também discorda da forma como Rousseas qualifica a ideia horizontalista. Em sua defesa, assinala que a equiparação se dá entre a *quantidade* demandada e ofertada, e não entre as *funções* de oferta e demanda<sup>81</sup>. Não se pode dizer que as funções são idênticas, dado que não são independentes. Com isso, pode-se compreender a proposta

<sup>80</sup> Apesar de não apontar no seu texto original, pode-se dizer que esse mecanismo é próximo ao *finance motive* apresentado por Keynes, anteriormente discutido.

<sup>81</sup> Nas palavras do autor: “[...] the correct conclusion is that for money, supply and demand curves are interdependent. [...] While the total quantity of money demanded is always identical to the total quantity of money supplied, the two functions are in no sense identical.” (MOORE, 1989, p. 483-84).

horizontalista de que empréstimos criam depósitos (*loans create deposits*). A lógica é que um banco não seria constrangido em reservas caso expandisse seus empréstimos no mesmo ritmo que a média de seus concorrentes, pois todo o empréstimo concedido gera um depósito na mesma quantidade em outro (ou no mesmo) banco<sup>82</sup>.

(iv) Estabilidade da Velocidade da Moeda

Segundo Rousseas (1989), Kaldor e Moore creem que, dado que a oferta de moeda é perfeitamente elástica, a velocidade da moeda seria estável. Rousseas propõe que a administração de passivos elevaria a taxa de juros de forma a aumentar a velocidade de circulação da moeda. O aumento dos juros, entretanto, iria gerar pressão por inovações financeiras que provocaria deslocamento paralelo da curva, implicando em uma acomodação parcial e um aumento da oferta de moeda. Nesse caso, discorda da visão horizontalista, pois a velocidade de moeda não poderia ser considerada estável.

No entanto, Moore (1989) garante que a horizontalidade da curva não implica necessariamente que a velocidade da moeda seja estável. Seria possível uma variação da velocidade da moeda, mesmo a uma taxa de juros constante, seja por meio de inovações financeiras ou desenvolvimento de substitutos para a moeda. Logo, Moore não admite que a velocidade da moeda seja necessariamente estável.

(v) Inclinação da curva de oferta de moeda de curto e/ou longo prazo

Rousseas defende uma visão intermediária entre as proposições verticalista (monetarista) e horizontalista. Para tanto, justifica sua posição de que a inclinação da curva de oferta de moeda dependerá da discricionariedade das políticas monetárias, bem como do grau da sua crença na exogeneidade do seu controle sobre a oferta de moeda. Ou seja, dependerá das decisões do banco central, e da resposta da estrutura financeira a essas decisões.

Neste ponto específico é possível perceber um canal de comunicação entre as propostas horizontalista e estruturalista. Ao firmar posição, Moore (1989) argumenta que as mudanças discricionárias da AM representam deslocamentos paralelos da curva horizontal. Já a curva de oferta monetária de longo-prazo não poderia ser definida, pois depende do estado da economia e dos objetivos da AM. Em suas palavras:

A long-run supply of money does not exist independent of demand forces, the state of the economy, and the goals of the monetary authorities. (MOORE, 1989, p. 486).

---

<sup>82</sup> Em Keynes, ver seção 2.1.2. Em Moore, ver 3.1.2.1.

Na visão de Moore, é cristalina a distinção entre a formação da curva de taxa de juros de curto e longo prazos. Enquanto a primeira seria determinada de modo exógeno pela AM, dando origem à curva horizontal, o formato da segunda não poderia ser definido *a priori*, pois dependeria da discricionariedade da AM e da resposta do mercado às decisões dessa. Retoma-se a discussão efetuada por Keynes no capítulo 12 da TG<sup>83</sup>, a respeito da formação de expectativas de longo prazo e da sua importância. Segundo Moore:

One must separate the determination of short-term and long-term interest rates. Short-term rates are exogenously determined by central banks as they administer the supply price of new reserves to the banking system, which becomes the banks' marginal cost of funds. Long-term rates are forced by arbitrage to equal the markets' collective expectations of *future* short-term rates over the equivalent holding period, i.e., are determined by expectations of future central bank short-term rate-setting behavior. (MOORE, 1989, p. 487, grifo do autor).

Moore (1989, p. 487) então argumenta que uma função de reação do banco central deve ter como variável dependente a taxa de juros de curto prazo, sendo que inclui em seus cálculos estimativas da demanda futura, da sensibilidade do mercado às suas decisões, dos objetivos finais (por exemplo, emprego, estabilidade de preços, crescimento, comércio exterior etc.), dos efeitos sobre o mercado financeiro, e, em democracias, das perspectivas para o partido que encontra-se no poder.

Nesse caso, poder-se-ia pensar em convergência entre as posições estruturalistas e horizontalistas quando se busca a definição do formato da curva de oferta de moeda de longo prazo. A única diferença é que, por um lado, os estruturalistas não consideram relevante a discussão a respeito da curva de oferta de curto prazo, à medida que o momento em que se define a taxa de juros de curto prazo não pode ser isolado temporalmente. Por outro lado, para os horizontalistas, a curva de oferta de longo prazo não seria relevante, uma vez que não poderia ser definida *a priori*. Porquanto seja fruto das expectativas, a curva de longo prazo poderá ser guiada pela AM, dependendo, sobretudo, da credibilidade nela depositada. Nas palavras de Moore:

Since the future can never be precisely known in advance, these expectations will not be firmly held by market participants, and so ordinarily will be receptive to a clear lead from the authorities. However credibility here is critical. The monetary authority's ability to influence long-term rates will depend on its ability to carry the market with it. (MOORE, 1989, p. 487).

Por tudo, dependendo da forma como se incorpora o *tempo* na análise, podem-se considerar irreconciliáveis as abordagens. Todavia, conforme será visto a seguir, caso se permita um tratamento dinâmico da oferta de moeda, é possível conciliar as duas abordagens de forma construtiva para a teoria pós-keynesiana.

---

<sup>83</sup> Ver seção 2.2.3.

### 3.2.3 Conclusões Estruturalistas

Unindo as contribuições de Rousseas e Minsky, Pollin (1991)<sup>84</sup> argumenta que a visão estruturalista considera que as reservas providas pelo banco central através do redesconto (como prestador de última instância) não constituem o substituto perfeito das reservas bancárias naturalmente derivadas de fundos não-emprestados. Assim, os bancos iriam relutar em utilizar este mecanismo, exceto em casos de emergência<sup>85</sup>. Outro componente proposto pela abordagem é que a AM exerce restrição sobre a oferta de reservas. Os motivos para esse tipo de postura poderiam ser, por exemplo, o temor das pressões inflacionárias resultantes de uma perfeita acomodação, ou então de uma possível desvalorização da moeda nacional.

Dessa forma, haveria algum grau de restrição ao acesso às reservas, e a acomodação não seria completa, resultando em incentivos às instituições financeiras buscarem outras formas de dispor os fundos necessários para os empréstimos concedidos, o que as levou a desenvolver a administração de passivos. Essa, por sua vez, acaba por pressionar uma elevação da taxa de juros e do custo de captação dos bancos. Dá-se, então, o incentivo para o desenvolvimento de inovações financeiras que permitiriam contrabalançar as pressões sobre a taxa de juros, ao mesmo tempo em que fragiliza a economia<sup>86</sup>. No caso da acomodação promovida pelas inovações financeiras não ser suficiente para prover as reservas necessárias à quantia de empréstimos já concedidos, surgiria a possibilidade das instituições financeiras promoverem um ajuste por meio da venda de ativos, com potencial risco de desencadear uma crise financeira.

Em suma, como aponta Pollin (1991, p. 377), para os estruturalistas, a expansão do crédito implica o aprofundamento das práticas de administração de passivo, o que acaba por elevar as taxas de juros de mercado devido ao aumento do custo de captação para os bancos. Contudo, podem-se desenvolver inovações financeiras que se contraponham a este aumento de custo, permitindo diminuir a pressão sobre as taxas de juros. Como corolário, *é possível haver uma variação das taxas de juros independentemente das políticas do banco central, embora admita-se que o próprio banco central se veja forçado a reagir em determinado momento.*

---

<sup>84</sup> Ver Dow (1996) para outra crítica à abordagem horizontalista.

<sup>85</sup> Dow (2006) apresenta a possível limitação na utilização do papel de prestador de última instância do banco central como “frown cost”. Em uma tradução livre, seria algo como o banco central fazer ‘cara feia’ para o banco comercial que necessitasse de reservas.

<sup>86</sup> Como foi visto tanto em Minsky quanto em Rousseas, estas modificações podem ser vistas através da curva que apresenta a relação entre a taxa de juros e a velocidade de circulação da moeda. A administração de passivos seria responsável pelo deslocamento *ao longo* da curva, enquanto a inovação financeira seria o deslocamento *paralelo* da própria curva.

Outra questão que Pollin (2009) aborda é a possibilidade do *mark-up* não ser fixo<sup>87</sup>. Uma variação na taxa básica de juros definida pelo banco central poderia não gerar o resultado esperado na taxa de juros de mercado. O autor expõe uma série de mensurações a fim de estabelecer o grau de controle do banco central sobre as demais taxas de juros do mercado. Com isso, visa questionar duas proposições defendidas pela abordagem horizontalista a respeito da exogeneidade da taxa de juros:

- a) a taxa de juros é exogenamente definida pela AM; e
- b) a oferta de moeda é completamente endógena, não havendo relação entre a taxa de juros e a quantidade de moeda.

Pollin (2009) questiona até que ponto as taxas de juros são exógenas, e quais taxas são exógenas. O autor adverte que é difícil utilizar o conceito horizontalista para estabelecer uma teoria que explique o comportamento de um espectro de taxas de juros, dado que os autores horizontalistas focaram-se excessivamente na definição da AM sobre a taxa de juros de curto prazo. Como foi visto, para esses autores, as demais taxas seguiriam um mecanismo de *mark-up* sobre a taxa básica. Nesse caso, deve-se questionar qual a consequência sobre as políticas monetárias de uma possível endogeneidade na determinação das demais taxas de juros. Isto posto, Pollin (2009) tenta ressaltar a necessidade de a AM adotar instrumentos auxiliares para elevar seu poder sobre a definição da taxa de juros e, efetivamente, torná-la exógena<sup>88</sup>.

Pollin (2009) também testa a direção da causalidade entre as taxas de juros, a fim de verificar se a decisão da AM sobre a *Federal Funds rate* irá determinar a variação das demais taxas. Após desenvolver um teste de causalidade de Granger, Pollin conclui que só há relação da taxa básica com as taxas de juros de curto prazo. As taxas de juros de mercado de longo prazo não guardam relação com as definições do banco central. Dessa forma, fica difícil justificar a posição de que a taxa de juros de longo prazo é construída a partir da expectativa dos agentes frente às estimações futuras da taxa de juros de curto prazo. Para Pollin, embora a taxa básica de juros de curto prazo tenha um peso sobre as de longo prazo, há outros fatores que influenciam. Sendo assim:

---

<sup>87</sup> Dow (2006, p. 41) elenca dois fatores principais que compõem o *mark-up* e podem ser o motivo para sua variação: (i) o grau de oligopólio do setor bancário; e (ii) a percepção dos bancos quanto ao risco dos devedores.

<sup>88</sup> Segundo o autor, a maior regulação do sistema financeiro seria o caminho a ser perseguido, através de taxas sobre transações de securitizados, exigir ativos e subsídios diretos a taxas de juros.

[...] the available evidence also supports the view that other factors, including, in various combinations, liquidity preference, habitat preferences, and expectations about inflation, exchange rates, and market stability, also influence the movements of long-term relative to short-term rates. (POLLIN, 2009, p. 257).

Além disso, seguindo os preceitos keynesianos de incerteza, não haveria motivo algum para prever um comportamento determinista para as taxas de juros de longo prazo, mesmo que fossem construídas com base na expectativa sobre as taxas de curto prazo. A existência de incerteza no sentido keynesiano implica em um conhecimento imperfeito da realidade, impedindo uma previsão precisa do comportamento futuro da taxa de juros, de forma que a exogeneidade das taxas de juros de longo prazo estaria em conflito com um princípio básico da teoria pós-keynesiana<sup>89</sup>. De qualquer forma, poder-se-ia almejar uma maior exogeneidade das taxas de juros caso houvesse uma maior regulação do sistema financeiro, de forma que a incerteza e a instabilidade fossem reduzidas.

Em síntese, Pollin critica a posição dos horizontalistas por considerarem apenas a exogeneidade da taxa de juros de curto prazo, não explicitando a sua relação com as taxas de prazo mais longo. A fim de resgatar essa discussão, o autor propõe uma abordagem estruturalista que considere o comportamento das demais taxas de juros do mercado, pois estas estariam sujeitas às flutuações do mercado, tendo, assim, algum grau de endogeneidade. Nesse contexto, infere que uma política monetária calcada somente na definição exógena da taxa de juros de curto prazo não é suficiente para o banco central garantir estabilidade e crescimento. São necessárias políticas auxiliares que regulem o sistema financeiro de forma que se eleve o grau de exogeneidade das demais taxas de juros.

Esta visão reitera a posição de Pollin (1991): a estrutura financeira irá determinar o comportamento das taxas de juros de mercado, não havendo, *a priori*, qualquer comportamento definido. É possível conciliar essa perspectiva com o horizontalismo, desde que se escape de uma visão extrema desta abordagem.

### 3.3 Horizontalistas e Estruturalistas: A Convergência é Possível?

À guisa de conclusão deste capítulo, exploraremos, a partir dos trabalhos de Marc Lavoie (1996, 2006a, 2006b), Thomas Palley (1996a, 1998, 2008, 2013a), Giuseppe Fontana (2003, 2004) e Mark Setterfield (2006, 2014) a proposta de uma convergência entre *horizontalistas e estruturalistas*.

---

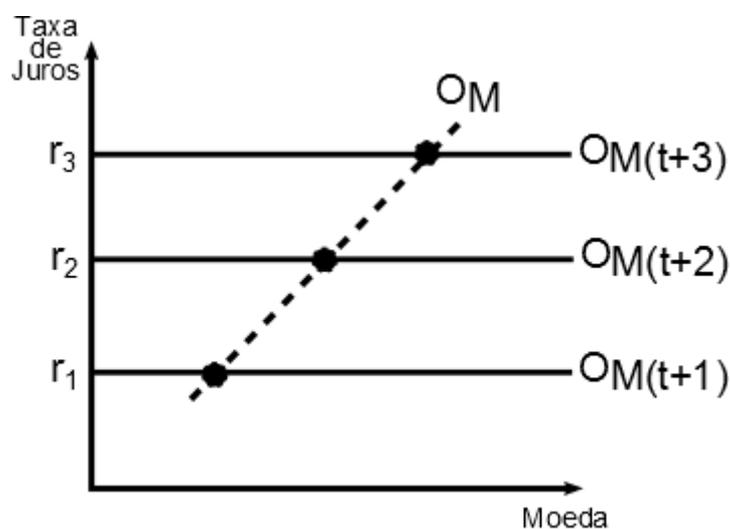
<sup>89</sup> Como foi salientado na seção 3.1.2.3, Moore (1988b) também não aceitava qualquer suposição sobre a curva de oferta de moeda de longo prazo. Este é um ponto que será utilizado para propor a convergência entre as abordagens horizontalista e estruturalista.

### 3.3.1 Marc Lavoie: A Convergência na Visão Horizontalista

Através da exposição dos trabalhos de Marc Lavoie, pretende-se abordar uma posição atualizada do pensamento horizontalista. Para tanto, analisa-se a resposta dada às críticas estruturalistas, que estimularam um desenvolvimento e aprimoramento de alguns pontos antes frágeis, ou, ao menos, obscuros da abordagem horizontalista, bem como mostra-se de que modo esses esclarecimentos edificam uma conciliação entre as vertentes.

Para Lavoie (1996), o banco central teria controle somente indireto sobre o agregado monetário, enquanto poderia decidir com precisão a taxa básica de juros, mesmo que “[...] within the boundaries of existing conventional financial wisdom.” (LAVOIE, 1996, p. 278). A defesa da tese horizontalista está na argumentação de que possíveis alterações da taxa básica de juros podem ocorrer, mas, ao invés de gerarem uma curva positivamente inclinada, originam somente um deslocamento (*shift*) da reta horizontal. Este desenho retrata a teoria de que o banco central acomoda a quantidade demandada de moeda, dada a taxa de juros.

**Gráfico 6 – Oferta de Moeda Horizontalista e Função de Reação do banco central**



Fonte: Lavoie (2006b, p. 66).

Conforme visualizado no Gráfico 6, Lavoie (1996, 2006b) ressalta que as funções de reação dos bancos centrais podem permitir a origem de uma curvatura ascendente de empréstimos quando se considera a dinâmica de resposta das AM às outras variáveis econômicas, pois haveria então uma série de retas horizontais temporalmente ordenadas que, combinadas com a demanda por empréstimos, promoveria a curva ascendente. De igual maneira, poderia propiciar uma curva descendente, caso o banco central decidisse reduzir a

básica taxa de juros em período de expansão monetária. Com isso, o autor busca justificar que, mesmo para os horizontalistas, uma curva de longo prazo positivamente inclinada é possível.

Lavoie (1996, 2006b) assevera ainda que uma análise sobre o comportamento da taxa de juros de empréstimos (*loan rates*) permite considerar as limitações que a preferência pela liquidez impõem sobre o comportamento acomodacionista dos bancos comerciais. A imposição de restrições ao crédito derivadas de alterações na avaliação dos devedores por parte dos bancos viabiliza a incorporação do princípio do risco crescente de Kalecki (1983)<sup>90</sup>, internalizando também a hipótese de fragilidade financeira de Minsky. Contudo, para o autor, a preferência pela liquidez dos bancos explicaria somente o diferencial entre as taxas de juros dos empréstimos e a taxa básica, e não propriamente a sua determinação.

Lavoie tenta demonstrar que a abordagem horizontalista não é um caso “extremo” ou “radical” de total acomodação. Em Lavoie (2006b, cap. 3), há uma extensa argumentação em defesa do horizontalismo, no qual é possível se encontrar a conciliação de diversas reivindicações estruturalistas a partir de uma abordagem horizontalista<sup>91</sup>. É por esse motivo que Lavoie (1996) conclui que as duas abordagens podem ser combinadas, pois cada uma responde às questões às quais se propõe<sup>92</sup>. É essa visão horizontalista que Palley irá utilizar como exemplo para demonstrar a crescente convergência entre as abordagens.

### **3.3.2 Thomas Palley: A Convergência na Visão Estruturalista**

Em Palley (1996a), há uma tentativa de estabelecer uma clara diferenciação entre as duas abordagens:

- a) na interação entre a função de reação da AM e a administração de ativos e passivos dos bancos, os horizontalistas assumiriam uma total acomodação por parte das AM; e

---

<sup>90</sup> O princípio do risco crescente representa o fenômeno de que quanto maior a proporção entre os empréstimos e os ativos de uma empresa, maior o risco do emprestador. No caso de uma expansão da empresa com base em empréstimos, chegar-se-ia ao ponto no qual haveria um aumento do risco, que invariavelmente seria passado ao preço. Em Kalecki (1983), este é um dos argumentos utilizados para limitar o tamanho de uma empresa.

<sup>91</sup> Em Lavoie (2006b), entre outros pontos abordados a partir da perspectiva horizontalista, estão: a relação entre o banco central e os bancos comerciais, as funções reações do banco central, racionamento de crédito e *mark-up* variável, preferência pela liquidez nos bancos, fragilidade financeira e o paradoxo de Minsky (a estabilidade gera instabilidade).

<sup>92</sup> Um resumo das ideias de Lavoie e da abordagem horizontalista em geral pode ser encontrado em Lavoie (2006a).

- b) os horizontalistas defendem que a única ferramenta para o banco central conduzir a política monetária é a definição da taxa de juros, ao passo que os estruturalistas entendem que, embora não sejam usados com tanta frequência, outros instrumentos para restrição monetária são teoricamente possíveis.

No entanto, interessante notar que, antes de analisar as diferenças entre as vertentes de modo mais profundo, Palley (1996a) faz uma ressalva importante: caso o horizontalismo capture o *feedback* entre as decisões da política monetária e dos mercados financeiros, ele torna-se um caso especial da abordagem estruturalista, em que a decisão da AM é acomodar plenamente os aumentos dos empréstimos concedidos pelas instituições financeiras. Ou seja, quando se assume a existência de interação entre os agentes, o caso acomodacionista torna-se “[...] a special case of fully articulated structuralist model in which is assumed that the central bank fully accommodates increases in loan demand by increasing the supply of reserves.” (PALLEY, 1996a, p. 585).

Além disso, em nota de rodapé, Palley (1996a) admite que a razão para a abordagem horizontalista não considerar o *feedback* é o horizonte temporal que utiliza em sua análise, considerando apenas o *período seguinte* à tomada de decisão por parte da AM. Nas palavras de Palley (1996a, p. 585):

An alternative interpretation of accommodationism is in terms of an analytic “time horizon”. Under this interpretation, accommodationism models are only concerned with the immediate market period, and therefore pay no heed to policy reactions and feedback, the effects of which are only felt in subsequent market periods.

Contudo, essa ressalva feita por Palley não o impediu de proceder com a crítica. Não é por outro motivo que Moore (1998) irá utilizar este ponto como defesa das suas ideias: justamente por considerar somente o período curto *entre* uma decisão e outra da AM, que o horizontalismo não explica a interação entre os agentes *durante consecutivas* decisões. A justificativa utilizada por Moore para este tratamento é que, em um mundo sujeito à incerteza fundamental, nenhuma definição *ex ante* da decisão da AM pode ser feita:

In a nonergodic world, neither the economist analyst, nor the central bank can state today what the level of interest rates will be in the next period. [...] For any particular policy reaction function, changes in the policy instrument will depend on changes in the authority’s perception of the state of the economy, and on its perception of changes in the market’s expectations of the state of the economy. (MOORE, 1998, p. 175).

Sendo assim, para Moore, no único período relevante para a análise, a oferta de moeda é horizontal. O longo prazo não poderia ser capturado por nenhum modelo, mesmo que

extremamente elaborado, dada a natureza não linear de nosso universo. Não obstante, admite: “[w]e can ‘create’ our own futures but cannot ‘discover’ them.” (MOORE, 1998, p. 177).

A resposta de Palley (1998) veio no mesmo volume da revista. O autor aprimora a distinção, estabelecendo uma subdivisão entre estruturalistas e superestruturalistas, em que os últimos consideram possível uma mudança na estrutura de taxa de juros de mercado mesmo no caso em que o banco central mantém constante sua taxa básica de juros. Assim, o modelo de Palley não *determina* previamente que o comportamento da oferta de moeda é superestruturalista ou horizontalista, mas torna ambos os casos *possíveis*.<sup>93</sup>

Além disso, Palley afirma que o fato de o mundo não ser ergódico não impede os agentes de gerarem modelos para interpretar a atividade econômica. As expectativas de longo prazo dão origem a estes modelos e são baseados no que Keynes denominou de convenções<sup>94</sup>. Na verdade, a existência da incerteza fundamental é importante para relativizar a consistência destes modelos, tornando-os menos deterministas. Nas palavras de Palley (1998, p. 172):

The fact that the world is nonergodic does not rule out people having views about how the world works, and using these views to guide their actions and form expectations.

Desta discussão, depreende-se que Palley tem um triunfo sobre Moore: seu modelo estruturalista incorpora o modelo horizontalista como situação possível, caso o horizonte temporal admita a interação entre os agentes, algo que, como foi visto, Moore não considera pertinente devido à não-ergodicidade do sistema econômico.<sup>95</sup>

Ao longo dos anos, a ideia de Palley evoluiu, de forma que seus trabalhos posteriores propõem uma elaboração mais refinada que mantém algumas diferenças entre as abordagens, embora mais brandas. Em Palley (2008), há outro refinamento estabelecendo uma subdivisão nos horizontalistas entre uma versão *forte* e outra *fraca*.<sup>96</sup> A diferença estaria no grau em que se considera possível a acomodação da oferta monetária por parte do banco central. No caso da versão *forte* do horizontalismo, há total acomodação da oferta à demanda de moeda, o que mantém a versão de uma curva de oferta monetária estritamente horizontal, com perfeita elasticidade. Já na versão *fraca* do horizontalismo, admite-se que a curva poderia ser

<sup>93</sup> Em artigo anterior, Palley (1994) havia mostrado que a diferença entre *horizontalistas* e *estruturalistas* não podia ser reduzida à curvatura da oferta de moeda. Na verdade, “the differences really center on the manner in which the banking sector accommodates changes in loan demand. Accommodationist models make a simple appeal to accommodation by the Fed, whereas Structuralist models also include adjustments in the composition of bank funding obtained from the non-bank public.” (PALLEY, 1994, p. 74). O modelo desenvolvido neste artigo foi posteriormente reproduzido em livro, ver Palley (1996b).

<sup>94</sup> Ver seção 2.2.1.

<sup>95</sup> Tal argumento será importante na próxima seção para propor a convergência entre as abordagens.

<sup>96</sup> Palley (2008) coloca Moore (1988a) entre os principais autores defensores da versão *forte* do horizontalismo. Entre os que defendem uma versão horizontalista mais *fraca*, convergente à posição estruturalista, estariam Wray (2007) e Lavoie (2006a).

positivamente inclinada caso houvesse uma mudança na percepção do risco associado aos empréstimos. Com isso, abre-se uma janela para aproximação entre as correntes *horizontalista fraca* e *estruturalista*.

Ao mesmo tempo, impõe-se o questionamento sobre a possibilidade de apresentar as diferenças entre as abordagens por meio da “simples” análise da inclinação da curva de oferta monetária. Para Palley (2008), mesmo para a versão *fraca*, faltaria à abordagem horizontalista reconhecer as consequências das pressões pela liquidez sobre o comportamento das instituições bancárias, e os impactos sobre o custo de captação dos bancos. Para o autor, a origem da inclinação positiva da oferta de moeda encontra-se na variação da preferência pela liquidez dos agentes, que força um aumento no custo de captação por parte dos bancos. No caso do *horizontalismo fraco*, o motivo para a inclinação positiva da curva é outro: o aumento do risco associado aos empréstimos. Embora as duas abordagens possibilitem a construção de uma curva positivamente inclinada, a razão para a inclinação segue diferente, o que impossibilita distinguir os autores através da análise das curvas.

É válido resgatar o motivo pelo qual Palley considera Wray um adepto da versão *fraca* do horizontalismo. Wray (2007) sugere que uma conciliação entre as duas vertentes é possível. Após realizar algumas críticas à perspectiva horizontalista, por essa não considerar os efeitos de uma política fiscal sobre a quantidade de moeda, o autor ainda assim reconhece que o ponto fundamental da teoria é correto: ao final de cada dia, a quantidade de base monetária (*high powered money*) em posse dos bancos é determinado pela demanda, e não será o banco central que irá alterá-la, após definida a meta de taxa de juros. Dessa forma, o autor defende que a curva de *oferta de reservas* é horizontal. Contudo, considerar que as *ofertas de empréstimos* e *depósitos* também são horizontais seria muito simplista.

Wray (2007) sugere que a crítica estruturalista aos horizontalistas não leva em consideração que esta teoria refere-se a um ponto no tempo, e, por isso, não há possibilidade de revisão nas expectativas que permita uma alteração nos *mark-ups* ou o desenvolvimento de novas formas de administração de passivos.<sup>97</sup> No caso, por exemplo, de uma alteração que elevasse as taxas de juros dos empréstimos, “[...] this can be construed as either an upward sloping trend (structuralist) or as shifts of a series of horizontal curves due to rising risk (horizontalist).” (WRAY, 2007, p. 14). Desta forma, a incorporação do tempo e da mudança nas expectativas dos agentes permite uma flexibilização do horizontalismo em direção ao estruturalismo.

---

<sup>97</sup> Como será visto adiante, a mesma posição é defendida por Setterfield e Fontana.

Além de Wray, Palley (2008) também adota os trabalhos de Lavoie (2006a) para minimizar as diferenças e exaltar a convergência entre as abordagens ocorridas nas últimas duas décadas. E assenta que estas diferenças não geram consequências importantes para a proposta central da teoria pós-keynesiana, qual seja, a construção de uma teoria que incorpore a moeda endógena na macroeconomia e na teoria do crescimento, na determinação da taxa de juros e na condução das políticas econômicas, de modo que:

Unless it can be shown that there are important consequences to the remaining differences between horizontalists and structuralists, the distinction should be parked away. It exists, but it may no longer be important given the convergence that has been achieved. (PALLEY, 2008, p. 19-20).

Embora defenda que não há mais motivos para distinguir as vertentes, Palley (2008) reconhece que ainda há diferenças. Palley (2013a) apresenta didaticamente quatro modelos de teoria monetária: monetarista (verticalista), neo-keynesiano (derivado da IS-LM), acomodacionista (horizontalista) e estruturalista. Atendo-se aos dois últimos modelos, Palley (2013a) mostra que a abordagem horizontalista comporta uma oferta de empréstimos positivamente inclinada, devido à incorporação do princípio de risco crescente. Assim, a vertente horizontalista permite um *mark-up* crescente no mercado de empréstimos.

Já o modelo estruturalista considera três ideias centrais:

- a) conforme defendido anteriormente por Pollin (1991), somente a taxa básica de juros de curto prazo pode ser determinada exogenamente por parte da AM. As demais taxas, principalmente as de longo prazo, possuem um comportamento que pode ser significativamente endógeno. A preferência pela liquidez, ignorada por alguns horizontalistas, entraria como uma determinante deste comportamento<sup>98</sup>;
- b) o horizontalismo sofreria de uma “falácia da divisão”<sup>99</sup> ao supor que os bancos individualmente não sofrem constrangimento ao necessitar recorrer a reservas. Segundo Palley (2013a), haveria uma série de constrangimentos, sejam restrições à liquidez dos portfólios, os “frown costs”<sup>100</sup>, ou outras regulações<sup>101</sup>;
- c) a função de reação do banco central pode levar a um comportamento que restringe a acomodação por parte da AM. Diferentemente do horizontalismo, que considera a

<sup>98</sup> Como vimos, Lavoie (2006a) está entre os horizontalistas que considera a importância da preferência pela liquidez em sua teoria. Não é à toa que o autor é utilizado por Palley (2008) para indicar a convergência entre as abordagens.

<sup>99</sup> Quando se infere que aquilo que vale para o coletivo, vale para cada indivíduo. O oposto da “falácia da composição”.

<sup>100</sup> Ver nota de rodapé 85.

<sup>101</sup> O fato de que somente alguns bancos foram socorridos na crise de 2008, ao menos em um primeiro momento, demonstra que há diferença entre as instituições;

exogeneidade da taxa de juros um resultado do fato de que a AM irá conceder infinitas reservas para manter a taxa por ela estipulada<sup>102</sup>, Palley (2013a) reconhece a existência de uma função de reação que gera uma política sistemática de decisões do banco central, de forma que a expectativa dos agentes é incorporada nas decisões presentes<sup>103</sup>. No caso, por exemplo, da função de reação do banco central imprimir uma lógica de aumento da taxa de juros quando há maior demanda por reservas, tem-se uma curva positivamente inclinada no mercado de reservas, que será repassada para o mercado de empréstimos. Contudo, os agentes antecipam o comportamento futuro da AM, de forma que o resultado esperado de uma decisão futura da AM pode ser trazido para o presente pelo simples fato de ser esperado pelos agentes<sup>104</sup>, conforme supunha a teoria das expectativas racionais. Como vimos, a não-ergodicidade não impede os agentes de utilizarem modelos para agir. Pelo contrário, incentiva que se questione a fragilidade sobre a qual se constroem tais modelos, uma vez que um comportamento autorrealizável pode ser gerado simplesmente a partir do compartilhamento de convenções<sup>105</sup>.

Tem-se que a curva de oferta monetária pode ser positivamente inclinada por dois motivos:

- a) *mark-up* crescente (também considerada no horizontalismo); e/ou
- b) função de reação do banco central elevando o custo das reservas (não considerada no horizontalismo).

Em suma, para Palley, o horizontalismo cumpre seu papel ao consolidar a teoria da endogeneidade da moeda e fornecer uma forma didática de apresentar a teoria em cursos

---

<sup>102</sup> Segundo Palley (2013a), as duas abordagens concordam que há total acomodação em caso de risco de pânico financeiro, mas discorda de que a total acomodação serve para casos ordinários.

<sup>103</sup> Nas palavras de Palley (2013a, p. 420): “The amazing thing about expectations is they imply the future is always present in the present.”.

<sup>104</sup> Este comportamento impediria separar os períodos de decisão entre instantâneo e contínuo como faz Fontana (2003). Nas palavras de Palley (2013a, p. 421): “[...] the reaction function is present in each market instant because participants anticipate future policy adjustments.”.

<sup>105</sup> Em Palley (1993), apresenta-se o conceito de “expectativas racionais endógenas” para conciliar a teoria pós-keynesiana com alguns benefícios das expectativas racionais. O conceito define que: (i) os agentes criam modelos sobre a realidade e os utilizam para basear suas expectativas; (ii) tais modelos estão circunscritos em um ambiente de incerteza fundamental; e, por isso, (iii) o conhecimento utilizado para construir os modelos tem uma natureza construtivista, no sentido de que são baseados em convenções socialmente construídas.

introdutórios. Mas sua extremada simplificação precisa ser abandonada quando se adentra o “estado da arte” da economia, e o estruturalismo auxilia nessa superação.

A única diferença remanescente entre as abordagens horizontalista e estruturalista estaria na forma como cada uma entende o acesso dos bancos às reservas: enquanto para a primeira não há restrição, para a última a restrição se apresenta por meio da preferência pela liquidez e pela função de reação do banco central. Nesse caso, o horizontalismo foi importante em sua crítica ao monetarismo<sup>106</sup>. Agora que esta teoria “já é morta”, é necessário melhor elaborar a proposta heterodoxa, de modo a considerar que os movimentos do agregado monetário são endógenos e pró-cíclicos, restando à política monetária controlar a expansão em tempos de *boom*, bem como limitar seu encolhimento em tempos de crise.

### 3.3.3 Fontana e Setterfield: Uma Proposta de Conciliação

A fim de firmar uma proposta de conciliação entre as abordagens estruturalista e horizontalista, apresenta-se a formulação desenvolvida paralelamente, embora com algumas diferenças, por dois economistas: Giuseppe Fontana e Mark Setterfield.

Fontana (2003, 2004) resgata a evolução da discussão a respeito da endogeneidade da moeda, asseverando que a principal divergência entre as abordagens é explicada a partir da compreensão das diferentes concepções acerca do estado das expectativas dos agentes envolvidos no processo de endogeneização da moeda. Para o autor, a abordagem horizontalista preocupa-se com um único período de tempo, no qual não há espaço para os agentes (famílias, firmas, bancos e AM) reverem seus *portfólios*. Assim, as expectativas podem ser consideradas dadas e constantes. Por outro lado, os estruturalistas lidam com uma perspectiva contínua do tempo, analisando o modo pelo qual as expectativas se alteram ao longo do processo de criação de moeda, de forma que se podem explicar mudanças na preferência pela liquidez dos agentes. Tal noção já havia sido apresentada na discussão entre Palley (1998) e Moore (1998), bem como em Wray (2007), e mostra ser um canal promissor para permitir um debate mais esclarecido sobre as virtudes e deficiências de cada abordagem.

Fontana (2003) observa que a principal crítica da abordagem estruturalista recai sobre o que se entende como um rejeição do horizontalismo à teoria da preferência pela liquidez. A discussão – já abordada no presente trabalho – faz referência ao fato de que em uma economia na qual a oferta de moeda acomoda-se perfeitamente à qualquer variação na demanda por

---

<sup>106</sup> Ver Palley (2002) para uma análise sobre as diferentes origens da endogeneidade da moeda e suas consequências sobre a teoria macroeconômica.

moeda, não há espaço para um impacto sobre a taxa de juros. Nesse caso, a taxa de juros seria determinada exogenamente pela AM e a preferência pela liquidez deixaria de ser relevante. Por outro lado, os estruturalistas percebem a preferência pela liquidez como uma teoria fundamental para justificar a escolha de ativos. A formação dos *portfólios* dos diferentes agentes iria impactar na oferta de moeda da seguinte forma:

- a) uma menor preferência pela liquidez das *famílias* permite que elas troquem depósitos em conta corrente por ativos de prazo mais longo; ao mesmo passo, permite que elas comprometam uma maior parte da sua renda com dívidas para aquisição de bens duráveis;
- b) uma menor preferência pela liquidez das *firmas* fomenta o comprometimento de uma parcela maior da sua produção com investimentos de longo prazo, de forma a – indiretamente – fragilizar suas posições financeiras;
- c) a preferência pela liquidez dos *bancos* é a principal reivindicação estruturalista. Conforme visto na seção que abordou o trabalho de Minsky, a flutuação do ambiente expectacional em que estão inseridas as instituições financeiras tem um papel fundamental na flutuação da atividade econômica, por meio justamente da corroboração ou não das demandas por crédito;
- d) Fontana insere a discussão a respeito da preferência pela liquidez do banco central. As expectativas da AM irão determinar tanto a composição de seu portfólio quanto o seu tamanho. A flutuação de variáveis macroeconômicas relevantes (inflação, taxa de câmbio e comportamento do mercado financeiro) pode incentivar uma maior preferência pela liquidez, que resultaria em um aumento da taxa básica de juros. Com isso, a acomodação perfeita proposta pela abordagem horizontalista estaria restringida pelo papel da AM na manutenção de outros objetivos por ela definidos.

Ao remeter a principal reivindicação da abordagem estruturalista à preferência pela liquidez, Fontana deixa espaço para uma conciliação com a abordagem horizontalista, caso se permita a alteração das expectativas, ou, como ele apresenta, alterações na preferência pela liquidez.

A perspectiva horizontalista trata de um período isolado de análise da moeda<sup>107</sup>, no qual “expectations of supply and demand for later periods remain unchanged.” (FONTANA, 2003, p. 307). Tal perspectiva apresenta semelhança com a própria defesa apresentada por Moore (1998) em debate com Palley (1996a, 1998).

Já na perspectiva estruturalista propõe-se uma dinâmica contínua de análise da moeda<sup>108</sup>, que “[...] allows for the effects of changing expectations on the actual and future level of the short-term interest rate and/or the loan rate.” (FONTANA, 2003, p. 307).

Em suma, pode-se dizer que cada abordagem resolve a parcela do problema a que se propõe: o horizontalismo explica as decisões no período isolado de tempo e o estruturalismo explica a sequência de decisões consecutivas<sup>109</sup>. Nas palavras do autor:

The accommodationist approach and the structuralist approach have different assumptions about the state of expectations of the agents involved in the money supply process. Therefore, any evaluation of their contributions needs to consider what each approach can and cannot do. (FONTANA, 2003, p. 308).

Nesse caso, as duas abordagens mostram-se, não só conciliáveis, como complementares, por tratarem de visões diferentes dos mesmos problemas<sup>110</sup>. Tem-se que as duas trabalham em um mesmo projeto: “a generalized theory of endogenous money” (FONTANA, 2004, p. 382).

Setterfield (2014), através de uma perspectiva semelhante, chega a conclusões levemente diferentes de Fontana. Para o autor, a horizontalidade da curva de oferta de moeda é inegável quando se considera a perspectiva *instantânea* a que se propõe a abordagem. Até aí, concorda-se com a apresentação de Fontana. Todavia, quando se constrói uma perspectiva *dinâmica* da oferta de moeda, tanto o caso estruturalista quanto o horizontalista se tornam possíveis. Tal perspectiva fornece a possibilidade da curva de oferta de moeda ser construída ao longo do tempo, acompanhando um tempo *histórico*, e não *lógico*. Nessa esteira, não é possível determinar *a priori* qual será o formato da curva, mas tanto a conclusão

---

<sup>107</sup> Em outro artigo, Fontana define que uma “single-period theory of endogenous money” representa “the minimum effective unit of economic time for the analysis of agents involved in the economic process” (FONTANA, 2004, 378).

<sup>108</sup> Fontana (2004, p. 380) define: “a continuation theory, in fact, is the analysis of the dynamics of a sequence of single periods. It deals explicitly with the linkages between successive periods [...] It is here that structuralists have directed their most convincing periods.”

<sup>109</sup> Fontana (2004) ainda conclui que as duas abordagens são compatíveis com Keynes, citando uma passagem deste autor para justificar sua ideia: “It is not the economy under observation which is moving in the one case and stationary in the other, but our expectations of the future environment which are shifting in the one case and stationary in the other”. (KEYNES, 1973, p. 511 *apud* FONTANA, 2004, p. 382).

<sup>110</sup> Como foi visto, deve-se ressaltar que Palley (2013a) critica a possibilidade de se separar o momento instantâneo e o dinâmico devido à antecipação da função reação do banco central por parte dos agentes. Tal comportamento traz para o presente a dinâmica futura, impedindo uma separação desse tipo.

horizontalista quanto a estruturalista seriam possíveis<sup>111</sup>. É neste ponto que Setterfield difere de Fontana, pois, para o último, a abordagem horizontalista seria compatível apenas com o “período isolado de tempo”, aqui nomeado de “perspectiva instantânea”.

Em suma, enquanto Fontana defende que somente o estruturalismo seria capaz de tratar uma perspectiva dinâmica da oferta de moeda, Setterfield pondera que, sob esta perspectiva dinâmica, podem-se encontrar, ao longo do tempo, conclusões horizontalistas *ou* estruturalistas, ou seja, uma oferta horizontal *ou* positivamente inclinada. Setterfield conclui:

The argument presented above is that, for methodological reasons, it is inconsistent with Post-Keynesian economics to insist that the dynamic credit supply schedule is necessarily horizontal or upward sloping *in principle*. So there is no useful debate to be had on this point. But since the dynamic credit supply schedule can be *either* upward sloping *or* horizontal *in practice*, it is possible to debate the shape of the credit supply curve *in practice* – that is, to argue that one or the other curve better represents either a current or past (but always spatially and temporally specific) monetary regime. (SETTERFIELD, 2014, p. 9, grifo do autor).

Com efeito, na visão de Setterfield, é possível chegar-se em uma curva horizontal através do estruturalismo, basta que as expectativas dos agentes envolvidos se moldem de forma que a estrutura financeira (tanto do banco central quanto das demais instituições financeiras) ajuste-se para ofertar a moeda demandada sem pressão sobre os juros. Nesse sentido, não seria prudente definir um caso geral a partir do qual se decretaria *a priori* o formato da curva de oferta de moeda. Entretanto, as duas abordagens servem de parâmetro para analisar casos específicos e circunscritos no tempo e no espaço.

### 3.3.4 Considerações Finais acerca da Convergência

*“This credit supply schedule may be either horizontal or upward sloping, but cannot be drawn as either ex ante. Rather, it is a path-dependent, historical artifact, derivable only ex post as the product of a particular historical sequence of changes in nominal income.”*

(SETTERFIELD, 2006, p. 135).

A discussão entre horizontalistas e estruturalistas desenvolve-se a partir do fim da década de 1980. Desde lá, pode-se dizer que as duas abordagens evoluíram em face do embate entre si, bem como da análise de casos específicos que a realidade apresentou. Houve momentos em que pesquisadores de ambas as abordagens percebiam um esgotamento do debate. Dentre eles, podemos citar Wray (2004, p. 2), que manifestou preferir: “[...] watch

<sup>111</sup> Como Setterfield (2014, p. 10) esclarece, tal perspectiva seria fundamentalmente condizente com a metodologia pós-keynesiana, na qual é impossível determinar *a priori* um equilíbrio de longo prazo.

paint dry than sit through yet another attempt to explicate and synthesize horizontalism and structuralism.”<sup>112</sup>.

Nesse íterim, apresentou-se uma possibilidade de conciliar, sob um mesmo arcabouço teórico e com um mesmo objetivo, as duas vertentes que formam o debate pós-keynesiano atual em torno da endogeneidade da moeda. A convergência permitiria embasar políticas econômicas de forma mais sólida, uma vez que o embate interno aprimora pontos fracos de ambas vertentes. Para tanto, dois pontos básicos devem ser consentidos:

- a) oferta de moeda endógena: todos os trabalhos pós-keynesianos aqui apresentados assumiam a moeda como sendo endógena. O que se discute é o grau dessa endogeneidade e onde ela surge:
  - na acomodação do banco central (mercado de reservas); ou
  - na inovação proporcionada pelas estruturas financeiras na captação de reservas (mercado de empréstimos).
- b) taxa de juros exógena: há um consenso de que a definição da taxa de juros de curto prazo é exógena, e depende apenas da decisão do banco central. Nesse caso, a função de reação, embora pareça indicar uma relação que tornasse endógena a taxa de juros, não retira da AM o poder de decisão. De qualquer modo, pode-se discutir quais das demais taxas de juros do mercado também podem ser consideradas exógenas, uma vez que o *mark-up* instituído sobre a taxa básica pode ter algum componente pró-cíclico.

A conciliação proposta demonstrou ser possível encontrar casos em que a oferta de moeda é horizontal e outros nos quais é positivamente inclinada. A diferença entre as abordagens estaria na forma como cada uma assume que os agentes são capazes de rever suas expectativas. Com isso, caso se mantenham constantes, a posição horizontalista é mais provável. Ao se permitir uma mudança de expectativas, a incorporação de alterações na preferência pela liquidez dos agentes poderia sugerir a posição estruturalista.

Dessa forma, é possível dizer que, no caso do mercado de reservas, apesar de não haver necessidade de surgir uma curva positivamente inclinada, ou uma sucessão de curvas horizontais – pois a curva dependerá da decisão exógena do banco central –, a função de reação poderá gerar ou não uma inclinação da curva. Aliás, justamente isso que irá determinar a curvatura da oferta de moeda, e não alguma relação unívoca entre taxa de juros e agregado

---

<sup>112</sup> Interessante notar que esta frase foi retirada de Wray (2006), na versão do artigo publicada em livro organizado por Setterfield, no qual outros artigos buscavam uma conciliação entre as vertentes.

monetário. Temos que: se há uma predominância de momentos com inclinação positiva da oferta de moeda, é porque os parâmetros que guiam a decisão do banco central levam-no a aumentar, de modo exógeno, a taxa de juros quando a oferta de moeda se expande.

O mesmo ocorre no mercado de empréstimos: é viável que a estrutura financeira se adapte, criando inovações que permitam a acomodação de uma maior demanda por moeda sem acarretar pressão sobre a taxa de juros, gerando uma curva de oferta de moeda horizontal. No entanto, pode ocorrer de a estrutura financeira não ter condições de se adaptar, de forma que a captação de depósitos ocorra a custos crescentes, o que, invariavelmente, será repassado para os tomadores. Resulta que uma expansão monetária virá com aumento dos juros, gerando uma curva positivamente inclinada. Ressalta-se que o resultado dependeu do arranjo que a estrutura financeira encontrou para acomodar (toda ou parcela) o aumento da demanda por moeda.

Conforme a conclusão alcançada por Setterfield e Fontana, a condição da curva de oferta de moeda só poderá ser compreendida a partir da análise de casos específicos e históricos pontualmente definidos pelo analista. A ferramenta de análise pós-keynesiana mostra-se útil tanto para explicar casos reais, quanto para definir claramente as circunstâncias específicas que precisam ser preenchidas para se alcançar a previsão esperada. Destaca-se que, mesmo sob incerteza, os agentes irão gerar modelos sobre o futuro. Contudo, agora se reconhece que estes modelos estão circunscritos a determinadas situações específicas e, por esse motivo, não podem ser tomados deterministicamente como uma lei geral.

A partir dessa perspectiva é válido elaborar aspectos relevantes para uma alternativa pós-keynesiana à econômica monetária, como por exemplo: o comportamento do *mark-up* privado sobre a taxa de juros básica<sup>113</sup>, a importância das convenções na condução da política monetária<sup>114</sup>, o tratamento da função de reação do banco central<sup>115</sup> e a regulação financeira e as respostas dadas pela estrutura financeira<sup>116</sup>.

Atendo-se a isso, o capítulo a seguir procura fazer a análise do caso brasileiro após a instauração do Real como moeda de curso legal. Para tanto, deve-se deixar claro que, a partir da discussão até aqui apresentada, considera-se que não existe uma taxa natural determinada pelas variáveis reais. Dessa forma, a taxa perseguida pela AM é resultado da função de reação por ela construída. Caso esta função incorpore em seus parâmetros as expectativas dos

---

<sup>113</sup> Ver Pollin (2009) e Serrano e Summa (2013).

<sup>114</sup> Ver Chernavsky (2008), Erber (2011), A. M. Modenesi e R. L. Modenesi (2012), A. M. Modenesi *et al.* (2012), A. M. Modenesi, Martins e R. L. Modenesi (2013) e Seabra e Dequech (2013).

<sup>115</sup> Ver Smithin (2006).

<sup>116</sup> Ver Minsky (1982), Pollin (2009) e Palley (2008, 2013a).

agentes, tem-se que a taxa perseguida pelo banco central é influenciável pelas convenções que guiam essas expectativas.

A análise a seguir permite situar o caso específico brasileiro dentro do debate anteriormente explanado, de forma que insere-se na conclusão final deste capítulo: não há determinação *a priori* em prol nem do horizontalismo, nem do estruturalismo. Será a análise de casos específicos que determinará qual movimento prevaleceu, e por quais razões prevalece, durante o período de tempo investigado.

## 4 UMA ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO

A discussão travada até esse momento leva-nos a refletir sobre como inserir o debate da economia brasileira nos termos até aqui apresentados. Contudo, não significa que exista um caso geral no qual se incluam todas as especificidades de cada economia, pois isso implicaria contrariar todas as ideias expostas.

O capítulo pretende recuperar as particularidades da economia brasileira, a fim de que possamos reconhecer se e quando a quantidade de moeda é endógena e se a taxa de juros é exógena no período pós-Plano Real. Para tanto, procurou-se diferenciar duas fases na análise da economia brasileira: primeiro apresenta-se a instauração do Plano Real, baseado na âncora cambial durante o período de julho de 1994 a junho de 1999; a partir daí, analisa-se o regime baseado nas Metas de Inflação (IT – sigla em inglês para *inflation targeting*).

### 4.1 Âncora Cambial

A utilização da âncora cambial como forma de estabilização monetária foi comum entre os países em desenvolvimento no final do século XX. O sistema consiste em subordinar a inflação doméstica à variação dos preços do *país-âncora*<sup>117</sup>. A utilização de uma âncora nominal contribui para guiar as expectativas inflacionárias, bem como estabelecer uma base para a formação de preços. Foi com esse objetivo que se adotou o regime no Brasil em 1994.

#### 4.1.1 Taxa de juros e Oferta de Moeda sob regime de âncora cambial

A teoria econômica contida nos livros-textos prevê que o banco central abre mão da política monetária quando adota um regime de câmbio fixo. No caso extremo da livre mobilidade de capitais, a taxa de juros doméstica é determinada pela taxa de juros internacional. A oferta de moeda seria consequência do saldo no balanço de pagamentos.

No entanto, essa perspectiva pode ser enganosa, visto que a taxa de juros é exogenamente definida pela AM, mas a necessidade de atração de capitais estrangeiros para manter a âncora cambial acaba por determinar a sua elevação. Em outras palavras, dados os objetivos da AM – no caso, manter a âncora cambial – decide-se elevar a taxa de juros para atrair capitais (ou evitar sua fuga). Assim, apesar de aparentar tornar-se endógena, a taxa de

---

<sup>117</sup> Ver A. M. Modenesi (2005) para uma análise sobre os diversos tipos de âncora cambial.

juros continua sendo determinada pela AM<sup>118</sup>, pois depende da decisão deliberada quanto à sua função de reação,

[...] which require a discretionary decision and a purposeful action from the central bank. Rates of interest move up, not as a result of some spontaneous market mechanism, but rather as a consequence of the deliberate policy choice of the monetary authorities. (GODLEY; LAVOIE, 2007<sup>119</sup>, p. 205-206).

Quanto à oferta de moeda, é necessário contrapor a visão pós-keynesiana ao *mainstream*. Segundo supõe o modelo Mundell-Fleming, no caso do câmbio fixo, a AM perderia controle sobre a política monetária, visto que a moeda se tornaria endógena devido ao livre fluxo de capital. Ao considerá-la endógena, o modelo prevê que a quantidade de moeda seria determinada pela *oferta* de capital derivada do fluxo, ou seja, seria *supply-led*.

O mecanismo explicitado no modelo Mundell-Fleming poderia ser dissecado da seguinte forma: supondo um estado inicial de equilíbrio com livre mobilidade de capitais e taxa de câmbio fixa, quando o banco central aumenta a oferta de moeda, provoca uma redução da taxa de juros doméstica abaixo do nível de equilíbrio dos juros internacionais, levando a uma saída de recursos em busca de maiores rendimentos e a um aumento das importações. O comprometimento com a fixação da taxa de câmbio faz com que a AM venda as reservas internacionais ao preço fixado, provocando uma redução da base e, conseqüentemente, da oferta de moeda, elevando novamente a taxa de juros até o retorno ao nível de equilíbrio com as taxas internacionais. Com isso, a política monetária torna-se ineficaz.

No entanto, a teoria prevê que este resultado pode ser evitado caso o banco central proceda com um *mecanismo de esterilização* (ou neutralização) desses fluxos. No caso explicado acima, a AM poderia simplesmente comprar do mercado os títulos do governo, injetando novamente os recursos na economia e mantendo seus ativos constantes. Eliminaría, nesse sentido, a redução endógena da oferta de moeda, readquirindo o controle sobre a quantidade.

Conforme Lavoie (2001)<sup>120</sup>, neste modelo, o *mecanismo de esterilização* coloca a responsabilidade sob a decisão dos bancos centrais. De forma sucinta, um balanço de pagamentos positivo (negativo) iria gerar um aumento (queda) das reservas no exterior, aumentando (reduzindo) os ativos do banco central e expandindo (diminuindo) a base monetária, e, por conseqüência, a oferta de moeda. A esterilização ocorre quando o banco

<sup>118</sup> Em contraponto à econômica neoclássica, Lavoie (2001, p. 235) explica que: “The increase in the rate of interest is not the endogenous result of the capital outflow.”

<sup>119</sup> A seção 12.6.1 de Godley e Lavoie (2007) descrevem o modelo com mobilidade dos fluxos de capital, mantendo esta conclusão.

<sup>120</sup> Além de Lavoie (2001), ver também Lavoie (2006a), Godley e Lavoie (2007) e Serrano e Summa (2012).

central decide vender (comprar) títulos do governo para enxugar este excesso (dirimir esta escassez) de moeda. É interessante notar que, mais que uma medida de exceção, esta seria a regra nas economias. Diante disso, pode-se questionar se este mecanismo não teria um caráter mais automático que aquele expresso em uma decisão discricionária da AM?

A teoria pós-keynesiana irá destacar a automaticidade desse ajuste, ressaltando a existência do *mecanismo de refluxo*. Através desse mecanismo de compensação, os agentes econômicos eliminam um possível excesso de moeda através da quitação de dívidas contraídas. Nessa esteira, acabam contendo a expansão da base monetária por meio da liquidação de dívidas. Lavoie (2001, p. 215) define o termo:

The reflux principle says that when agents dispose of money balances that they do not wish to hold, these excess money balances can be extinguished by the reimbursement of previously accumulated debt.

Conforme Lavoie (2001), este *mecanismo de refluxo* difere do *mecanismo de esterilização* apregoado pela teoria neoclássica em um ponto principal: a automaticidade do ajuste decorre do simples fato de que, uma vez que a taxa de juros é definida pela AM, a entrada de reservas que causaria a expansão monetária é naturalmente destinada para a compra de títulos. O mecanismo de esterilização defendido pelos neoclássicos perderia sentido, uma vez que “spontaneous sterilization is already widespread” (LAVOIE, 2001, p. 239). Como sintetizam Serrano e Summa (2012, p. 11):

A esterilização será voluntária, total e automática e todo o aumento das reservas se transforma diretamente em aumento da dívida interna e não em aumento da base monetária (e muito menos da oferta monetária M1), e a taxa de juros interna se mantém inalterada.

Os autores ainda analisam o caso em que há aumento de reservas derivado de um aumento das exportações, no qual, efetivamente, elevam-se as reservas bancárias, que não necessariamente serão emprestadas, considerando-se que o crédito é guiado pela demanda (*demand-led*). A partir daí, o mais provável é que estes bancos aloquem os recursos excedentes em títulos públicos, esterilizando novamente o aumento das reservas.<sup>121</sup>

Afere-se que, no caso pós-keynesiano, o movimento de esterilização é resultado de um processo endógeno de ajuste promovido pelos próprios agentes econômicos, de forma que:

[...] nada precisa ser feito pelo banco central especificamente com o objetivo de esterilizar. Basta supor que o banco central quer manter o câmbio fixo e a taxa básica de juros inalterada para que a esterilização ocorra na medida exata em que for

---

<sup>121</sup> Os autores ainda analisam o caso em que há um aumento da moeda em circulação devido à manutenção de um maior nível de dinheiro em espécie (para turistas, por exemplo). Nesse caso, no entanto, não haveria nenhuma pressão sobre a taxa de juros, pois não há excesso de oferta: todo o aumento de moeda em circulação é desejado pelo público (SERRANO; SUMMA, 2012, p. 12).

necessária para atingir estes dois objetivos simultaneamente. (SERRANO; SUMMA, 2012, p. 12).

Com efeito, a endogeneidade da moeda dentro do país continua sendo determinada pela demanda, ou seja, *demand-led* (LAVOIE, 2006a, p. 29). A diferença entre a endogeneidade da moeda nas duas abordagens é resumida por Lavoie (2001, p. 218-219, grifo do autor):

In this neoclassical instance of the endogenous money supply, the endogeneity process is *supply-led*, whereas in the post-keynesian approach, the money supply is endogenous because it is *demand-led*. In the post-keynesian case, the money supply grows because the various agents of economy demand more money. [...] In the open economy case underlined by neoclassical authors, the money supply increases endogenously, but independently of demand for money expressed by the economic agents.

Pode-se compreender, portanto, que, sob a perspectiva pós-keynesiana de moeda endógena:

[...] so long as it is recognized that money supply is credit-driven and demand-determined, the exchange rate regime is of absolutely no consequence in the determination of money and credit. (ARESTIS; EICHNER<sup>122</sup> *apud* LAVOIE, 2001, p. 238).

Importante ressaltar a assimetria existente entre dois possíveis casos: quando há acumulação de reservas, não há limite para a acumulação<sup>123</sup>; contudo, quando há perda de reservas, o limite de acesso às divisas internacionais pode desencadear crises cambiais. Não por outro motivo, o regime de âncora cambial foi abandonado no Brasil, conforme analisado na seção seguinte.

#### **4.1.2 Âncora Cambial no Brasil**

A estratégia para estabilização de preços do Plano Real foi instituído em 1994 alicerçada em três fases<sup>124</sup>: ajuste fiscal, mecanismo de desindexação (implantação da Unidade Real de Valor – URV) e âncora nominal. Em síntese, pode-se afirmar que a primeira fase – ajuste fiscal – ficou comprometida pela elevação dos juros ocorrida na sequência da adoção do plano. A segunda fase – URV –, em um primeiro momento, servia tão somente como uma unidade de conta, não sendo utilizada como meio legal. Ao acompanhar o dólar, a

<sup>122</sup> ARESTIS, Philip; EICHNER, Alfred. The Post-Keynesian and Institutionalist Theory of Credit and Money. **Journal of Economic Issues**, v. 22, n. 4, p. 1003-22, December, 1988.

<sup>123</sup> Pode-se questionar o custo de manutenção das reservas internacionais, representado pelo custo de emissão de títulos públicos e de remuneração das aplicações externas.

<sup>124</sup> Uma análise mais detalhado do Plano Real pode ser encontrada em Ferrari e Paula (2003) e A. M. Modenesi (2005).

URV servia de mecanismo de “dolarização artificial” (MODENESI, A. M., 2005, p. 307). Como explicam Ferrari e Paula (2003, p. 61):

The idea was to introduce a daily index linked to the U. S. dollar, so that, even though the Brazilian economy was not in fact dollarized, conditions similar to dollarization could be simulated in the economy, for example in a hyperinflation context.

A terceira fase poderia ser dividida em duas: a âncora nominal e a âncora cambial. A tentativa frustrada de se instituir a âncora nominal corrobora a teoria anteriormente exposta sobre a impossibilidade da AM controlar completamente a oferta de moeda. Conforme A. M. Modenesi (2005), a remonetização causada pela estabilização do valor da moeda reduziu de forma súbita a velocidade de circulação da moeda. Assim sendo:

Não foi possível ao BCB determinar *ex ante* qual volume de oferta monetária seria compatível com a estabilidade de preços, tornando letra morta a programação monetária. (A. M. MODENESI, 2005, p. 310).

A incapacidade de se proceder com a âncora monetária levou à substituição pela âncora cambial. A resposta rápida foi uma significativa desaceleração da inflação, embora ainda superior à evolução dos preços externos, o que, somado à âncora cambial nominal, resultou em elevada apreciação real da moeda nacional<sup>125</sup>. A manutenção de uma taxa de câmbio apreciada elevou o poder de compra do Real, promovendo um *boom* no consumo e concomitantemente um aumento das importações. Por outro lado, a produção nacional acabou perdendo competitividade internacional.

O decorrente déficit em transações correntes obrigou uma elevação da taxa de juros, a fim de que se atraíssem capitais para equilibrar o balanço de pagamentos e, com isso, sustentar a taxa de câmbio no nível estipulado com a finalidade de se estabilizarem os preços internos. Com o tempo, esperava-se que a normalidade macroeconômica permitisse que a AM retornasse a taxa de juros a níveis condizentes com os praticados internacionalmente, mesmo quando incorporado o risco associado à alocação de capital em um país em desenvolvimento.

Apesar de estabilizar a inflação em níveis expressivamente menores que os anteriores<sup>126</sup>, a manutenção de um câmbio sobreapreciado acabou por aumentar de forma insustentável o déficit em transações correntes. Da mesma forma, a elevação da taxa de juros doméstica, juntamente com a maior emissão de títulos do governo atraídos pelas pelo

<sup>125</sup> Ferrari e Paula (2003) ressaltam que a âncora cambial adotada no Brasil definia que R\$ 1,00 (um real) não poderia valer menos que US\$ 1,00 (um dólar). Mas o contrário poderia ocorrer, ou seja, havia uma limitação quanto a desvalorização, não quanto à apreciação do real. Esse sistema ficou denominado como “banda assimétrica”.

<sup>126</sup> Para exemplificar a desaceleração ocorrida, o plano Real passou a operar em 1º de julho de 1994. Nos seis primeiros do ano, a inflação acumulada, medida pelo IGP-DI/FGV, foi de 763,2%. Na segunda metade do mesmo ano, após a implantação do plano Real, houve uma desaceleração da elevação dos preços, acumulando uma inflação de 38,1%. (FERRARI; PAULA, 2003, p. 63)

diferencial de juros, acarretava um alto custo de manutenção das reservas, aumentando invariavelmente o déficit público. Em um sistema como este, fica explícita a fragilidade das condições que geravam a manutenção da âncora cambial: dependia-se do fluxo de ingresso de capitais estrangeiros para financiar o déficit em transações correntes. A iminência de uma crise no balanço de pagamentos estava inserida em um contexto de reversão do fluxo de capitais, que poderia decorrer simplesmente da expectativa de desvalorização da moeda nacional. Como Ferrari e Paula (2003) mostram, os meios adotados para reduzir a inflação continham as sementes de uma deterioração macroeconômica em termos de baixo crescimento, alto desemprego e fragilização fiscal e externa.

Além disso, mesmo se houvesse condições macroeconômicas benéficas nos países emergentes, a dependência do ingresso de capitais especulativos e a sua alocação em ativos de curtíssimo prazo tornavam extremamente frágeis as condições dessa sustentabilidade. Dada a escassez das reservas internacionais, qualquer flutuação nas expectativas dos investidores internacionais poderia acarretar um comportamento de manada, iniciando uma situação caracterizada de “profecia autorrealizável”.<sup>127</sup>

Assim, em uma tentativa de analisar a política de âncora cambial adotada no Plano Real dentro de uma perspectiva pós-keynesiana, apresentam-se duas situações, quanto à taxa de juros e oferta de moeda:

- a) o controle exógeno da taxa de juros é subjugado à estabilização cambial; e
- b) dada a esterilização promovida pelos agentes, a oferta de moeda é endógena e determinada pela demanda.

Além disso, a partir desta perspectiva, pode-se criticar a renúncia ao controle da taxa de juros nesse sistema, quando se permite a livre mobilidade de capitais. No caso de um déficit crescente em transações correntes de um país que não é emissor da moeda de curso internacional, fica evidente que a situação gera um iminente risco de crise cambial conforme a existência ou não de reservas internacionais. A partir do momento em que não há mais credibilidade para tomar empréstimo internacionalmente e tampouco disponibilidade de reservas externas, impõe-se um limite à sustentabilidade do objetivo do banco central: a manutenção da âncora cambial. Esta impossibilidade deriva da dificuldade em se financiar – com taxas de juros constantes – os déficits persistentes em conta corrente. Isso porque haveria

---

<sup>127</sup> Para uma análise mais profunda da fragilidade financeira decorrente das políticas de liberalização dos fluxos de capitais nos países emergentes, ver Cunha e Prates (1999) e Cunha (2002).

a aplicação do princípio de risco crescente<sup>128</sup>, o qual resultaria em aumento do *spread*, podendo culminar em racionamento do crédito. Ou seja, não somente a hipótese de perfeita mobilidade de capitais está sendo abandonada, como a de perfeita substitutibilidade entre os ativos em nível mundial deve ser questionada. A situação no país é agravada pela expectativa de desvalorização, que, como foi visto, pode desencadear um processo de profecia autorrealizável (SERRANO; SUMMA, 2012).

Isto é, quando o banco central eleva a taxa de juros o suficiente para atrair o capital externo e suprir as reservas necessárias para sustentar o déficit em transações correntes, a taxa de juros assume um comportamento explosivo, com *spreads* crescentes. Isto porque se deve elevá-la ao patamar suficiente para compensar as expectativas de desvalorização decorrentes de um déficit persistente. Por essa razão, um país com déficit em transações correntes, que não é emissor da moeda de circulação internacional<sup>129</sup>, obriga-se a abandonar o sistema de âncora cambial, caso não exista auxílio recorrente das instituições financeiras internacionais (no caso, principalmente, o Fundo Monetário Internacional – FMI e o Banco Mundial – BM). Mesmo quando se mantém o fluxo positivo na conta capital, o processo de esterilização recaído sobre o banco central pode gerar custo excessivo, uma vez que os títulos emitidos pelo país receptor possuem taxas de juros maiores que os títulos por ele mantidos como reserva. Nesse caso, a manutenção de reservas internacionais agrava a situação fiscal. É válido ressaltar que o mesmo não ocorre para países com superávit em transações correntes, os quais podem esterilizar o ingresso de capital através da acumulação de reservas internacionais sem nenhuma restrição<sup>130</sup>.

Em 1999, a exemplo de outras economias – (México (1994-95), Leste Asiático (1997), Rússia (1998) e Argentina (2001-02) – a situação tornou-se insuportável no Brasil: houve

<sup>128</sup> Ver nota de rodapé número 90.

<sup>129</sup> Esta observação fica clara dado o momento atual, no qual os Estados Unidos da América, apesar de incorrerem em déficits em conta corrente, podem manter a taxa básica de juros em níveis historicamente baixos para os padrões internacionais e, mesmo assim, seguem sendo financiados. O papel da China nesse processo é duplo: ao mesmo tempo em que são os principais agentes no déficit em transações correntes norte-americano, também são os principais financiadores deste déficit, ao esterilizar o fluxo de capital através da compra de títulos públicos americanos, a fim de manter a política cambial que favorece a competitividade da indústria chinesa. Nesse caso, Godley e Lavoie (2007, p. 470) fazem uma comparação interessante: “Is it right to call such accumulation of reserves by the Chinese central bank ‘intervention’; and is it right to describe the process as one in which the US is ‘having to attract \$x billion per day’ to finance its deficit? Not really. What is happening, surely, is that Chinese exporters receive, for their increased sales abroad, an additional flow of dollars which they exchange with their central bank for their own currency. The Chinese central bank (the People’s Bank of China) finds itself with an equivalently rising stock of dollar balances which it exchanges for US Treasury bills.”

<sup>130</sup> Nota-se que, no caso da China, há superávit em transações correntes, e a taxa de juros que deveria estar aumentando é a dos EUA, pois este incorre em déficits em transações correntes. Pois bem, este parece ser mais um benefício reservado ao emissor da moeda de curso internacional. Para maiores detalhes, ver Godley e Lavoie (2007, p. 472).

necessidade de se abandonar o regime de âncora cambial (*crawling-peg*), adotando-se um regime de câmbio flutuante, o que permitiu a desvalorização da moeda. Conforme previa a teoria pós-keynesiana, a própria consciência da insustentabilidade do sistema anterior gerou um ataque especulativo, obrigando a substituição da âncora cambial por outro regime. No caso brasileiro, optou-se pelo Regime de Metas de Inflação (IT).

## 4.2 Regime de Metas de Inflação (IT)

O IT foi o mecanismo encontrado pelo *mainstream* para substituir as metas de agregado monetário, e faz parte do que se convencionou chamar de Novo Consenso Macroeconômico (NCM)<sup>131</sup>. Neste sistema, em vez de a AM controlar a oferta de moeda, ela passa a controlar a taxa de juros, e, através da sua administração, perseguir as metas de inflação previamente definidas.

### 4.2.1 Aspectos Teóricos

Desde já, cabe referir que pode ser uma ilusão reconhecer um relevante avanço desta teoria sobre o monetarismo. Tal devaneio manifesta-se através da defesa de que, com o IT, conseguiu-se assumir a *oferta de moeda* como *endógena* (e por esse motivo abandonou-se o agregado monetário como política monetária), bem como avançar sobre a definição da *taxa de juros* como *exógena*. Na verdade, como será visto pontualmente, os pressupostos básicos da economia neoclássica se mantêm. Rochon e Setterfield (2007, p. 14) ressaltam: “Despite some seemingly revolutionary ideas, this new consensus approach remains very much conventional, and relies heavily on orthodox theory.”.

Poder-se-ia dizer que o *mainstream* conseguiu se apoderar de parte da crítica heterodoxa sem abandonar seus antigos pressupostos que são a verdadeira origem da crítica. Essa noção, aplicada a outras situações, levou Palley (2013b) a denominar o *mainstream* como *gattopardo economics*. Nas palavras do autor:

Gattopardo economics takes on board ideas developed by critics of mainstream economics, but it does so in a way that ignores the thrust of the original critique and leaves mainstream analysis unchanged. (PALLEY, 2013b, p. 193).

<sup>131</sup> As metas de inflação representam a âncora nominal do NCM e resume a proposta de que o controle da taxa de juros é a única ferramenta legítima para se buscar a estabilidade econômica. As demais prerrogativas do NCM sugerem a independência do banco central, a utilização de metas fiscais (de superávit primário) e o câmbio flexível. Afora a independência do banco central, os demais pontos formam o que no debate brasileiro denominou-se como ‘tripé econômico’.

A seguir arrolam-se dois pontos que justificam essa denominação a partir da proposta de IT, frente à crítica efetuada pelos pós-keynesianos.

#### 4.2.1.1 A moeda tornou-se endógena?

Observa-se que o IT aceita a endogeneidade da moeda, mas não a explica. Conforme vimos no capítulo anterior, há uma discussão dentro da corrente pós-keynesiana sobre a origem da endogeneidade – se ela ocorre no *mercado de reservas* (acomodação do banco central), ou no *mercado de empréstimos* (mudanças nas estruturas financeiras). Entretanto, o NCM, por não ter propriamente uma teoria da moeda endógena, supõe que a oferta de moeda seja um resíduo derivado da escolha do banco central em adotar a taxa de juros como instrumento de política monetária, renunciando o controle sobre o agregado monetário. Desse modo, perde-se a riqueza do debate elaborado pelos pós-keynesianos, bem como se impede a percepção dos riscos que uma acomodação da demanda por moeda no mercado de empréstimos pode acarretar sobre a fragilidade financeira. Não é à toa que se questionam as causas da recente crise financeira iniciada nos Estados Unidos, pois, como resume Setterfield (2013, p. 1):

Prior to 2008, monetary policy was celebrated as a “science” that had successfully contributed to the Great Moderation. But events immediately thereafter provided a rude awakening, as the financial crisis and Great Recession plunged first the US economy and then the rest of the world into the severest downturn since the 1930s.

Em essência, a incompreensão sobre a origem da endogeneidade da moeda impediu os formuladores da política monetária de prevenirem-se quanto ao desenvolvimento de instrumentos financeiros desestabilizantes. Da mesma forma, a arrogância derivada da celebração da “ciência”, que culminou na era da “Grande Moderação”, fez com que desconsiderassem as teorias que vinham sendo desenvolvidas contemporaneamente. A inexistência de uma teoria do NCM sobre a moeda endógena impede-nos de caracterizá-la como derivada do mercado de reservas ou de empréstimos. Ao que tudo indica, o NCM só considera a moeda endógena por uma opção de política monetária, e não pela impossibilidade teórica e prática do controle exógeno da oferta de moeda, como o faz o pós-keynesianismo.

O abandono dos agregados monetários como instrumento de política monetária é, pois, justificado pelo NCM devido à *dificuldade* em controlá-los. Contudo, a crítica pós-keynesiana defende a *impossibilidade* de existir tal controle, uma vez que a moeda é endógena. Tal situação pode ficar mais clara quando se considera a posição do Presidente do Banco Central do Canadá, Gerald Bouey que reconheceu: “We didn’t abandon monetary aggregates, they

abandoned us.” (GERALD BOUEY *apud* SERRANO, SUMMA, 2013, p. 392). Ou seja, diferentemente da justificativa apresentada pelo NCM, a opção de controlar o agregado monetário não existia. A utilização exclusiva da taxa de juros – e não do agregado monetário – como instrumento de política monetária não é uma opção, mas uma necessidade, como esclarece Setterfield (2013, p. 1-2, grifo do autor):

In Post-Keynesian economics (PKE), there exists a bank-centric theory of endogenous money that shows why the interest rate *must* be the central bank’s policy tool. In the NCM, however, the observed instability of the demand for money makes it prudent for central banks to *choose* to use the interest rate as their policy instrument (thus rendering the quantity of money circulating an endogenous “residual”).

Ainda assim, nas duas teorias, o estoque de moeda é tratado apenas como resíduo da demanda por moeda, mas não haveria no NCM uma *teoria* da moeda endógena como aquela existente nos pós-keynesianos (e que foi amplamente tratada anteriormente). Como sustentam Godley e Lavoie (2007, p. 128):

Although the money supply seems to play no useful role in these new consensus models, it is not yet clear, however, whether these mainstream authors clearly see the money supply as being endogenous and demand determined. One could argue that New Consensus authors perceive the money supply to be endogenous by default, whereas post-Keynesians believe that the money supply is endogenous because it cannot be otherwise in a well-functioning monetary system.

#### 4.2.1.2 A taxa de juros tornou-se exógena?

Há consenso de que a definição da taxa de juros de curto prazo é exógena e depende apenas da decisão do banco central. Todavia, pode-se questionar o que o banco central deve fazer, uma vez que cabe somente a ele definir a taxa de juros?

Para o NCM, a exogeneidade da taxa de juros seria representada pela função de reação do banco central. Através da utilização da Regra de Taylor, o banco central seria capaz de controlar a taxa nominal de juros a fim de buscar a equalização entre a taxa real de juros e a taxa natural. Esta, por sua vez, resultaria das variáveis reais e responsáveis por definir o produto potencial de pleno emprego, por meio do equilíbrio entre poupança de pleno emprego e investimento.

A administração da taxa de juros de curto prazo é o instrumento que a AM adota para manter a inflação dentro da meta estipulada. Nesse caso, apesar de considerar a taxa de juros exógena, o NCM sustenta que existe somente uma taxa de juros de longo prazo – a taxa natural de juros – determinada por variáveis reais. Com isso, retorna-se ao mecanismo de

Wicksell<sup>132</sup> para definição da taxa de juros, algo que é justamente uma das fontes da crítica pós-keynesiana<sup>133</sup>. A função de reação do banco central pode incorporar um mecanismo em sua equação que acaba por endogeneizar a taxa de juros por meio das variáveis incluídas em seus cálculos. Ou seja, a taxa de juros é exógena, mas a política monetária adotada pelo banco central, representada em sua função de reação, torna seu comportamento endógeno<sup>134</sup>. Como Smithin (2006, p. 285) adverte:

The Wicksell-type theory is obviously more realistic than the classical theory in that it recognizes the influence of ‘money’ over interest rates, but the flaw remains in its continued reliance on what can now be seen as the somewhat mystical, and definitely nonobservable, natural rate concept, deriving again from the supposedly more fundamental forces that the neoclassical economist believes to dominate the social world.

A teoria pós-keynesiana se opõe à existência de uma taxa de juros natural, dada a partir do equilíbrio entre as variáveis reais. Em uma economia monetária da produção, não há espaço para tal separação entre as variáveis reais e nominais, de forma que as decisões sobre a taxa de juros não possuem um centro gravitacional ao qual convergir. Como esclarece Setterfield (2013, p. 2):

In PKE [Post-Keynesian Economics] we find concern with real-monetary interactions, instability, and even crisis in a monetary-production economy that has no “natural” center of gravitation. These are potentially treacherous waters, of which the central bank needs to be aware. In the NCM, however, the central bank need only use a Taylor rule for adjusting the interest rate and, in so doing, will find that it can fine-tune the economy to its “natural” level of real activity consistent with an inflation target of its own choosing.

Tem-se que o NCM não considera que a taxa de juros possa resultar em consequências sobre as variáveis reais, no longo prazo. A “Meca” da Regra de Taylor é justamente eliminar os possíveis desvios à taxa natural de juros, que por sua vez é derivada do produto potencial, dado pelas variáveis reais. Nestes termos, apesar da taxa de juros ser exogenamente definida pela AM, sua meta é encontrar uma taxa de juros natural formada endogenamente pelas variáveis reais.

Por outro lado, a teoria pós-keynesiana revela que a taxa de juros é exógena em essência, e não há uma taxa de juros natural, dada pelas variáveis reais, a ser visada. A grande contribuição da TG é mostrar que qualquer taxa de juros definida será fruto de uma

<sup>132</sup> Conforme apresentado em Woodford (2003), o NCM utiliza a interação entre os conceitos de taxa natural de juros e taxa de juros de mercados, *a la* Wicksell. Para uma visão a respeito da influência de Wicksell no NCM, bem como um contraponto com a teoria da moeda endógena, ver Fontana (2007). Para uma crítica pós-Keynesiana ao NCM, ver Arestis e Sawyer (2008).

<sup>133</sup> Como foi visto na seção 2.2.3, na TG, Keynes explicitamente reconheceu o equívoco cometido no TM, quando admitiu a existência de uma taxa natural *à la* Wicksell.

<sup>134</sup> Esta apresentação está descrita em Palley (1996a).

convenção e, sendo assim, o equilíbrio pode dar-se em qualquer nível de taxa de juros e de emprego. Como já observado no segundo capítulo, agora nas palavras de Bibow:

Keynes's key insight here was that there is no unique equilibrium rate of interest but a 'different natural rate of interest for each hypothetical level of employment... in the sense that the system will be in equilibrium with that rate of interest and that level of employment' (KEYNES, 2007, 242 *apud* BIBOW, 2006, p. 343).

O NCM reconhece a exogeneidade da taxa de juros de curto prazo, mas, por não abandonar a neutralidade da moeda no longo prazo, permanece mantendo-a endógena no prazo mais longo – a denominada taxa de juros natural.

Em suma, tem-se que nenhum dos principais pontos pós-keynesianos apresentados ao longo deste trabalho estão *verdadeiramente* contidos na proposta ortodoxa representada no NCM através do IT. Por esse motivo, a discussão de cada um dos temas abordados a seguir virá acompanhada da crítica específica ao caso brasileiro.

#### **4.2.2 IT no Brasil: uma crítica pós-keynesiana**

Ao considerar a existência de uma taxa de juros natural a ser perseguida, sob a perspectiva do IT, o NCM é incapaz de reconhecer certos impactos importantes das políticas monetárias sobre a economia real. Na visão do NCM, uma discussão sobre os impactos da taxa de juros sobre o crescimento econômico pareceria perda de tempo.

Para os pós-keynesianos, a centralidade da moeda como um ativo que impossibilita a separação entre os lados reais e nominais exige agregar uma explicação sobre o que rege a decisão de política monetária, e mais ainda, incorporar no regime adotado o máximo de consequências por ele gerado<sup>135</sup>.

Por esse motivo, seguem-se três pontos nucleares que irão auxiliar na análise do IT no Brasil<sup>136</sup>: a definição exógena da taxa de juros e as convenções; a função de reação do Banco Central do Brasil; e algumas implicações sobre a economia brasileira.

---

<sup>135</sup> É válido resgatar a discussão da seção 2.1.4 na qual se apresentam as esferas de Circulação Financeira e Industrial. Conforme apresentado, a demanda por moeda permite que as flutuações na Esfera Financeira gerem impactos sobre a Esfera Industrial. Por esse motivo, a separação é válida quando permite a análise dos pontos de intersecção entre os dois lados.

<sup>136</sup> Para uma explicação sobre o funcionamento do IT no Brasil, ver A. M. Modenesi (2005), Barbosa-Filho (2008) e Arestis, Paula e Ferrari (2009). Para uma análise mais geral a respeito da política monetária na visão pós-keynesiana e as consequências para a economia brasileira, ver Cardim de Carvalho (2009).

#### 4.2.2.1 A definição exógena da taxa de juros

Uma vez admitido que o banco central é responsável pela definição da taxa de juros, bem como não há um nível natural para ela, pode-se questionar o que conduz a AM no estabelecimento da taxa de juros?<sup>137</sup> De modo mais específico, pergunta-se o que guia as decisões do Banco Central do Brasil (BCB) na definição da taxa Selic?

Para A. M. Modenesi (2011), o motivo da taxa de juros ser tão elevada no Brasil é a presença de um excessivo conservadorismo na condução da política monetária sob o regime de metas de inflação. Essa perspectiva encaixa-se na proposta pós-keynesiana da influência das convenções na determinação da taxa de juros<sup>138</sup>.

Em A. M. Modenesi *et al.* (2012), desenvolve-se a relação entre a formação das convenções e a definição da taxa de juros, a partir da contribuição de Keynes (e pós-keynesianos) e da Escola de Convenções Francesa. Nesse artigo, os autores destacam duas definições de Keynes a respeito das convenções:

- a) como foi visto no segundo capítulo, a existência de convenções mitiga a incerteza fundamental característica do ambiente que cerca a decisão de investimento, de modo que, se nada mudar, o agente pressupõe que o futuro irá assemelhar-se com o passado;
- b) também foi visto como as convenções podem servir para reproduzir a tendência de seguir a opinião da maioria, dado que não há bases concretas para formar as expectativas.

Como os autores concluem:

[...] the first of these above concepts would suggest that convention is an *institution* or ‘a socially shared pattern of thought (and possibly of behavior)’ (DEQUECH, 2009, p. 73). The second implies that people follow conventions because others also do (partially at least). (MODENESI, A.M. *et al.* 2012, p. 7, grifo do autor)

Da escola de Convenções Francesa, incorporam a ideia de convenções como um processo de construção social passível de ser influenciado pelos interesses dos agentes

<sup>137</sup> Note que não há um consenso dentro da teoria pós-keynesiana sobre qual seria a “taxa de juros justa”. Para uma discussão com as diversas propostas sobre o assunto, ver o volume 30, número 1, de 2007, do *Journal of Post Keynesian Economics* (JPKE, 2007).

<sup>138</sup> Diversos autores trabalham com esta perspectiva. Ver: Chernavsky (2008), Erber (2011), A. M. Modenesi e R. L. Modenesi (2012), A. M. Modenesi *et al.* (2012), A. M. Modenesi, Martins e R. L. Modenesi (2013) e Seabra e Dequech (2013).

envolvidos<sup>139</sup>. O exemplo dado pelos autores é cristalino e representa justamente o que será abordado na próxima seção: o principal canal de transmissão utilizado pelo BCB no regime de IT adotado no Brasil não é aquele previsto pela teoria que embasa a política monetária. Entretanto, a defesa da teoria mantém-se firme. Isto porque “[...] a central bank can contribute to build a convention that inflation targeting is the best monetary regime.” (MODENESI, A. M. *et al.* 2012, p. 13). Em nota de rodapé, ao lembrar os regimes monetários anteriormente adotados, como o padrão ouro, metas de agregado monetário, e por fim, as metas de inflação, os autores advertem:

None of those regimes is rooted in solid theoretical grounds or robust empirical evidence. Nevertheless, they all represent, at their turn, a socially shared belief as to *the* correct way of conducting monetary policy. (MODENESI, A. M. *et al.* 2012, p. 30, grifo do autor).

Além disso, para Keynes, a importância das convenções estaria na determinação da taxa de juros de longo prazo. Todavia, ocorre que, no Brasil, a existência de títulos da dívida pública pós-fixados e altamente líquidos, as LFTs (Letras Financeiras do Tesouro), gera uma situação inusitada na determinação da taxa de juros de curto prazo. Isto porque o título possui liquidez imediata e é remunerado pela taxa Selic. Assim, a decisão exógena da taxa de juros de curto prazo por parte do BCB é limitada pela necessidade de se acompanhar a expectativa dos agentes quanto à taxa de juros de longo prazo, que, como vimos, depende das convenções estabelecidas. Nas palavras dos autores: “[b]ecause of this institutional peculiarity of Brazilian debt, a convention about the long-term rate has a direct “contagion effect” on the short-term rates.” (MODENESI A. M. *et al.* 2012, p. 20). Dessa forma, em alguma medida, explica-se a permanência de altas taxas de juros no Brasil desde a adoção do Real.

De modo mais específico poder-se-ia acrescentar a esta análise o fato de que as LFTs provocam uma interferência na função de reação do BCB. Isto porque, por um lado, parte dos ativos bancários é alocada em LFTs e, dessa forma, é remunerada pela taxa Selic. Por outro, as expectativas destes mesmos bancos são consideradas na definição da taxa de juros, por meio do Boletim Focus. Assim, infere-se que, de um modo nem tanto indireto, o mercado

---

<sup>139</sup> Aqui fica a visão das convenções como uma instituição, e, nesse caso, o Institucionalismo forneceria uma base teórica robusta para se estudar a interação entre a microeconomia e a macroeconomia. Em suma, a economia institucional permite explicar a construção endógena das *convenções* como reflexo da interação entre os indivíduos em um ambiente permeado de incerteza fundamental. O estudo sobre a formação das convenções obtém, através do institucionalismo, o arcabouço teórico suficiente para explicar sua relação com os indivíduos e com o comportamento econômico agregado, nos moldes que a teoria pós-keynesiana sempre almejou (PAIM, 2014).

financeiro tem poder para influenciar as taxas de juros que remuneram seus próprios ativos  
140

Esta perspectiva é apresentada por Erber (2011) e constituiu-se, segundo A. M. Modenesi (2014, p. 223), no marco que guiou as pesquisas posteriores em direção ao componente convencional da determinação dos juros. Assinale-se que a apropriação das decisões do BCB por parte dos maiores beneficiários da alta taxa de juros não deve confundir-se com uma “conspiração” contra o crescimento econômico. Na verdade, o comportamento deve ser compreendido de modo mais amplo, considerando também os aspectos institucionais que acabam por definir modelos de pensamento compartilhados por determinado grupo, mas que não são necessariamente redutíveis às partes<sup>141</sup>. A prevalência de uma convenção não implica na impossibilidade de existirem outras. Impõe-se investigar como e por que determinada convenção domina as decisões de política monetária. É nessa linha que a compreensão da obra de Erber exige reconhecer o papel da Economia Política na definição da política monetária.

#### 4.2.2.2 *Função de reação do Banco Central do Brasil*

A permanência do Brasil entre as nações com as maiores taxas de juros, mesmo após a estabilização monetária promovida pelo Plano Real, é motivo de incômodo para diversos economistas. Recentemente, a aparente incapacidade de reduzir de modo duradouro a taxa Selic gerou uma série de análises que apontam para uma conciliação de dois aspectos específicos: a existência de uma convenção pró-conservadora na formação da política monetária e a ineficiência dos mecanismos de transmissão da política monetária. Na seção anterior, minuciou-se o primeiro, ou seja, o papel das convenções na determinação da taxa de juros. Nesta e na próxima seção serão tratados, respectivamente, o canal de transmissão preponderante e o problema com os demais.

Os mecanismos de transmissão são os canais através dos quais a alteração da taxa de juros impacta os preços. Autores apontam para o fato de que, mesmo após o abandono da âncora cambial, a taxa de câmbio segue sendo o principal instrumento para conter o aumento dos preços. Isso significa que o BCB segue utilizando o aumento da taxa de juros como forma

---

<sup>140</sup> Adiante, serão vistas as consequências da posse desses títulos sobre a perda de eficiência da política monetária.

<sup>141</sup> Erber (2011) utiliza a noção de *fenômeno emergente*. A tradição institucionalista denomina estes fenômenos como *propriedades emergentes* (HODGSON, 1997, p. 7).

de atrair capitais e, assim, conter desvalorizações (ou mesmo provocar a valorização) do Real a fim de estabilizar os preços internos. Diversos trabalhos comprovam esse diagnóstico.

Barbosa-Filho (2008) apresenta estudo em que, analisando o período após o fim da âncora cambial, de 1999 a 2006, o BCB teria elevado a taxa de juros visando atrair capitais internacionais e diminuir o *pass-through* da desvalorização para os preços. A partir do clássico “trilema” do modelo Mundell-Fleming<sup>142</sup>, a opção pelas metas de inflação exigia uma política monetária independente, liberalização dos fluxos de capital e regime de câmbio flutuante. Contudo, o que se apresentou foi um regime de câmbio flutuante sujo e assimétrico, a fim de controlar os preços internos. Isto porque a dinâmica inflacionária brasileira mostra que “[...] the change in the domestic price of tradable goods in Brazil was (and it continues to be) basically determined by foreign inflation and exchange-rate variations.” (BARBOSA-FILHO, 2008, p. 188). Da mesma forma, “[...] the prices of some key non-tradable goods in Brasil were also tied to the exchange rate [...]” porque são corrigidos com base em um índice de preços fortemente influenciado pela taxa de juros. Com isso, “[t]he inevitable result was that a major part of the Brazilian inflation rate was linked to the Exchange rate in 1999-2006.” (BARBOSA-FILHO, 2008, p.188). A análise proposta por Barbosa-Filho demonstra que o BCB só conseguiu manter a inflação dentro da meta quando houve valorização do Real.

Serrano (2010) identifica as proposições do IT e do NCM mostrando como a política monetária brasileira pode funcionar mesmo sustentada por pressupostos errados. Para o autor, o mecanismo principal de controle dos preços internos é a taxa de câmbio, e, se há alguma repercussão da política monetária sobre a demanda agregada, este se manifesta como um efeito colateral do impacto que o barateamento dos produtos estrangeiros causam sobre a produção nacional. Para o NCM, não haveria problema no longo prazo, pois um dos pressupostos da teoria garante que “o produto potencial é independente da evolução da demanda” (SERRANO, 2010, p. 64). Não obstante, ao garantir o cumprimento das metas por meio de um mecanismo não reconhecido pela própria teoria, gera-se um elevado custo em termos de crescimento econômico que, devido a seus pressupostos, também não será reconhecido pelo NCM como resultado desta política monetária.

Oreiro *et al.* (2012) também identificam a taxa de câmbio como principal variável exógena determinante da taxa Selic. Tal repercussão seria amplificada pela transmissão dos

---

<sup>142</sup> O “trilema” implica que é impossível para uma AM manter, concomitantemente, (i) taxa de câmbio fixa; (ii) livre mobilidade de capitais; e (iii) política monetária independente (no caso brasileiro, metas de inflação). Assim, a AM poderia sustentar apenas dois. No caso brasileiro, a manutenção IT juntamente com a livre mobilidade de capitais, tornaria o câmbio flutuante. Como Barbosa-Filho (2008) apresenta, na verdade, o sistema se apresentou como uma “flutuação suja”, dada a importância da taxa de câmbio para os índices de inflação.

efeitos excessivos do câmbio sobre os índices de preço e sobre as expectativas. Nessa esteira, a taxa de câmbio afetaria direta e indiretamente a decisão sobre a taxa básica de juros no país e, com isso, “[...] é principalmente através do efeito transmissor da taxa de câmbio que a política monetária tem tido efeito sobre a inflação no Brasil.” (OREIRO *et al.*, 2012, p. 570).<sup>143</sup>

Em estudo mais recente, A. M. Modenesi, Martins e R. L. Modenesi (2013) identificam evidências de que a manutenção de um elevado diferencial de juros também é uma variável presente na função de reação do BCB, o que os leva a propor uma versão modificada para a Regra de Taylor. Esta evidência converge para a importância que uma taxa de câmbio valorizada representa para a estabilidade dos preços no Brasil, uma vez que é justamente o diferencial de juros que atrai o capital para o país.

Tem-se que, mesmo após o abandono da âncora cambial, há evidências de que a taxa de câmbio segue sendo o principal meio utilizado para estabilizar os preços, ainda que ao custo de perda de competitividade das exportações, bem como de um menor crescimento econômico. Nesse caso, a taxa de juros é exogenamente definida pelo BCB, mas a função de reação seguida pela instituição acaba limitando a decisão conforme a flutuação das taxas de juros internacionais, e, dessa forma, na prática, decide reduzir sua exogeneidade.

#### 4.2.2.3 Implicações sobre a economia

A análise do desempenho da atividade econômica brasileira após o regime de metas de inflação pode ser feita tanto do ponto de vista de qual a sua eficácia no alcance dos objetivos a que se propõe, quanto do custo que perseguir esses objetivos impôs sobre outras variáveis importantes para o país. Nesse sentido, Arestis, Paula e Ferrari (2009) analisam o caso brasileiro em comparação com outros países que também adotaram o IT, bem como com aqueles que não adotaram o regime.

De modo geral, os autores mostram que a queda da inflação é um fenômeno geral nas economias emergentes, independentemente da adoção do IT. Da mesma forma, nesta amostra de países emergentes, não houve evidências de que uma melhor *performance* econômica estaria relacionada à adoção do IT. Especificamente para o Brasil, teria havido uma modesta melhora na média de crescimento do PIB (de 2,5% no período de 1995-1998 para 2,75% de

---

<sup>143</sup> Como será visto adiante, os autores ressaltam que a proeminência deste canal deve-se à ineficiência de outros canais, como por exemplo, o reduzido impacto da taxa de juros sobre o canal de empréstimos, dada a existência de títulos públicos pós-fixados remunerados pela taxa Selic.

1999-2005). Dessa forma, pode-se questionar se a adoção do IT tem afetado o resultado em termos de crescimento econômico, através da manutenção de uma taxa de juros excessivamente alta e acima dos níveis praticados internacionalmente.

Dentre as consequências da manutenção de uma alta taxa de juros listadas por Arestis, Paula e Ferrari (2009), estão a elevação do custo da tomada de crédito e o encarecimento da rolagem da dívida pública.

O primeiro ponto é comum dentro da teoria econômica, e inclusive é visto como o principal canal de transmissão da política monetária guiada pelo IT, pois, para essa perspectiva, a fonte de inflação é o excesso de demanda, e, sendo assim, a elevação do custo do crédito arrefece uma expansão da demanda. Deve-se ressaltar a preocupação com a existência de um canal de custo entre os preços e a taxa de juros, determinado pelo repasse do aumento dos juros aos preços, o que causaria exatamente o movimento oposto ao previsto pelo NCM. Tal comportamento seria reforçado no caso brasileiro pela influência da taxa Selic sobre os *spreads* bancários, como será visto adiante. Com isso, pode-se questionar a eficiência de se utilizar o IT para conter a inflação, visto que o canal do custo pode provocar uma reação inversa nos preços<sup>144</sup>.

Quanto ao segundo aspecto, a elevação do custo da dívida pública deve-se à característica específica da economia brasileira de possuir as LFTs. A explicação é dada por Arestis, Paula e Ferrari (2009, p. 22):

[...] como cerca de 40%<sup>145</sup> dos títulos federais são indexados à taxa *overnight* (Selic) e eles são utilizados pelos bancos na composição dos fundos de renda fixa, logo qualquer aumento nas taxas de juros resulta em um aumento imediato do estoque total da dívida pública.

Dessa forma, os dois pontos acima também seriam responsáveis pela reduzida eficácia da política monetária, o que provoca a sua manutenção em altos níveis.

#### (i) O Spread Bancário

A determinação do *spread* no Brasil é pauta de diversos estudos. Oreiro *et al.* (2012) analisam empiricamente a determinação do *spread* no Brasil e destacam quatro componentes principais: a taxa básica de juros, a atividade econômica, a inércia e a inflação. Abaixo, explicitam-se os três primeiros fatores.

<sup>144</sup> Lima e Setterfield (2011) mostram que em uma economia monetária da produção, os regimes mais ortodoxos de política monetária são mais prejudiciais à estabilidade econômica do que o canal do custo. Ou seja, conforme a opção por determinada condução da política monetária (mais ou menos ortodoxas), o canal do custo pode não ser relevante.

<sup>145</sup> Dado referente ao ano de 2009. Hoje em dia, reduziu-se essa proporção cerca de 20%.

Desde já, deixa-se claro que o reflexo da taxa Selic sobre o *spread* bancário é o principal determinante da elevação do custo do crédito para o tomador final. Diversos estudos<sup>146</sup> demonstram que a manutenção de uma elevada taxa básica de juros repercute sobre o restante do sistema financeiro através da definição do *spread* sobre a taxa básica. Nesse caso, o *mark-up* das taxas de juros de mercado sobre a Selic apresentaria um comportamento que elevaria o repasse do aumento ao tomador final<sup>147</sup>.

A influência da Selic no *spread* bancário é reconhecida dentro da literatura sobre o tema. O BCB iniciou, em 1999, a elaboração de um relatório anual a respeito do custo do crédito no país, buscando medidas de longo prazo para reduzir o componente<sup>148</sup>. O Banco Mundial (2006) também reconheceu que, para diminuir o *spread* no país, seria necessário reduzir de forma sustentável a taxa básica de juros. Leal (2007) arrola uma série de estudos que, com diferentes metodologias, comprovam uma relação positiva e significativa da taxa Selic sobre o *spread*.

O componente inercial do *spread* bancário foi recentemente desafiado através da ampla presença de instituições públicas no Sistema Financeiro Nacional. Em conjunto com uma política declarada de redução do custo do crédito, os bancos públicos (principalmente, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil) iniciaram um processo de redução dos *spreads* no país. Paim (2013) ressalta a necessidade de ingerência governamental para repassar as reduções da Selic ao tomador final, devido à assimetria presente no mercado de crédito: quando a Selic é aumentada, as taxas de juros de mercado respondem rapidamente; ao passo que quando é reduzida, a resposta das instituições financeiras não é imediata<sup>149</sup>. Nesse ínterim, desconfia-se da manutenção destes níveis após a recente elevação da Selic.

O caminho para justificar a influência da Selic sobre os *spreads* retoma a presença das LFTs como principal ativo para alocar as reservas bancárias. Nesse caso, uma elevação da Selic representa um aumento do custo de oportunidade para novos empréstimos, uma vez que as LFTs possuem alta remuneração e liquidez. Assim, as LFTs representam elevado custo de oportunidade para a alocação dos recursos por parte dos bancos, repercutindo em

---

<sup>146</sup> Salienta-se o trabalho de Paula e Alves Jr. (2003) como principal referência ao tema.

<sup>147</sup> Pollin (1991, p. 373) ressalta que a elevação do *spread* pode ser resultado de uma tentativa das instituições financeiras de se adiantarem a uma futura elevação da taxa básica de juros

<sup>148</sup> Dentre as medidas, estão: promoção de maior concorrência e transparência do mercado de crédito; aumento da segurança jurídica dos contratos; condução das medidas macroprudenciais; e regulação bancária. (BACEN, 1999, p. 23)

<sup>149</sup> Oreiro *et al.* (2012, p. 570) também ressaltam sinais que apontam para a existência de “uma rigidez para baixo do *spread* bancário brasileiro”. No modelo testado pelos autores, refere-se a um forte componente inercial na determinação do *spread*, o que sugere a manutenção de seu nível mesmo após reduções significativas da Selic.

encarecimento do crédito ao tomador final. Como resumem Oreiro *et al.* (2012, p. 574, grifo do autor), o elevado impacto da Selic sobre o *spread*:

confirma a hipótese de *preferência pela liquidez dos bancos*, segundo a qual os bancos no Brasil — em face da existência de uma aplicação livre de risco que combina liquidez e rentabilidade, como no caso de títulos públicos indexados — passam a incorporar um elevado prêmio de liquidez nas operações de concessão de empréstimos.

Retomando a discussão a respeito das abordagens horizontalista e estruturalista, tem-se que a exogeneidade da taxa básica de juros gera uma resposta não-linear sobre as taxas de juros de mercado, contrariando a hipótese horizontalista de um *mark-up* fixo. Nesse caso, o estruturalismo acaba por corresponder melhor ao fato observado na economia brasileira.

De outra forma, tem-se que o comportamento das taxas de juros de mercado também deve ser visto a partir do impacto causado pela atividade econômica. Nesse sentido, poderia haver dois efeitos contrários: (i) o crescimento econômico reduzindo o risco atribuído à inadimplência, o que provocaria uma redução do *spread*; e (ii) o efeito de “poder de mercado” que um aumento da demanda por crédito poderia provocar, dada a restrição do acesso ao crédito. Conforme Oreiro *et al.* (2012), no Brasil, o efeito inadimplência prevalece sobre o efeito poder de mercado, de forma que uma aceleração da atividade econômica tende a, isoladamente dos demais fatores, reduzir o *spread* bancário.<sup>150</sup>

É curioso perceber que esse efeito torna possível a existência de um *spread* médio anticíclico: ou seja, que se reduza quando aumenta a atividade bancária. Entretanto, como advertem Serrano e Summa (2013, p. 401), este fenômeno seria simplesmente empírico, e de modo algum poderia remeter a uma “relação funcional necessária e reversível”<sup>151</sup>, como seria o caso da função de oferta de crédito. Conforme a conclusão do terceiro capítulo, para Fontana (2004) e Setterfield (2014), a análise de casos particulares pode gerar situações como esta.

#### (ii) *As Letras Financeiras do Tesouro (LFT)*

As LFTs podem ser consideradas como componente importante da perda de eficiência da política monetária, pois uma elevação da taxa de juros repercute no aumento da renda daqueles agentes que possuem ativos remunerados pela taxa de juros. Este canal, denominado

<sup>150</sup> É necessário fazer a ressalva de que, principalmente no Brasil, dada a presença de uma convenção pró-conservadora, um aumento da atividade econômica deve vir acompanhado da elevação da Selic, movimento responsável por dirimir este possível comportamento anticíclico do *spread*.

<sup>151</sup> Este é um dos motivos pelos quais os autores sugerem o abandono da discussão a respeito do formato das funções de oferta e demanda de moeda.

por A. M. Modenesi e R. L. Modenesi<sup>152</sup> (2012, p. 394) como *efeito renda financeira às avessas*, pode representar uma consequência adversa da política monetária sobre a demanda agregada.

Adiciona-se ainda o fato de que parcela dos ativos dos bancos é remunerada pela Selic, o que implica em aumento da liquidez quando se eleva a taxa de juros, algo oposto do esperado pelo NCM. O viés inesperado é resultado do aumento dos recursos disponíveis para empréstimo decorrente de um aumento da Selic. Deriva daí que os bancos brasileiros não enfrentam o tradicional dilema entre liquidez e rentabilidade: eles possuem ambos, através das LFTs.

A inércia institucional fez com que ferramentas da época de hiperinflação se mantivessem após a estabilização monetária, como observa Nakano (2005, p. 11):

Esta anomalia tem origem no fato de que o mercado de dívida pública (financiamentos em longo prazo) e o de moeda (sobras de caixa de bancos e empresas) tornaram-se uma coisa só no período de hiperinflação, quando toda dívida pública era refinanciada diariamente no *overnight*.

Dessa forma, tem-se que a adoção do regime de IT no Brasil, apesar de estabilizar a inflação, não conseguiu gerar os incentivos que permitissem maior crescimento econômico. Isto é, o Sistema Financeiro Nacional não promoveu instituições que contribuíssem com o desenvolvimento da economia, limitando um dos principais canais para o financiamento do investimento<sup>153</sup>. O alto patamar da taxa básica de juros mantido pela AM é uma explicação para a incapacidade de se acelerar o crescimento. A presença das LFTs inibe a formação de um *funding* privado de longo prazo, através do custo de oportunidade que repercute sobre o *spread* bancário.

Com isso, a reduzida eficácia da política monetária, juntamente com o excessivo conservadorismo manifestado nas convenções que guiam as decisões do BCB, explicam a manutenção de elevadas taxas de juros a despeito do modesto crescimento econômico. A teoria pós-keynesiana sugere que a AM deve considerar em suas decisões aspectos que, apesar de atualmente não constarem na função de reação do banco central, são de fundamental importância para a estabilidade econômica e política do país. Ademais, deve progressivamente trabalhar para eliminar as excentricidades da economia brasileira.

Adiciona-se ainda que uma redução da Selic deverá vir acompanhada de maior regulação sobre o sistema financeiro, na medida em que, implicitamente, se estará incentivando a criação de novos instrumentos para manter a rentabilidade anterior. Nesse

<sup>152</sup> Ver também Andrade e Pires (2009).

<sup>153</sup> Paula (2014) apresenta a importância dos diversos tipos de Sistema Financeiro para o desenvolvimento econômico, sob uma perspectiva pós-keynesiana.

caso, ao se desfazer desse mecanismo, pode-se abrir espaço para uma fragilização, dada a concorrência no sistema financeiro.

De qualquer maneira, Paula (2011) ressalta que a manutenção de altas taxas de juros e a existência das LFTs podem representar o motivo pelo qual o Sistema Financeiro Nacional passou razoavelmente incólume à crise financeira de 2008, porquanto os bancos brasileiros *não* necessitam abrir mão de liquidez para manter um alto rendimento. Conforme visto na seção referente a Minsky, o aumento da preferência pela liquidez é justamente o estopim de uma crise financeira. Não é redundante observar que isso ocorreu ao custo de uma maior dívida pública, bem como inibiu o desenvolvimento de um mercado privado de *funding* de longo prazo. Estas duas razões já são suficientes para se abandonar tal estrutura, porém com a construção paralela de uma devida regulação.

### 4.3 Conclusões do caso brasileiro

Em suma, a perspectiva pós-keynesiana de taxa de juros exógena e de oferta de moeda endógena serve para explicar tanto o período do regime de âncora cambial (1994-1999) quanto o período de metas de inflação (1999 até os dias atuais).

No período de âncora cambial, a taxa de juros é definida pelo BCB que, por optar manter o câmbio fixo, regula a taxa básica conforme a disponibilidade de recursos externos. Como foi visto, há um potencial risco de crise cambial dada a posição secundária do Brasil na economia internacional. A materialização do risco exigiu a desvalorização e abandono do regime em junho de 1999. Além disso, a endogeneidade da moeda deriva do mecanismo de refluxo, e, nesse caso, a oferta de moeda seguiu sendo determinada pela demanda (*demand-led*), representada pela impossibilidade de se controlar a quantidade de moeda, conforme pretendido inicialmente pela AM quando da adoção do Plano Real.

No regime de metas de inflação, o BCB “deliberadamente” abriria mão de controlar o agregado monetário. No entanto, como foi visto, a teoria pós-keynesiana demonstra que *não há uma alternativa* para a AM: a endogeneidade da moeda impossibilita este almejado controle. Por sua vez, a determinação da taxa de juros de curto prazo persegue uma hipotética taxa de juros natural de longo prazo dada endogenamente. Nesse particular, a teoria pós-keynesiana apresenta os motivos pelos quais essa “taxa natural de juros” é também definida exogenamente por meio de convenções. No caso brasileiro, tal relação torna-se ainda mais relevante devido à presença das LFTs que acabam por trazer as expectativas de longo prazo para a definição da taxa de juros de curto prazo, submetendo de forma mais rígida a decisão da AM às convenções estabelecidas.

Nesse caso, o que a teoria pós-keynesiana mostra como sendo uma decisão exógena da AM pode estar na verdade subjugada ao comportamento do mercado privado. Pode-se questionar se uma taxa de juros definida no mercado não deveria ser então considerada endógena? Primeiro, argumenta-se que a endogeneidade no mercado difere daquela proposta pelo NCM, pois não é dada dentro das variáveis reais tal qual a taxa natural de juros. Segundo, ressalta-se que esta endogeneidade é fruto da construção de uma convenção em torno do nível da taxa de juros, que acaba por guiar a decisão da AM, ou seja, é derivada da partilha convencional de um nível que sirva aos interesses de determinado beneficiários ou que justifique determinada abordagem científica. A existência, no Brasil, das LFT deixa tal fenômeno mais explícito e resistente, o que limita a autonomia da AM e, conseqüentemente, reduz a exogeneidade da taxa de juros no país. De qualquer forma, não se pode dizer que a taxa de juros é endógena, na forma proposta pelo NCM, embora a AM deva construir socialmente as convenções necessárias para decidi-la exogenamente.

Como foi visto, o NCM propunha a existência de uma taxa natural de juros, e seria função da AM administrar a taxa de juros com vistas a reduzir a inflação de modo estritamente científico e preciso. Tal argumentação gerou o cunho de “Grande Moderação”, seguindo uma tradição iniciada no início do século passado e aprofundada através da utilização de ferramentas cada vez mais potentes de técnicas matemáticas. O objetivo seria aproximar a Economia cada vez mais da exatidão contida nas Ciências Naturais, afastando-a dos aspectos políticos tradicionalmente abordados pelos autores clássicos, quando do nascimento da disciplina então intitulada Economia Política<sup>154</sup>.

Contudo, há relevância em reconhecer que a existência de convenções irá exigir um resgate da Economia Política, a fim de averiguar as intrincadas relações entre as variáveis nominais e reais que são diretamente afetadas pelas decisões acerca da taxa de juros. Será imprescindível também que a Autoridade Monetária esteja ciente dos impactos permanentes da política monetária sobre outras variáveis que não são normalmente incluídas em seus modelos. Somente assim será possível reconhecer o caráter exógeno da definição da taxa de juros, e, com isso, embasar convenções que sejam política e socialmente construídas, e não uma ilusão baseada em uma teoria pretensamente universal.

---

<sup>154</sup> Ver Corazza (2009).

## 5 CONCLUSÃO

Ao longo desse estudo, buscou-se construir uma sequência de pensamento lógico que explicasse a teoria monetária pós-keynesiana, tendo como referência a evolução do debate dentro e fora da abordagem. No segundo capítulo, apresentou-se a superação de Keynes frente à TQM e à Lei de Say. Depois, analisou-se a proposta horizontalista, que aprofunda alguns pontos e crítica outros, afrontando o monetarismo. A vertente estruturalista se opõe ao posicionamento extremo assumido por aqueles. A proposta de conciliação mostra como a evolução paralela das duas vertentes aproximou-as. E através de um tratamento dinâmico da oferta monetária, pôde-se harmonizar de forma convergente o tratamento dado por cada vertente à endogeneidade da moeda. Com isso, também se permitiu adentrar nas especificidades da decisão exógena da taxa de juros, incorporando na análise: (i) o comportamento dos bancos centrais na decisão da taxa de juros de curto prazo via função de reação; (ii) a determinação convencional da taxa de juros de longo prazo; (iii) o *mark-up* das instituições financeiras sobre a taxa básica; e (iv) a tendência à instabilidade financeira. No último capítulo, fica clara a capacidade científica que uma teoria pós-keynesiana unificada presta à formulação de política econômica, gerando uma crítica concisa ao Novo Consenso Monetário.

Como se verificou, a evidente contribuição de Keynes para os desenvolvimentos seguintes transcende os benefícios de sua obra mais conhecida, a TG. As raízes do tratamento endógeno da oferta monetária, mesmo que parcial, estão sugeridas no TM, incorporando tanto a importância da moeda quanto das instituições financeiras. A TG, nesse caso, mostra como a taxa de juros é fundamental para a determinação do produto. Ao representar as bases convencionais sobre as quais é construída, relativiza a pretensa cientificidade determinística do tão almejado equilíbrio.

O momento de reflexão decorrente da recente crise econômica iniciada ao fim da primeira década do novo milênio é propício para a condensação de um conhecimento prévio que se desenvolveu concomitantemente ao pensamento *mainstream*. Contudo, é necessária alguma cautela ao se reconhecer os autoproclamados avanços na teoria dominante. A crescente anuência manifestada por alguns bancos centrais em prol da endogeneidade da moeda pode iludir e arrefecer as propostas alternativas.<sup>155</sup>

---

<sup>155</sup> Em recente publicação, o Banco da Inglaterra publicou relatório explicando a criação de moeda na economia moderna. Ver Bank of England (2014).

No entanto, resgata-se a discussão em torno da TG para fazer uma peculiar analogia: se Keynes não necessitou reconhecer a endogeneidade da oferta monetária para retirar suas conclusões a respeito dos reflexos da preferência pela liquidez para a determinação da demanda efetiva, o contrário também não será possível para o *mainstream*. Ou seja, o simples reconhecimento da endogeneidade da moeda (em termos ainda comedidos) não é suficiente para legitimar um avanço significativo da teoria.

Tal aperfeiçoamento passaria por mudanças mais profundas na maneira como se assume a determinação da taxa de juros. E, como foi visto, exigiria uma reformulação que perpassa as bases da construção da política monetária atual. A discussão apresentada ao longo do trabalho permite enaltecer a contribuição de cada abordagem para uma proposta alternativa.

Do *horizontalismo*, conclui-se que é fundamental assumir o caráter exógeno da definição da taxa básica de juros. Do *estruturalismo*, ressalta-se a existência de uma função de reação do banco central que acaba por estabelecer um padrão nas decisões da AM. Além disso, contribui com a preocupação quanto ao comportamento do *mark-up* das instituições financeiras e com a fragilização no processo de endogeneização da moeda.

Quanto ao debate a respeito da curvatura da oferta de moeda, reconhece-se a dificuldade em isolar os parâmetros de risco, atividade econômica, alterações na taxa básica e inflação, de modo que admitir uma perspectiva dinâmica que permita a existência tanto do caso *horizontalista* quanto do *estruturalista* parece ser realmente o melhor procedimento.

Com efeito, a riqueza da contribuição do debate entre as duas vertentes pós-keynesianas não se encontra na curvatura da oferta de moeda, mas na consolidação de uma proposta de política monetária capaz de reconhecer que a inexistência de uma taxa natural de juros acaba por torná-la um instrumento importante não apenas para o controle da inflação. Como foi visto, o impacto da manutenção de altas taxas de juros repercutiu (e repercute) sobre variáveis não contidas no modelo que alicerça sua administração, de modo que uma perspectiva menos arrogante permanece sendo o caminho mais coerente para guiar uma decisão que extrapole os limites da pretensa “Ciência Econômica”, reconhecendo o caráter de “Economia Política” que, embora não mais admitido, jamais foi abandonado.

## REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Joaquim Pinto de; PIRES, Manoel Carlos de Castro. A transmissão da política monetária pelo canal do efeito riqueza no Brasil. In: OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de; SOBREIRA, Rogério (Org.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: FGV, 2009. p. 209-235.
- ARESTIS, Philip; PAULA, Luiz Fernando de; FERRARI FILHO, Fernando. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 1, p. 1-30, 2009.
- ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcom. A critical reconsideration of the foundations of monetary policy in the new consensus macroeconomics framework. **Cambridge Journal of Economics**, v. 32, n. 5, p. 761-779, 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Juros e Spread Bancário no Brasil**. Brasil: Bacen, 1999.
- BANCO MUNDIAL. Brazil: Interest Rates and Intermediation Spreads. **Economic Sector Work Report**, n. 36628-BR. World Bank, 2006.
- BANK OF ENGLAND. **Quarterly Bulletin**, v. 54, n.1, Q1, 2014.
- BARBOSA-FILHO, Nelson Henrique. Inflation targeting in Brazil: 1999-2006. **International Review of Applied Economics**, v. 22, n. 2, p. 187-200, 2008.
- BIBOW, Jörg. Liquidity preference theory. In: ARESTIS, Phillip; SAWYER, Malcom (Org.). **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Northampton, MA: Edward Elgar, 2006. p. 328-345.
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando José. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. **Revista de Economia Política**, v. 13, n. 3, p. 114-121, 1993.
- \_\_\_\_\_. Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana. **Ensaio FEE**, v. 17, n. 2, p. 42-77, 1996.
- \_\_\_\_\_. Uma contribuição para o debate sobre a eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. In: OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando; SOBREIRA, Rogério (Org.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009. p. 53-69.
- \_\_\_\_\_. Keynes and the endogeneity of Money. **Review of Keynesian Economics**, v. 1, n. 4, p. 431-446, 2013.
- CHERNAVSKY, Emilio. Taxa natural e convenções: uma discussão dos determinantes da taxa real de juros no Brasil. In: **Anais do XIII Encontro de Economia Política**, João Pessoa, 2008.

CORAZZA, Gentil. Ciência e Método na História do Pensamento Econômico. **Revista de Economia**, v. 35, n. 2 (ano 33), p. 107-135, maio/ago. 2009.

COSTA, Fernando Nogueira da. (Im)propriedades da moeda. **Revista de Economia Política**, v. 13, n. 2, p. 61-75, 1993.

\_\_\_\_\_. Sobre o “horizontalismo” da oferta da moeda: tréplica ao Professor Cardim de Carvalho. **Revista de Economia Política**, v. 14, n. 1, p. 142-146, 1994.

COTTRELL, Allin. Post-Keynesian Monetary Economics: a critical survey. **Cambridge Journal of Economics**, v. 18, p. 587-605, 1994.

CUNHA, André Moreira. Crises financeiras: o quê há de errado? **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 23, n.1, p. 203-228, 2002.

CUNHA, André Moreira; PRATES, Daniela Magalhães. A Instabilidade Financeira nos Anos 90: Implicações Para as Economias Capitalistas Periféricas. **Análise Econômica (UFRGS)**, Porto Alegre, v. 17, n.32, p. 7-30, 1999.

DAVIDSON, Paul. Introduction: three views on the endogenous money supply. **Journal of Post Keynesian Economics**, Spring, v. 10, n. 3, p. 370-371, 1988.

\_\_\_\_\_. On the endogeneity of money once more. **Journal of Post Keynesian Economics**, Spring, v. 11, n. 3, p. 488-490, 1989.

\_\_\_\_\_. **Financial markets, money, and the real world**. Northhampton, MA: Edward Elgar, 2002

\_\_\_\_\_. The Post Keynesian School. In: SNOWDON Brian; VANE, Howard (Org). **Modern Macroeconomics**. Northhampton, MA: Edward Elgar, 2005, p. 451-473.

\_\_\_\_\_. **John Maynard Keynes**. Great Britain: Palgrave Macmillan, 2009.

DEQUECH, David. **Rationality and Institutions under Uncertainty**. 198 f. Tese (Ph. D. na University of Cambridge). Wolfson College, Maio1998.

DOW, Sheila Christine. Horizontalism: a critique. **Cambridge Journal of Economics**, v. 20, n. 4, p. 497-508, 1996.

\_\_\_\_\_. Endogenous money: structuralist. In: ARESTIS, Phillip; SAWYER, Malcom (Org.). **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Northhampton, MA: Edward Elgar, 2006. p. 35-51.

ERBER, Fábio Stefano. As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política. **Revista de Economia Política**, v. 31, n. 1, p. 31-55, 2011.

FERRARI FILHO, Fernando; CONCEIÇÃO, Octavio Augusto. The concept of uncertainty in post Keynesian theory and in Institutional Economics. **Journal of Economic Issues**, Reno, v. 39, n. 3, p.579-594, 2005.

FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy. **Investigación Económica**. Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México, México, v. LXII, n.244, p. 57-92, 2003.

FIOCCA, Demian. **A Oferta de moeda na macroeconomia keynesiana**. São Paulo: Editora Paz e Terra S/A, 2000.

FISHER, Irving. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, **Econometrica**, 1933.

FONTANA, Giuseppe. Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: a time framework explanation. **Review of Political Economy**, v. 15, n. 3, p. 291-314, July, 2003.

\_\_\_\_\_. Rethinking endogenous money: a constructive interpretation of the debate between horizontalists and structuralists. **Metroeconomica**, v. 55, p. 367-85, 2004.

\_\_\_\_\_. Why money matters: Wicksell, Keynes, and the new consensus view on monetary policy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 30, n. 1, p. 43-60, Fall, 2007.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Moeda endógena e passividade bancária: uma análise crítica da abordagem "horizontalista" e da teoria do circuito monetário. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 4, p. 114-133, 1999.

GODLEY, Wynne; LAVOIE, Marc. **Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth**. Great Britain: Palgrave Macmillan, 2007.

GRAEBER, David. **Debt – The First 5,000 Years**. Nova York: Melville House. 2011.

HAYEK, Friedrich. **O caminho da servidão**. Rio de Janeiro, Porto Alegre, São Paulo: Ed. Livraria do Globo, 1946.

HERSCOVICI, Alain. Irreversibilidade, incerteza e teoria econômica: reflexões a respeito do indeterminismo metodológico e de suas aplicações na Ciência Econômica. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 34, n. 4, p. 805-825, 2004.

HODGSON, Geoffrey Martin. From Micro to Macro: The Concept of Emergence and the Role of Institutions. Paper presented at the international seminar on “**Institutions and Economic Development: Towards a Comparative Perspective on State Reform**”. Rio de Janeiro, Novembro de 1997.

JPKE. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 30, n.1, Fall 2007.

KALDOR, Nicholas. **The Scourge of Monetarism**. Oxford: Oxford University Press. 1982.

\_\_\_\_\_. Keynesian economics after fifty years. In: WORSWICK, David; TREVITHICK, James. **Keynes and the Modern World**. Cambridge: Cambridge University Press, 1983. p. 1-28.

\_\_\_\_\_. **The Scourge of Monetarism**. Oxford: Oxford University Press. 2<sup>nd</sup> edition, 1986.

KALECKI, Michal. **Teoria da Dinâmica Econômica: Ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da Economia Capitalista**. São Paulo: Ed. Abril S.A. Cultural e Industrial, 1983.

KEYNES, John Maynard. A Teoria da Taxa de Juros. In: SZMRECSÁNYI, T. (Org.). **Keynes**. São Paulo: Ática, 1984, 2 ed., p. 160-166. [1937a]

\_\_\_\_\_. Teorias Alternativas da Taxa de Juros. In: IPEA, **Clássicos da Literatura Econômica**. Rio de Janeiro, 1988, p. 317-327. [1937b]

\_\_\_\_\_. A Teoria *ex ante* da Taxa de Juros. In: IPEA, **Clássicos da Literatura Econômica**. Rio de Janeiro, 1988, p. 335-341. [1937c]

\_\_\_\_\_. The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest. **The Economic Journal**, v. 47, n. 188, p. 663-669, dec., 1937d.

\_\_\_\_\_. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Great Britain: Palgrave Macmillan, 2007. [1936]

\_\_\_\_\_. **Treatise on Money**. United States: Martino Publishing Centre, 2011. 2 volumes em 1. [1930]

\_\_\_\_\_. **Treatise on Probability**. United States: Wildside Press LLC, 2013. [1920]

KING, John Edward. **Nicholas Kaldor**. Great Britain: Palgrave Macmillan, 2009.

LAVOIE, Marc. Horizontalism, structuralism, liquidity preference and the principle of increasing risk. **Scottish Journal of Political Economy**, v. 43, n. 3, p. 275–301, 1996.

\_\_\_\_\_. The Reflux Mechanism and the Open Economy. In: ROCHON, Louis-Philippe; VERNENGO, Matías (Org.). **Credit, Interest Rates and Open Economy: Essays on Horizontalism**, Massachusetts: Edward Elgar, 2001. p. 215-242.

\_\_\_\_\_. Endogenous money: accommodationist. In: ARESTIS, Phillip; SAWYER, Malcom (Org.). **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Northhampton, Massachusetts: Edward Elgar, 2006a. p. 17-34.

\_\_\_\_\_. **Introduction to Post-Keynesian Economics**. Great Britain: Palgrave Macmillan, 2006b.

LEAL, Rodrigo Mendes. Estrutura e Determinantes do Spread Bancário no Brasil após 1994: uma análise da literatura empírica. In: PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luís (Org.). **Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 221-251.

LIMA, Gilberto Tadeu; SETTERFIELD, Mark. The Cost Channel of Monetary Policy in a Post Keynesian Macrodynamics Model of Inflation and Output Targeting. **Trinity College Department of Economics Working Paper**, No. 11-02, 2011.

MEHRLING, Perry. **The new Lombard Street: how the FED became the dealer of last resort.** United States: Princeton University Press, 2011.

MINSKY, Hyman Philip. Central Banking and Money Market Changes. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 71, n. 2, 1957.

\_\_\_\_\_. **Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance.** New York: M. E. Sharpe, 1982.

\_\_\_\_\_. **John Maynard Keynes.** New York: McGraw Hill, 2008a.

\_\_\_\_\_. **Stabilizing an Unstable Economy.** New York: McGraw Hill, 2008b.

MODENESI, André de Melo. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real.** Barueri: Manole, 2005.

\_\_\_\_\_. Conservadorismo e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007). **Revista de Economia Política**, v. 31, n. 3, (123), pp. 415-434, 2011.

\_\_\_\_\_. Convenções: uma visão sociológica do desenvolvimento econômico. In: MONTEIRA FILHA, Dulce; PRADO, Luiz Carlos Delorme; LASTRES, Helena Maria Martins (Org). **Estratégias de desenvolvimento, política industrial e inovação: ensaios em memória de Fabio Erber.** Rio de Janeiro: BNDES, 2014. p. 207-234.

MODENESI, André de Melo; MARTINS, Norberto Montani; MODENESI, Rui Lyrio. A modified Taylor rule for the Brazilian economy: convention and conservatism in eleven years of inflation targeting (2000–2010). **Journal of Post Keynesian Economics**, Spring, v. 35, n. 3, p. 463-482, 2013.

MODENESI, André de Melo; MODENESI, Rui Lyrio. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 3, p. 389-411, 2012.

MODENESI, André de Melo *et al.* Convention, interest rates and monetary policy: a post-Keynesian-French-conventions-school approach. **Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Working Paper 007**, 2012.

MOORE, Basil John. **Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money.** Cambridge: CUP, 1988a.

\_\_\_\_\_. The endogenous money supply. **Journal of Post Keynesian Economics**, Spring, v. 10, n. 3, p. 372-385, 1988b.

\_\_\_\_\_. On the endogenous of money once more. **Journal of Post Keynesian Economics**, Spring, v. 11, n. 3, p. 479-487, 1989.

\_\_\_\_\_. Accommodation to Accommodationism: A Note. **Journal of Post Keynesian Economics**, Autumn, v. 21, n. 1, p. 175-178, 1998.

\_\_\_\_\_. **Shaking the Invisible Hand: Complexity, Endogenous Money and Exogenous Interest Rates.** Great Britain: Palgrave Macmillan, 2006.

NAKANO, Yoshiaki. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. **Conjuntura Econômica**, p. 10-12, nov, 2005.

OREIRO, José Luís *et al.* Por que as taxa de juros são tão elevadas no Brasil? Uma avaliação empírica. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 4, p. 557-579, out-dez, 2012.

PAIM, Bruno. Sistema Financeiro Nacional de 2008 a 2013: a importância das instituições públicas. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 41, n. 2, p. 25-40, Porto Alegre, 2013.

\_\_\_\_\_. Pós-Keynesianos e Institucionalistas: em Busca de Mútuas Contribuições. **VII Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira.** São Paulo, agosto 2014.

PALLEY, Thomas. Uncertainty, expectations, and the future: if we don't know the answers, what are the questions? **Journal of Post Keynesian Economics**, Autumn, v. 16, n. 1, p. 3-18, 1993.

\_\_\_\_\_. Competing views of the money supply process: theory and evidence. **Metroeconomica**, v. 45, n. 1, p. 67-88, 1994.

\_\_\_\_\_. Accommodationism versus Structuralism: Time for an Accommodation. **Journal of Post Keynesian Economics**, Summer, v. 18, n. 4, p. 585-594, 1996a.

\_\_\_\_\_. **Post Keynesian Economics: Debt, Distribution and the Macro Economy.** Great Britain: Palgrave Macmillan, 1996b.

\_\_\_\_\_. Accommodationism, structuralism, and superstructuralism. **Journal of Post Keynesian Economics**, Fall, v. 21, n. 1, p. 171-173, 1998.

\_\_\_\_\_. Endogenous money: what it is and why it matters, **Metroeconomica**, 53 (May), p. 152-80, 2002.

\_\_\_\_\_. Endogenous Money: Implications for the Money Supply Process, Interest Rates, and Macroeconomics. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, **PERI Working Paper** 178, August 2008.

\_\_\_\_\_. Horizontalists, verticalists, and structuralists: the theory of endogenous money reassessed. **Review of Keynesian Economics**, v. 1, n. 4, p. 406-424, 2013a.

\_\_\_\_\_. Gattopardo economics: the crisis and the mainstream response of change that keeps things the same. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, v. 10, n. 2, p. 193-206, 2013b.

PARGUEZ, Alain; SECCARRECIA, Mario. The credit theory of money: the monetary circuit approach. In: SMITHIN, John. **What is Money?**. London, UK and New York, USA: Routledge, 2000, p. 101-123.

PAULA, Luiz Fernando de. Banking efficiency, governance and financial regulation in Brazil. **Revista de Economia Política**, v. 31, n. 5, Edição Especial, p. 867-873, 2011.

\_\_\_\_\_. **Sistema Financeiro**, Bancos e Financiamento da Economia: Uma abordagem Keynesiana. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

PAULA, Luiz Fernando de; ALVES JR. Antônio José. Banking behavior and the Brazilian economy after the Real Plan: a Post-Keynesian approach. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, Rom, n. 227, p. 337-365, December 2003.

POLLIN, Robert. Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 13, n. 3, p. 366-396, Spring 1991.

\_\_\_\_\_. Interest rate exogeneity: Theory, evidence and policy issues for the U.S. economy. **Ekonomiaz**, v. 72, n. 03, p. 244-269, 2009.

ROCHON, Louis-Philippe; SETTERFIELD, Mark. Interest rates, income distribution, and monetary policy dominance: Post Keynesians and the “fair rate” of interest. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 30, n. 1, p. 13-42, Fall, 2007.

ROKE, **Review of Keynesian Economics**. Vol. 1, n. 4, Winter, 2013.

ROUSSEAS, Stephen. On the endogeneity of money once more. **Journal of Post Keynesian Economics**, Spring, v. 11, n. 3, p. 474-478, 1989.

\_\_\_\_\_. The spheres of industrial and financial circulation revisited. **Economies et Societes**, 9, Fevrier, p. 315-28, 1994.

\_\_\_\_\_. **Post Keynesian Monetary Economics**. Great Britain: Palgrave Macmillan, 3<sup>a</sup> ed, 1998.

SEABRA, Luciana; DEQUECH, David. Convenções Financeiras e a Taxa Básica de Juros no Brasil: uma primeira aproximação. **Revista de Economia Política**, v. 33, n. 4, p. 599-618, out-dez 2013.

SERRANO, Franklin. Equilíbrio neoclássico no mercado de fatores: um ponto de vista sraffiano. **Ensaio FEE**, v. 22, n. 1, 2001.

\_\_\_\_\_. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 30, n. 1, p. 63-72, jan-mar 2010.

SERRANO, Franklin; SUMMA, Ricardo de Figueiredo. Mundell-Fleming sem a curva LM: a taxa de juros exógena na economia aberta. In: **Anais do XVII Encontro Nacional de Economia Política**, Rio de Janeiro, 2012.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena. **Ensaio FEE**, v.34, n.2, p. 383-406, dezembro, 2013.

SETTERFIELD, Mark. Effective demand and endogenous money in a path-dependent economy: towards a ‘Moorian’ credit supply curve – and a reconciliation between

horizontalists and structuralists? In: SETTERFIELD, Mark (Org.). **Complexity, endogenous money and macroeconomic theory: essays in honour of Basil J. Moore**. Northampton: Edward Elgar, 2006. p. 119-138.

\_\_\_\_\_. Using Interest Rates as the Instrument of Monetary Policy: Beware Real effects, Positive Feedbacks, and Discontinuities. **Trinity College Department of Economics Working Paper**, No. 13-20, 2013.

\_\_\_\_\_. An Essay on Horizontalism, Structuralism and Historical Time. **Trinity College Department of Economics Working Paper** No. 14-02, 2014. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2404527>, 2014. A ser publicado em: ROCHON, Louis-Philip; MOORE, Basil. **Post-Keynesian Monetary Theory and Policy: Horizontalism and Structuralism Revisited**.

SMITHIN, John. The theory of interest rates. In: ARESTIS, Phillip; SAWYER, Malcom (Org.). **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Northampton, MA: Edward Elgar, 2006. p. 273-290.

TODD, Walker. The problem of Excess Reserves, Then and Now. **Levy Economics Institute Working Paper n. 763**, Bard College, 2013.

VEBLEN, Thorstein. Why is economics not an evolutionary theory? In: VEBLEN, Thorstein. **The place of Science on modern civilization and others essays**, New York: B. W. Huebsch, p. 56-81, 1919.

WOODFORD, Michael. **Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy**. USA: Princeton University Press, 2003.

WRAY, Larry Randall. **Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços**. Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 2003.

\_\_\_\_\_. When are Interest Rates Exogenous? **Center for Full Employment and Price Stability Working Paper n. 50**, University of Missouri, Kansas City, 2004.

\_\_\_\_\_. When are Interest Rates Exogenous? In: SETTERFIELD, Mark (Org.). **Complexity, endogenous money and macroeconomic theory: essays in honour of Basil J. Moore**. Northampton: Edward Elgar, 2006. p. 271-289.

\_\_\_\_\_. Endogenous money: structuralist and horizontalist. **Levy Economics Institute Working Paper n. 512**, Bard College, 2007.

\_\_\_\_\_. The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 33, no. 4, 807-28, 2009.

APÊNDICE A

