

CAPÍTULO 4

TAXA DE JUROS E PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ

“Uma razão para estudar economia é que, quando você estiver desempregado, pelo menos saberá explicar por que”

4.1. Introdução

Convencionalmente, a *microeconomia* é o ramo da ciência econômica que estuda as relações entre unidades específicas, priorizando a análise pormenorizada do comportamento dessas unidades. A *macroeconomia* é o ramo que estuda os aspectos globais da economia, especialmente seu nível geral de produção e renda, e as inter-relações entre seus diferentes setores. Os economistas costumam dizer que “a macroeconomia estuda a floresta, enquanto a microeconomia estuda as árvores”.

Os pós-keynesianos assumem a metodologia de que a *microeconomia* trata das decisões (*ex-ante*) dos agentes econômicos e a *macroeconomia* da resultante (*ex-post*) da pluralidade dessas decisões. A *economia monetária da produção* é apresentada como aquela em que a moeda não é neutra, afetando as motivações e decisões dos agentes econômicos. Os “fundamentalistas” (aqueles que abusam do “argumento da autoridade” e não têm o mesmo espírito crítico em relação a Keynes que têm em relação aos discordantes de Keynes) enfatizam o conceito *microeconômico* de preferência pela liquidez como decisivo na explicação da taxa de juros e do nível geral da atividade e do emprego.

Assim, parece que a microeconomia reina absoluta, sem contestação, tanto na corrente hegemônica (*mainstream*), quanto nessa corrente alternativa do pensamento econômico.

Para as teorias econômicas de equilíbrio geral, o *individualismo metodológico* é a referência. Ele representa a realidade social como o resultado das ações de atores individuais. Entretanto, todas as derivações neowalrasianas, com postulados de maximização (racionalidade) e *market-clearing* (flexibilidade de preços), para alcançar o equilíbrio, apenas aparentemente partem dos indivíduos como entes atomísticos dotados de fatores subjetivos para, subsequente, deduzir a totalidade do sistema em equilíbrio. A auto regulação do mercado é produzida pelas ações desses indivíduos. Na verdade, os indivíduos em vez de serem vistos exercendo, de fato, a liberdade de escolher entre certa multiplicidade de cursos alternativos de ação, são mostrados apenas como agentes maximizadores, escolhendo uma única ação: a “melhor possível”, que leva ao equilíbrio “ótimo” do sistema.

Em modelo de equilíbrio geral, o mercado e a concorrência dispensam a intervenção reguladora de qualquer outra instituição. A compatibilização entre os planos dos agentes individuais se dá através do processo de troca. Através de escambo que se estabelecem os preços relativos. Eles não são afetados pela entrada da moeda em circulação, a qual apenas determina o nível geral de

preços. Os agregados macroeconômicos – produção e emprego – são explicados por aplicação dessa Teoria de Preços Relativos.

No que se refere ao *individualismo metodológico*, Keynes, diferentemente de alguns seus intérpretes, admite tanto o *princípio do atomismo*, pois os agentes tomam algumas decisões independentemente da resultante agregada esperada, quanto o *princípio da unidade orgânica*. O *organicismo* da macroeconomia monetária representa melhor a interação entre os agentes. No entanto, para explicar contextos passíveis de análise por meio de processos indutivos, Keynes focaliza universo mais restrito como base para a inferência, ou seja, alguma hipótese atomista típica da microeconomia.

Mas Keynes não se propõe a fundamentar a ordem social exclusivamente nos *comportamentos individuais*, elaborando certa “macroeconomia dos comportamentos”. O *comportamento coletivo convencional* é a manifestação da ordem sob condições de incerteza. A convenção, entretanto, não é capaz de resolver o problema da coordenação, em situações de extrema incerteza, por exemplo, a de “armadilha da liquidez”. Nestes casos, resta ao governo intervir. Daí o surgimento de *instâncias supra-individuais*, como o Estado, o Banco Central e o sistema bancário, para regular, direta ou indiretamente, os comportamentos individuais. Pode-se exemplificar isso com a determinação exógena da taxa de juros.

O “absolutismo” da microeconomia está provocando focos de revolta. Há reação contra a insistente busca de “microfundamentos da macroeconomia”. O problema é que, se a microeconomia se matematizou, a macro virou micro... e a moeda virou fenômeno puramente real! Via “microfundamento pós-keynesiano”, ou seja, a preferência pela liquidez de cada agente, *a moeda passou a ser vista como a causa do desemprego!* A excessiva ênfase na teoria da preferência pela liquidez, colocando-a em plano de análise hierarquicamente superior, acabou por levar alguns pós-keynesianos “fundamentalistas” a jogar o *princípio da demanda efetiva*, isto é, a primazia das decisões de gastos, no limbo teórico.

O **objetivo** deste capítulo é analisar o dilema provocado pela dicotomia *subjetivismo* e *objetivismo*: ou parte-se dos indivíduos e de suas ações e termina-se recorrendo a alguma entidade supra-individual para dar cabo do sistema, ou parte-se do sistema como um todo sem considerar o indivíduo como sujeito de suas ações. Para ilustrar tal questão, vai ser analisado o uso (e abuso) do conceito *microeconômico* de preferência pela liquidez pelos pós-keynesianos “fundamentalistas”: tanto como explicação para o nível dos juros quanto para o nível do emprego.

4.2. Teorias da taxa de juros

4.2.1. Teorias clássicas

Embora tenha sido Locke o fundador do argumento da "lei das duas taxas de juros" – a *monetária* e a *natural* –, Thornton utilizou-a, em seu *Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* (1802), para criticar a *doutrina dos real bills*. Inspirou a Wicksell e Hayek para fazerem da igualdade entre as duas taxas de juros a condição de equilíbrio monetário e da neutralização da moeda. Wicksell pode ser visto como sendo o principal transmissor da influência de Thornton sobre a análise monetária contemporânea. Através dele, chegou a Keynes. Henry Thornton foi vítima do sucesso de David Ricardo, mais popular pedagogicamente.

Na **teoria ricardiana**, os juros constituem o pagamento de prêmio pela possibilidade de se dispor de capital que proporciona lucro.

A *taxa de juros*, em consequência dessa teoria, é fenômeno subordinado e determinado pela *taxa de lucro*.

David Ricardo distingue duas taxas de juros:

- **taxa de juros natural:** é relacionada à taxa de lucro, sendo *fenômeno real*, porque depende das condições técnicas de produção e do nível de salário real.
- **taxa de juros de mercado:** é resultante do confronto entre a oferta e demanda de moeda; logo, trata-se de *fenômeno monetário*.

A *taxa de juros natural* é o centro gravitacional em volta do qual oscila e tende, a longo prazo, a *taxa de juros de mercado*.

Na **teoria marxista**, os juros são parte da mais-valia extraída na produção capitalista.

A taxa de juros é gerada na circulação pela quantidade de moeda-mercadoria equivalente geral. Trata-se de *fenômeno monetário*. Recordamos que, em Marx, a quantidade de moeda mercadoria em circulação constitui grandeza *endógena*, que atende à necessidade da economia, ditada pelo nível de preços e pelo volume de transações, e inversamente proporcional à velocidade de circulação da moeda.

4.2.2. Teoria neoclássica

Na **teoria neoclássica dos fundos de empréstimos**, os juros constituem compensação pela “espera” (abstenção do consumo) ao deixar de dispor de dinheiro no presente. A renúncia de parte do consumo presente (*poupança*) ocorre

para se adquirir condições de aumentar o consumo futuro (*investimento*). A taxa de juros, portanto, é determinada conjuntamente pela poupança (*oferta de fundos*) e pelo investimento (*demanda de fundos*).

A poupança e o investimento, ambos agregados, se equilibram por meio da taxa de juros. Predomina a Lei de Say, pois não importa se a renda é poupada ou gasta: o que é produzido é vendido, se não para o consumo, então para o investimento.

Na **teoria dos fundos de empréstimos**, a taxa de juros é *fenômeno real*, porque:

- a **oferta de poupança** é função da parcimônia e/ou do desejo de consumo futuro;
- a **demanda de capital** é motivada pela ganância ou pela adoção de inovação tecnológica, para aumentar a produtividade.

As *fontes e usos de fundos* são fundamentais para essa teoria; daí a designação de Teoria dos Fundos de Empréstimos. Formalmente, a seguinte equação representaria suas idéias: $S + M = I + H$. Contempla que a poupança (**S**) pode ser carregada tanto para o investimento (**I**) quanto para o entesouramento (**H**), e o investimento (**I**) pode ser financiado, quer pelo desentesouramento (**- H**), quer por dinheiro novo (**M**) ou pela poupança (**S**). Assim, o investimento pode, de fato, ser *financiado*, mas a escola neoclássica propôs que *variações de preços*, provocadas pelo desequilíbrio entre a demanda agregada e a oferta agregada, seriam o resultado do fato de o financiamento envolver desentesouramento (**- H**) ou dinheiro novo (**M**), que estariam ausentes, se o investimento (**I**) fosse financiado, estritamente, pela "poupança propriamente dita" (**S**). Tais *variações de preços* causariam o que os neoclássicos chamavam de **poupança forçada**.

A **doutrina da poupança forçada** constitui o seguinte conjunto de idéias: algum *crescimento exógeno da quantidade de moeda* que flua, inicialmente, aos investidores, ou àqueles que os emprestam, provoca queda da taxa de juros. Isto, imediatamente, aumenta a proporção dos gastos em investimento, para nível superior ao da disponibilidade da poupança (voluntária). Mas, como isto implica em elevação da demanda agregada acima da oferta agregada, representa aumento no nível geral de preços, provocando queda dos salários reais e, conseqüentemente, do consumo. Para os seguidores dessa doutrina, o resultado final seria, involuntariamente, a "poupança forçada", transferida para os responsáveis pela inflação. O aumento, necessariamente correspondente de *poupança*, é extraído dos trabalhadores ou dos titulares de renda fixa, através do movimento inflacionário dos preços que a expansão monetária engendra.

O questionamento de Keynes à Teoria dos Fundos de Empréstimos é feito com duas perguntas:

- como o juro é *fenômeno não monetário*, se é pagamento devido a empréstimo?
- por que a *poupança é antecedente ao investimento*, se este é financiado por crédito e multiplica a renda, cuja parte não consumida é a poupança?

Na própria resposta, está a idéia de que a oferta de fundos (*poupança*) e a demanda de fundos (*investimento*) não são independentes.

4.2.3. Teoria keynesiana

Vale, inicialmente, fazer distinção entre a Teoria dos Fundos de Empréstimos e a Teoria da Preferência pela Liquidez:

Teoria Neoclássica Dos Fundos de Empréstimos	Teoria Keynesiana da Preferência pela Liquidez
Juros é prêmio pela renúncia ao <i>consumo imediato</i> .	Juros é prêmio pela renúncia à <i>liquidez</i> .

Quando se renuncia à liquidez, abre-se mão da possibilidade de realizar o gasto ou a aplicação, em qualquer momento, com o surgimento de melhor oportunidade. Predomina a expectativa de que a compensação pela maior espera, por exemplo, a *futura* taxa de juros, não vale a pena da perda do rendimento da *atual*.

Mas também a teoria dos juros elaborada por Keynes não ficou isenta de críticas. Elas vão desde a sátira de Robertson – “a taxa de juros é o que é pela expectativa de que ela seja diferente; se não há expectativa que ela seja diferente, não há nada que nos diga por que ela é o que é” – até a tentativa de superação de sua teoria da preferência pela liquidez por parte da corrente pós-keynesiana chamada de “horizontalista”. Curiosamente, os proponentes da *exogeneidade* da taxa de juros formulam crítica a Keynes similar, metodologicamente, à crítica de Keynes aos neoclássicos. Da mesma forma que Keynes aponta que não há geração de poupança *a posteriori* sem ocorrer previamente investimento, esses pós-keynesianos dizem que não há expansão de oferta efetiva de moeda creditícia sem haver antes demanda efetiva de crédito. *Efetiva*, no caso, se diferencia de *potencial*.

Crítica de Keynes	Crítica a Keynes
Interdependência da poupança e do investimento.	Interdependência da oferta e da demanda por moeda.

A crítica de Hicks refere-se à ambigüidade do efeito dos juros no investimento. Keynes comprometeu-se com a visão de que o vínculo entre a moeda e o investimento é a taxa de juros. Analisa, de um lado, o efeito dos juros no investimento, e, de outro, o efeito da oferta de moeda sobre os juros. Há certa ambigüidade, pois a taxa de juros pode ser a do *mercado de crédito* ou a do *mercado de capitais*. A taxa de juros, na *Teoria Geral*, teoricamente, é a taxa pela qual pode-se levantar empréstimo de longo prazo, mas, na prática, é suposta ser a taxa de juros em títulos da dívida pública de longo prazo. Ocorre, porém, que os homens de negócios não parecem ser muito influenciados por esta última taxa de juros, nas suas decisões de investimento. Estão mais ligados à *economia de endividamento* do que à *economia de mercado de capitais*. "Esse foi o principal motivo que fez toda essa parte do livro de Keynes entrar em eclipse e foi a principal causa do keynesianismo ter se tornado fiscalismo"¹.

Esse lado monetário dos ensinamentos de Keynes não pode ser ressuscitado exatamente na forma que ele lhe deu. Isto só pode acontecer sob forma que coloque menos ênfase na taxa de juros de longo prazo. Outros aspectos do sistema financeiro, isto é, outras taxas de juros e outras condições de empréstimos, devem ser levados em conta como possíveis vínculos. Para se lidar com a tendência a *desemprego permanente*, é preciso que todo o nível de investimento seja elevado por período de vários anos. Se a política monetária quiser ter esse efeito permanente, toda a gama de taxas de juros (e termos de empréstimos) terá que ser rebaixada e ser mantida assim em longo prazo, ou seja, não somente em curto prazo.

Por que o *motivo especulação*, para a manutenção de moeda, era tão importante para Keynes? Segundo Hicks, porque constituía grave obstáculo para a política de provocar queda de longa duração na taxa de juros de longo prazo. O governo poderia tentar forçar a elevação do preço dos títulos de longo prazo, mas, enquanto os aplicadores se recusassem acreditar em preço mais alto, eles iriam reter dinheiro, esperando o preço cair (e o juro subir), em curto prazo, para adquirirem títulos. Só então liberariam a *liquidez represada*, para os bancos repassarem-na sob forma de empréstimos.

¹ HICKS, John. *A crise na economia keynesiana*. São Paulo, Vértice, 1987 [orig. 1974]; p. 31.

² MOORE, Basil. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge, Cambridge University Press, 1988. p. 247.

³ GRELLET, Gérard. La monnaie est-elle à l'origine du chômage? *Economie Appliquée*. Tome

A **armadilha de liquidez** é causada por acréscimo na demanda especulativa por encaixes monetários desde que a taxa de juros tenha caído a níveis inéditos. Os investidores sentiriam, crescentemente, que as futuras taxas de juros só poderiam ser elevadas. A *demanda por moeda torna-se infinitamente elástica aos juros* em algum piso positivo do nível das taxas de juros de longo prazo.

A *armadilha de liquidez* ou a *preferência pela liquidez absoluta* implicaria em profunda depressão, com queda da taxa de investimento, devido à expectativa de que a taxa de juros de longo prazo iria subir. Há, então, outra ambigüidade na teoria de Keynes: o investimento depende da taxa de juros em longo prazo ou esta que depende da expectativa de retorno de aplicação em ativo real?

Para Moore, "um problema com a exposição de Keynes da *armadilha de liquidez* é que obviamente não pode se aplicar às taxas de curto prazo, onde perdas de capital não ocorrem se as taxas futuras sobem. (...) sua teoria da preferência por liquidez deve se referir somente às taxas de juros de longo prazo"².

Realmente, é difícil a separação entre teorias em curto prazo e em longo prazo. Os economistas podem meramente tentar categorizar implicações do comportamento presente em curto e em longo prazo. Eles costumam dizer: "no longo prazo, nos ainda estaremos no curto prazo", ou "o longo prazo é o somatório de curtos períodos sucessivos", ou "no longo prazo, todos nos estaremos mortos"...

Crítica de Moore à Circularidade de Idéias em Keynes

M^s é a oferta de moeda dada (*exógena*);

$J = f(M^d)$, onde J é a taxa de juros e M^d é a demanda por moeda;

$M^d = f(Y)$, onde Y é a renda;

$Y = f(I)$, onde I é o investimento;

$I = f(J)$, função que completa a circularidade, ou seja, $J = f(J)$.

² MOORE, Basil. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge, Cambridge University Press, 1988. p. 247.

4.2.4. Teoria da exogeneidade da taxa de juros

Para Moore, diferentemente dos pós-keynesianos **fundamentalistas**, a *determinação da taxa de juros como fenômeno monetário puramente exógeno, em economia de moeda creditícia, é a chave lógica central da não-neutralidade da moeda*. As forças reais da produtividade e da parcimônia determinam o limite (flexível) superior ou inferior dentro de substancial faixa na qual as taxas de juros podem ser fixadas, de modo extra-mercado, pelos Bancos Centrais. Dentro dessa faixa, as autoridades monetárias influenciam as taxas de juros nominais em curto prazo domésticas, determinando, de maneira exógena, o preço da oferta marginal de liquidez para o sistema bancário.

A **exogeneidade** significa, simplesmente, que o Banco Central escolhe sua taxa de juros nominal de empréstimos aos bancos. As *taxas básicas de referência* constituem *variável política exógena* e não *fenômeno de mercado*.

A *banda de juros* constitui certa *faixa de arbítrio* da autoridade monetária, dependente do contexto histórico e do local. A faixa na qual os Bancos Centrais nacionais administram as taxas nominais de curto prazo domésticas pode diferir, amplamente, ao longo do tempo e entre diferentes países.

No entanto, o poder do Banco Central de manipular juros não é ilimitado. No extremo superior da escala, está circunscrito pelas forças reais dos fundamentos do *financing* e da produtividade, colocando *teto* do custo do financiamento em relação ao *piso* do lucro esperado. Em outras palavras, há risco de provocar recessão ou elevação do déficit público com taxa de juros acima desse nível. No extremo inferior, taxa de juros muito baixa pode provocar a fuga de capitais do mercado financeiro. Dentro desses limites, a *taxa de juros de mercado* ficaria indeterminada em função do livre jogo de expectativas incertas em curto prazo. A autoridade monetária, então, sinaliza a *taxa de juros de referência*, para ancorar a opinião errática do mercado. Portanto, a partir desse conflito entre as forças de mercado endógenas e as reações das autoridades monetárias resultará a *taxa de juros de mercado*.

Além da própria *taxa de juros de mercado*, as autoridades monetárias têm outras referências para fixar a sua taxa de juros.

Os **parâmetros** que os bancos centrais consideram para a fixação das *taxas de juros nominais de referência* são:

1. as técnicas da política monetária;
2. as esperadas taxas da inflação no âmbito doméstico e da externo;
3. a sensibilidade do comportamento econômico às variações das taxas de juros;
4. o tamanho e a abertura da economia;

5. a extensão no qual o Banco Central está disposto a sustentar as reservas cambiais externas e permitir às taxas de câmbio flutuarem;
6. o grau de mobilidade do capital;
7. a disposição do governo para regular e impor controles sobre a economia;
8. o grau de coordenação das políticas econômicas entre países.

Em economias abertas, com mobilidade perfeita do capital, ou seja, onde não há controle discricionário, o ponto central dessa faixa pode ser esperado aproximar-se, em média, da *taxa de juros nominais correntemente vigente no mercado financeiro internacional*. Essa gravitação ocorre devido à arbitragem entre diferenciais de juros nos vários mercados.

Desde que as *taxas de juros em curto prazo* são administradas de maneira exógena pelos Bancos Centrais, as *taxas em longo prazo* refletirão as expectativas coletivas dos participantes dos mercados de capitais sobre as futuras taxas de juros em curto prazo que cada autoridade monetária estabelecerá. Os agentes econômicos muitas vezes extrapolam a experiência presente para estabelecerem suas *expectativas de eventos futuros*. Suas decisões de investir na produção ou aplicar em finanças, envolvendo a aquisição de reais de longa-duração ou ativos financeiros, exigem, necessariamente, pensar no futuro. Portanto, a magnitude do retorno *ex ante* (*esperado*) mais do que o retorno *ex post* (*experimentado*) que é relevante para ditar seus comportamentos.

Vimos que a taxa de juros, em modelo keynesiano de portfólio, é determinada no *mercado de capitais*. Porém, ao contrário desse modelo, na abordagem da endogeneidade da oferta de moeda as curvas de oferta e demanda por moeda creditícia são *interdependentes*. Esta moeda creditícia é criada a partir de relação contábil de débito-e-crédito, dependente de contrato estabelecido entre dois agentes, o "demandante" (devedor) e o "ofertante" (credor), a partir de *dada* taxa de juros de referência. Portanto, essa abordagem de moeda endógena rejeita a análise com base em oferta e demanda de moeda, para *mercado de crédito*, análoga à da determinação keynesiana da taxa de juros de equilíbrio, no mercado de capitais. Um acréscimo na demanda relativamente à oferta monetária não se transforma automaticamente em acréscimo na taxa de juros.

Alguns dos pós-keynesianos que adotaram a abordagem da endogeneidade da moeda – Kaldor, Moore, Rousseas – substituíram a *teoria da preferência por liquidez* por *teoria da taxa de juros por markup*.

A **teoria da taxa de juros por *markup***, essencialmente, toma o comportamento do Banco Central como o determinante da taxa de desconto (taxa de empréstimo de liquidez) ou a referência para a taxa de juros do mercado interbancário. Esta, por sua vez, é a maior referência do custo de captação de depósitos a prazo por bancos. Dado aquele custo dos fundos no *atacado*, os bancos estabelecem certo *markdown*, para oferecer várias *taxas de juros para captação*, e adicionam *mark-up*, para estabelecer as *taxas de juros de empréstimos*, no *varejo*. A curva de oferta de moeda é (*ex-post*) *horizontal* em dada taxa de juros: sendo aprovado na avaliação de risco, quem dispuser a pagá-la toma o empréstimo.

4.2.5. Teoria da preferência pela liquidez reconciliada com a abordagem da moeda endógena

Wray, pelo contrário, argumenta que a curva de oferta de moeda não é *horizontal*, mesmo se todos depósitos criados retornarem ao sistema bancário, porque os bancos, individualmente, estão preocupados com seus crescentes *graus de exposição*, isto é, as relações de alavancagem entre o patrimônio líquido e as operações de crédito. Cada banco teria sua preferência pela liquidez.

Mesmo que os bancos não sejam estritamente restritos pela quantidade de moeda, suas disposições para fazer empréstimos devem ser função de suas disposições de assumirem posições ilíquidas, nos ativos.

A **disposição bancária de fazer empréstimos**, certamente, é afetada por:

1. o estado de expectativas face à lucratividade em longo prazo;
2. as posições de balanços dos bancos;
3. as preferências de *portfolios* do público;
4. as políticas do Banco Central.

Para fugir da crítica de que a oferta e a demanda por moeda, na medida que são interdependentes, não determinam a taxa de juros, Wray faz, como já foi visto, distinção entre *demandas por dinheiro* e *preferências por liquidez*. Acréscimo desta pode estar associado com queda na demanda por *finance* para gasto. De acordo com sua visão, é a preferência pela liquidez dos “ofertantes” de moeda, seja depositantes ou investidores financeiros, seja bancos, colocando certo *spread*, que, fundamentalmente, afeta a taxa de juros de mercado.

Demanda por dinheiro	Preferência por liquidez
Significa disposição a imobilizar-se, emitindo débitos para financiar fluxos de gastos; logo, não impacta <i>diretamente</i> a taxa de juros.	Significa desejo de trocar ativos ilíquidos dos portfólios por mais líquidos, ou pagar débito; relacionada a estoques (saldos), influencia <i>diretamente</i> a taxa de juros.

A preferência por liquidez, e não a demanda por moeda, segundo essa visão, determinaria *diretamente* as taxas de juros. Observa-se, entretanto, que acréscimo na demanda por moeda que é atendido por expansão dos ativos bancários, desde que os bancos providenciem o crédito, afetará *estoques*, ou seja, saldos monetários. Neste caso, demanda por moeda pode, *indiretamente*, afetar taxas de juros.

<p>A preferência por liquidez pode ser medida como:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ a diferença de taxa de juros requerida para induzir unidades superavitárias a trocar depósitos bancários por títulos em longo prazo; ➤ a diferença de taxa de juros requerida para induzir bancos a adquirir títulos em longo prazo com base em emissão de passivos de prazos mais curtos.
--

Esta medida da preferência por liquidez tenderia a cair à proporção que as expectativas de lucro crescessem. A redução na estimativa do *risco do credor* implicaria em menores taxas de juros. Portanto, acréscimo no gasto, por si, não necessariamente necessita ter algum impacto sobre as taxas de juros se os bancos estão dispostos a acomodar a demanda de crédito através da expansão de seus balanços, assumindo mais posições ilíquidas sem cobrar mais por isso.

Esta engenhosa solução para o impasse entre pós-keynesianos “fundamentalistas” e “horizontalistas”, entretanto, omite os *motivos precaucional e especulativo* para a demanda por moeda. Eles, por levarem à retenção de saldos monetários ociosos, na verdade, constituem a *própria preferência pela liquidez*.

Os antigos keynesianos, que tentaram a aliança com o neoclassicismo, também não deram importância a essas outras motivações por razões precaucionais e especulativas, para retenção de moeda, mas, ao contrário de Wray, ignoraram o “quarto motivo para demanda por moeda”: por *finance*. Com seu reducionismo característico, “simplificaram” tudo isso, igualando demanda por moeda e preferência pela liquidez e afirmando que aquela demanda por motivo transacional é influenciada pela taxa de juros.

Mas a teoria de preferência pela liquidez não peca somente como teoria da taxa de juros. É também problemática enquanto base para explicação do desemprego, principalmente o que ocorre em longo prazo.

4.3. Preferência pela liquidez versus desemprego permanente

O excesso de moeda provoca inflação, para qualquer monetarista; contrariamente, a escassez de moeda em circulação ativa causa desemprego, para pós-keynesiano “fundamentalista”. Esta parece ser a principal lei, derivada da lei da oferta e da procura, que pegou mentes assumidamente heterodoxas, no campo pós-keynesiano.

Essa corrente de pensamento *fundamentalista* entre os pós-keynesianos tende a considerar as variações de emprego ligadas às alterações da preferência pela liquidez dos agentes econômicos como **a própria essência da teoria do subemprego**, elaborada por Keynes. No entanto, Grellet critica essa versão, colocando a questão: *a moeda é a origem do desemprego?*³.

A crítica é que a demanda especulativa por moeda não pode ser, por definição, senão *temporária*. No capítulo 15, as variações de emprego estão ligadas às variações temporárias da preferência pela liquidez dos agentes, de modo tal que a “armadilha de liquidez”, quando emerge, opõe-se à baixa da taxa de juros e bloqueia o investimento. Esta hipótese não explica o desemprego permanente a médio ou longo prazos. Em outras palavras, argumento à base da *armadilha da liquidez* não justifica o desemprego a *longo prazo*.

Grellet alerta que a *Teoria Geral* contém, pelo menos, mais duas explicações para o subemprego. No capítulo 3 da *Teoria Geral*, o subemprego aparece como possível porque o lucro máximo antecipado, que impulsiona as diversas decisões de investimento, pode resultar em multiplicador com o nível final de emprego inferior ao do desejável pleno emprego. O lucro que os investidores esperam obter não tem nenhuma razão para ser associado a determinado nível de produção com pleno emprego. Nesta explicação do *impulso [animal spirits]*, para a decisão de gastos, não há necessidade de apelar aos fatores monetários.

Outra explicação do subemprego está exposta no capítulo 17 da *Teoria Geral* e apegar-se à própria natureza da moeda. A detenção de qualquer ativo depende da comparação dos benefícios e dos custos ligados a esta posse. A idéia de Keynes é que as taxas de juros próprias dos diversos ativos devem, no mínimo, se alinhar à da moeda. Se a expectativa é delas se situarem abaixo do prêmio de liquidez do ativo monetário, é necessário, para atingir o pleno emprego, provocar a baixa da taxa de juros própria da moeda.

Isso supõe oferta de moeda de origem exógena, condição irrealista em relação à *prática bancária* de criação endógena de moeda através de inovações financeiras. A entrada de moeda propiciada apenas por força extra-mercado é

³ GRELLET, Gérard. La monnaie est-elle à l'origine du chômage? *Economie Appliquée*. Tome XXXVIII, n. 1, pp. 301-308, 1985.

também inconsistente com o *princípio da demanda efetiva*. De acordo com ele, o gasto não é restrito nem pelo fluxo de renda recebida e não consumida, nem pelo próprio estoque líquido de riqueza. Há a possibilidade de recorrer a recursos de terceiros, através de empréstimos que criam moeda, endogenamente, isto é, na relação entre bancos e clientes. Estes tomam empréstimos que são depositados.

Essa hipótese de moeda ser causa do desemprego é irrealista tanto dentro do regime do padrão-ouro, quanto no sistema monetário moderno. No primeiro caso, a taxa de juros própria do ouro não pode ser considerada como independente das taxas de juros próprias dos outros ativos, pois as diferenças entre estas que justificam os movimentos internacionais de ouro. No sistema de crédito, as autoridades monetárias são incapazes de fixar certa taxa de juros em termos do poder de compra da moeda, ou seja, determinar *ex-ante* a taxa de juros real. Mas, como foi dito, a hipótese de oferta de moeda exógena contradiz, igualmente, o princípio da demanda efetiva, exposto por Keynes, no capítulo 3 da *Teoria Geral*. Com efeito, se o estoque de moeda fosse *dado*, poderia acontecer de não haver moeda ou crédito suficiente para financiar a realização dos projetos de investimento que atendessem ao ponto da demanda efetiva existente. Haveria racionamento de crédito via quantidade – e não por meio de preço, ou seja, nível da taxa de juros.

Portanto, segundo Grellet, a moeda não deve ser vista como ativo cuja rigidez da oferta constitui o limite à baixa das taxas de juros próprias de outros ativos. Segundo este último argumento, se estas se tornassem inferiores à taxa de juros própria da moeda, os agentes converteriam seus ativos não monetários em moeda.

A explicação possível para o desemprego em longo prazo leva ao abandono da explicação em termos de déficit temporário da *demanda* agregada (tal como está nos capítulos 15 e 17 da *Teoria Geral*), para adoção de uma explicação em termos de carência de *oferta* estrutural de empregos (sugerida no capítulo 3), devido às diminutas expansões da capacidade produtiva e da contratação da mão de obra disponível.

Explicar o desemprego em economia onde a demanda *não se dirige sistematicamente* a ativos que não são reprodutíveis com a mobilização de mão de obra, como é o caso de moeda e títulos, é a proposta do Capítulo 3 da *Teoria Geral* de Keynes. Assim, mesmo que a moeda não seja *retida*, não é de se supor que em economia na qual as decisões de investir são tomadas, individualmente, de maneira descentralizada, dentro da pluralidade de iniciativas particulares, possa se alcançar, sistematicamente, o pleno emprego da força de trabalho existente. Em tal economia descoordenada, o desemprego não depende do alojamento monetário individual (em “reserva ociosa”), mas, simplesmente, dos impulsos (*animal spirits*) de gastar dos empreendedores. Seria surpreendente que eles fossem sempre suficientes para contratar todos os recursos produtivos, seja matéria-prima, seja mão-de-obra.

Até alguns autores simpáticos ao pensamento de Keynes questionam sua tentativa de fundamentar a teoria do equilíbrio com desemprego no longo prazo sobre a liquidez e o *animal spirits*. Esta concepção de “impulso inato à ação”, *em si*, não teria qualquer causa explicativa a não ser espírita, isto é, inexplicável “espírito empreendedor” de alguns agentes econômicos. Para Dow & Dow, “a noção de que ‘*animal spirits*’ governa decisões de investimento pode ser vista como sendo central na teoria da demanda agregada de Keynes e, ao mesmo tempo, como sendo seu ponto mais frágil”⁴.

Variações nas expectativas de longo prazo podem ocorrer autonomamente. Se a teoria de Keynes não pode nem explicar nem prever essas variações, então ela aparece carente de elemento crucial. Somar **outras explicações dos determinantes do investimento**, fornecidas por Kalecki (capacidade de autofinanciamento e/ou princípio do risco crescente, expectativa de lucro, nível de utilização da capacidade produtiva, etc.) e Schumpeter (inovação tecnológica), daria maior consistência à análise das decisões de gastos. Entre tais explicações, a preferência pela liquidez não teria espaço garantido.

O debate dessa questão de *teoria pura* é pré-requisito para a *aplicação teórica*, na interpretação de caso datado e localizado historicamente. No caso, vejamos a polêmica sobre desemprego é *temporário* ou *permanente*. O aumento do desemprego, é visto, por alguns analistas do mercado de trabalho, como resultado de política de juros *em curto prazo* recessiva. Por essa explicação, aumenta-se o “prêmio para renunciar à liquidez” e o desemprego, que, teoricamente, seria causado pela preferência pela liquidez, cresce?! Dessa forma, sem o princípio da demanda efetiva e a “relativização” do atributo de liquidez, incluindo preferência por ativos líquidos substitutos da moeda e recebedores de juros, *a la* Hicks, a *teoria da preferência pela liquidez* não lastreia nenhuma boa explicação, para o desemprego.

Enfatizando o *princípio da demanda efetiva*, o argumento de outros analistas seria que o aumento do desemprego é antes de tudo fruto de mudanças na estrutura das empresas e do investimento em tecnologia direcionado pela informática e automação. A reengenharia significa ruptura radical com o passado; postos de trabalho são reformulados ou somem. O corte de gastos com mão-de-obra tem *efeitos microeconômicos* extraordinários sobre a produtividade e *resultados macroeconômicos* desastrosos sobre o desemprego. O chamado *desemprego tecnológico* está relacionado a impulsos de gastos poupadores de mão-de-obra, e não à preferência pela liquidez...

4 DOW, A. & DOW, S.. “Animal spirits and rationality”. in LAWSON, T. & PESARAN, H.. *Keynes's Economics - Methodological Issues*. NY, M. E. Sharpe, 1985. pp. 46-65.

4.4. Preferência pela liquidez: fenômeno microeconômico

O estatuto micro ou macroeconômico da preferência pela liquidez está ambíguo na *Teoria Geral*, segundo Léonard & Norel. “A equação do equilíbrio monetário em Keynes não tem sentido senão ao custo de partição da economia em dois sub-conjuntos, o ‘público’, de um lado, e o sistema monetário, de outro. A função deste último consiste então em tornar compatíveis a existência microeconômica dos encaixes especulativos e a impossibilidade macroeconômica de demanda por liquidez. Esta construção conduz a propor a taxa de juros fixada de maneira exógena, de um lado, e a mostrar o caráter arbitrário de decréscimo da preferência pela liquidez [via elevação do prêmio para renúncia à liquidez], quando a crise engendra alta da incerteza, de outro lado”⁵.

A **primeira dificuldade**, portanto, reside na identificação das condições de inserção da preferência pela liquidez (conceito argumentado em bases microeconômicas no Capítulo 13) em esquema analítico de natureza assumidamente macroeconômica. A **segunda dificuldade** é postular curva da preferência pela liquidez declinante com relação à taxa de juros. A **resolução dessas duas dificuldades** conduz Léonard & Norel a interpretarem a *Teoria Geral* como tentativa aparentemente paradoxal destinada a definir “macroeconomia de comportamentos”.

O sistema monetário (Banco Central e sistema bancário), confrontado com a preferência do “público” pela liquidez representada pela moeda, aparece como o elemento essencial na constituição desta “macroeconomia dos comportamentos”, ou seja, microfundamentada.

A **propriedade fundamental da moeda bancária**, em tal (macro)economia, é que ela não é “entesourável”, em nível sistêmico. Sai do circuito gastos-renda (ou não entra) quando não há demanda por ela, isto é, quando cai a demanda por crédito, devido à insuficiência de decisões de gastos com a *dada* taxa de juros.

Em dado instante, a moeda bancária, isto é, todos os haveres monetários, excetuando o papel-moeda em poder do público, qualquer que seja seu detentor, está sempre em circulação, no sistema bancário. Assim, fora a exigência de reservas compulsórias, os depósitos a vista não permanecem alojados, ociosamente, em economia monetária de produção. Esses passivos são contrapartida contábil de ativos. Isto resulta em que, ao contrário do que anuncia explicitamente Keynes ao final do Capítulo XIII, preferência pela liquidez (*strictu sensu*, preferência por moeda bancária) e entesouramento não são similares, salvo confundindo economia monetária de produção com economia puramente de troca de mercadorias através de alguma moeda-mercadoria, sem sistema bancário.

⁵ LÉONARD, J & NOREL, P.. Système monétaire et préférence pour la liquidité: Keynes et la “macronomie des comportements”. *Economie Appliquée*. Vol. 44, n° 2, p. 153-62, 1991.

A **questão polêmica**, então, é: como as preferências individuais pela liquidez, determinantes da formação de encaixes ociosos em *nível microeconômico*, podem ser conciliadas com a inexistência de reserva voluntária ociosa (não remunerada), persistentemente, em *nível macroeconômico* ou sistêmico?

A conservação da moeda sob forma líquida não é nada mais do que a detenção de direitos de crédito sobre o sistema monetário. Os passivos bancários que materializam esses direitos de crédito são, direta ou indiretamente, “ativados” pelo sistema que os possui. Transitando pelo sistema bancário, a emissão de títulos de dívida pelas empresas e pelo setor público é, por definição, composta de títulos integralmente subscritos, seja diretamente pelo público não-bancário, seja pela intermediação do próprio setor bancário.

Isso não significa que toda a demanda por lançar títulos de débitos (e obter crédito) é *automática e plenamente* atendida, mas sim que para toda a oferta contratada efetivamente (*ex-post*) houve determinada demanda de crédito (ou disposição de assumir débito), devido à decisão de gasto *ex-ante*.

O sistema bancário tem, permanentemente, certo passivo monetário “lastreando” seus ativos. Isto ocorre seja em *circulação industrial*, nas carteiras de empréstimos contratados para atender à demanda por *finance* (gastos extraordinários) e por motivo *transaccional* (capital de giro para gastos rotineiros), seja em *circulação financeira*, nas carteiras de títulos adquiridos como contrapartida dos encaixes “ociosos” individuais por motivo *precaucional* (expectativa de mudança da taxa de juros) ou *especulativo* (expectativa de que a taxa de juros mudará em determinado sentido). A demanda por liquidez com fins especulativos não encontra sua razão de ser senão na necessidade de algum encaixe disponível, *temporariamente*, para fins de *arbitragem* moeda-títulos: aguardando diferenciais de juros entre títulos⁶.

Portanto, Léonard & Norel demonstram:

1. que a demanda por liquidez para fins especulativos não é em si, e imediatamente, um problema, dentro da lógica de circuito monetário: o encaixe ocioso é, em nível sistêmico, havendo demanda de crédito, reinjetado no fluxo de gastos pela lógica da intermediação financeira.
2. que a função macroeconômica do sistema monetário é assumir o risco constituído por demanda insistente de encaixes especulativos.

Na crise de eventual “armadilha de liquidez”, no entanto, a alta da demanda por encaixe especulativo torna-se risco crescentemente inaceitável, para os bancos. Com a economia nessa fase crítica, as perspectivas de lucros são pessimistas, devido à depressão profunda. Os empresários não ficam motivados a tomarem empréstimos. Os bancos, então, acumulam reservas acima de suas

⁶ Alguns analistas do mercado financeiro precisam o conceito, definindo *arbitragem* como busca de ganho com diferenças entre títulos e moedas interesterapaciais (em diferentes mercados e/ou locais) e *especulação* com diferenças intertemporais (à vista e no futuro).

necessidades, devido à falta de tomadores de crédito, à resistência em refinanciar, ou mesmo ao desejo *convencional* de manter liquidez.

Essa “inundação” de liquidez sem remuneração arrisca afogar o diferencial entre juros *recebidos* e juros *pagos*, razão de ser do lucro bancário. O estado depressivo da economia não permite tornar as reservas disponíveis, levantadas por empréstimos, resultando a criação ampliada de depósitos. A solução, apresentada por Keynes, para sair desse círculo vicioso, é tornar a criação e o uso da moeda uma *necessidade*, provocada pela política fiscal, e não uma mera *vontade*. A moeda não deve ser apenas potencialmente *ofertada*, mas *gasta*.

A teoria keynesiana é necessária ser aplicável também em condições normais, quando há *heterogeneidade* entre as preferências pela liquidez dos diversos agentes econômicos. Evidentemente, a preferência pela liquidez *absoluta* é exceção à regra histórica.

As dúvidas fundamentais a respeito da **aplicabilidade da teoria da preferência pela liquidez**, na análise macroeconômica, são:

- se a moeda (*strictu sensu*: depósitos à vista) em sistema monetário contemporâneo (Banco Central e sistema bancário, e não em bancos individuais), é “*entesourável*”?
- se a moeda bancária, não considerando a exigência de reservas compulsórias e os encaixes temporários, rituais de passagem entre seleções de carteiras de ativos, permanece alojada, ociosa e persistentemente, nas condições normais da economia monetária contemporânea?
- se o “dinheiro comprado” (captação paga) pelos bancos pode permanecer não remunerado?

Leitura adicional recomendada:

KEYNES, J. M.. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1936). Cap. 3 (O princípio da demanda efetiva), 13 (A teoria geral da taxa de juros), 14 (A teoria clássica da taxa de juros), 15 (Os incentivos empresariais e psicológicos para a liquidez) e 17 (As propriedades essenciais dos juros e do dinheiro).

Comentário: São os capítulos da obra clássica de Keynes que contêm as diversas versões da teoria do desemprego keynesiana, além da sua teoria dos juros.

KEYNES, John Maynard. in SZMRECSÁNYI, T. (ed.). Keynes. SP, Ática, 1978. Cap. 10 (A teoria da taxa de juros) e 11 (A teoria geral do emprego).

Comentário: Nesses artigos, publicados originalmente em 1937, Keynes indicou os pontos exatos de divergência entre a sua teoria da taxa de juros, exposta na *Teoria Geral*, e o que considerava como sendo a teoria ortodoxa a respeito, e respondeu aos críticos de sua teoria do desemprego.

ROUSSEAS, Stephen. Post Keynesian Monetary Economics. Michigan, Macmillan, 1986. Cap. 3 (The Demand for Money and the Rate of Interest).

Comentário: Rousseas faz, talvez, a exposição mais didática da teoria da taxa de juros por *mark-up*.

MOORE, Basil. Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge University Press, 1988. Cap. 10 (Interest Rates: a Real or Monetary Phenomenon?); 11 (Interest Rates: an Exogenous Policy Variable).

WRAY, L. Randall. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. London, Edward Elgar, 1990. Cap. 6 (Endogenous Money and Interest Rates).

MOORE; KNOPELL; WRAY. The exogeneity of short-term interest rates: a reply to Wray. A comment. Other reply. Journal of Economics Issues. XXIX, nº 1: 258-282. march/1995.

Comentário: Esses são os textos fundamentais, na polêmica pós-keynesiana a respeito da possibilidade de reconciliação da abordagem da endogeneidade da oferta de moeda (e exogeneidade da taxa de juros) e da teoria da preferência pela liquidez.

Resumo:

1. Foram apresentadas as seguintes teorias da taxa de juros: a dos fundos de empréstimos, a da preferência pela liquidez, e a da exogeneidade dos juros.
2. Segundo a Teoria Neoclássica dos Fundos de Empréstimos, os juros constituem um prêmio pela renúncia ao *consumo imediato*; para a Teoria Keynesiana da Preferência pela Liquidez, os juros são o prêmio pela renúncia à *liquidez*.
3. A crítica de Keynes à Teoria dos Fundos de Empréstimos refere-se à interdependência entre a poupança e o investimento; a crítica a Keynes, feita por alguns pós-keynesianos, refere-se à interdependência entre a oferta e a demanda por moeda.
4. Outros pós-keynesianos fazem distinção entre a demanda por moeda e a preferência pela liquidez: a **demanda por moeda** seria a disposição por imobilizar-se, emitindo débitos para financiar *fluxos* de gastos, não impactando *diretamente* a taxa de juros; a **preferência pela liquidez** seria o desejo de ou trocar ativos ilíquidos dos portfólios por outros mais líquidos, ou pagar débito; relacionada a *estoques* (saldos), influencia *diretamente* a taxa de juros.
5. A corrente *fundamentalista* entre os pós-keynesianos tende a considerar as variações de emprego ligadas às alterações da preferência pela liquidez dos agentes econômicos como a própria essência da teoria do subemprego, elaborada por Keynes; no entanto, mesmo que a moeda não seja *retida*, não é de se supor que determinada economia, cujas decisões de investir são tomadas, individualmente, de maneira descentralizada, com pluralidade de iniciativas particulares, possa alcançar, sistematicamente, o pleno emprego da força de trabalho existente; em tal economia, o desemprego não depende do alojamento monetário individual em “reserva ociosa”, mas, simplesmente, dos impulsos (*animal spirits*) de gastar dos empreendedores.
6. A propriedade fundamental da moeda bancária, em tal (macro)economia, é que ela não é “entesourável”, em nível sistêmico; sai do circuito gastos-renda (ou não entra) quando não há demanda por ela, isto é, quando cai a demanda por crédito, devido à insuficiência de decisões de gastos com a dada taxa de juros.
7. A **questão polêmica**, então, é: como as preferências individuais pela liquidez, determinantes da formação de encaixes ociosos em *nível microeconômico*, podem ser conciliadas com a inexistência de reserva monetária voluntária ociosa (não remunerada), persistentemente, em *nível macroeconômico* (sistêmico)?