

VERDADES, CONTRADIÇÕES E MITOS





NO “MONÓLOGO” DE SAMUEL PESSÔA

José Luis Oreiro

Economista

Luiz Fernando de Paula

Economista

Na edição 97 de Insight Inteligência foi publicado um artigo de Samuel Pessôa – intitulado “Monólogo com a faca entre os dentes” – fazendo uma crítica aos escritos de André Lara Rezende (doravante ALR) nos últimos anos. Pessôa faz dois tipos de crítica a ALR. A primeira é de que as divergências que ALR apresenta com respeito à teoria convencional já foram totalmente absorvidas pela “fronteira do conhecimento” da “teoria convencional”. A segunda crítica é de que o entendimento de ALR à determinação da taxa de juros real não só é incompatível com a teoria tradicional, como é essencialmente equivocado. No referido artigo, o professor faz um percurso inusitado: começa elaborando uma razoável descrição da teoria pós-keynesiana, do qual parece aceitar algumas ideias, para em seguida propor uma síntese com a teoria convencional e, finalmente, defender a abordagem convencional da teoria monetária.

Não é nosso objetivo neste artigo defender as posições de ALR. Não temos procuração ou interesse para fazê-lo. Pretendemos com este artigo, para usar a expressão inglesa “set the record straight” (deixar as coisas em pratos limpos, numa tradução livre), a discussão econômica feita no Brasil – a qual



O TERMO “TEORIA CONVENCIONAL” É VAGO E CARECE DE SENTIDO

cai constantemente em problemas como generalizações indevidas – e a construção de caricaturas das posições divergentes em debate, com o objetivo de fazer o leitor acreditar que na economia existe uma única forma correta do ponto de vista científico de abordar um determinado problema (a qual Samuel Pessôa chama de “Teoria Convencional”) e que abordagens alternativas seriam, portanto, não científicas.

Nesse contexto, procuraremos aqui esclarecer quais afirmações de Samuel Pessôa no seu monólogo são corretas, quais são as mistificações a respeito da “confiança racional” (para usar uma variante do termo “peso do argumento” criado por Keynes no seu “Tratado sobre probabilidade” publicado em 1919) que os economistas têm sobre certas proposições e, por fim, mas não menos importante, checar quais afirmações feitas por Samuel Pessôa naquele artigo divergem de posições que esse autor apresenta em outras publicações na grande mídia.

Para iniciar nossa argumentação, é necessário definir, previamente, o termo “Teoria Convencional”, algo que Pessôa não faz em seu artigo, dando a entender implicitamente que seria um conceito autoevidente e que, portanto, carece de explicações adicionais. Toda e qualquer ciência começa necessariamente pela definição adequada de termos e conceitos para que haja clareza sobre as questões que serão analisadas a partir de um determinado arcabouço teórico.

O termo “teoria convencional” é vago e carece de sentido. Uma teoria científica é construída, primeiramente, a partir daquilo que o economista austríaco Joseph Schumpeter chamava de “visão de mundo”, que nada

mais é do que a forma pela qual o cientista, no caso em questão o economista, enxerga como o mundo funciona. Existem diversas visões de mundo. Samuel Pessôa se encaixa, salvo melhor juízo, naquilo que podemos chamar de “princípio do individualismo metodológico”, ou seja, de modo que a economia deve ser analisada do ponto de vista das escolhas racionais dos indivíduos e como essas decisões são coordenadas (ou em certos casos não) por intermédio do sistema de preços de mercado.

A partir dessa visão de mundo pode-se construir uma série de teorias ou “modelos” para explicar esse ou aquele aspecto do funcionamento do sistema econômico. Esse conjunto de modelos e teorias elaborados a partir desse princípio metodológico é denominado “Teoria Neoclássica” no meio acadêmico de economia.

Atualmente, o estado da arte ou a fronteira do conhecimento da “Teoria Neoclássica” consiste no modelo de equilíbrio geral estocástico dinâmico (DSGE) no qual se assume a existência de um agente representativo de todas as famílias que existem e existirão na economia até o dia do Juízo Final, e que esse agente representativo é um ser onisciente capaz de definir uma lista completa de eventos futuros ou “estados da natureza” que possam afetar os resultados de suas escolhas racionais feitas de hoje até o armagedon.

Essa é uma economia na qual a moeda não é essencial, ou seja, não é necessária para o entendimento do processo de tomada de decisões dos agentes, haja vista que (i) a existência de mercados contingentes completos (a ideia implícita nesses modelos de que existe um preço cotado hoje para um guarda-chuva que será entregue em Brasília no Natal de 2568, se chover) elimina a existência de incerteza e, portanto, a demanda de moeda como estratégia defensiva, face ao contexto de tomada de decisões sob incerteza (no sentido não probabilístico); (ii) a adição da moeda a esse tipo de modelo é sempre feita de forma *ad hoc*, por intermédio de “atalhos”, de maneira que a sua presença ou não no modelo não afeta a natureza da posição final de equilíbrio do sistema econômico.

Nessa classe de modelos, a taxa de juros não é o “preço da moeda”, mas sim o “preço da espera”; ou seja, quanto que o agente representativo precisa ser recompensado em termos de aumento do consumo no futuro para desistir de consumir hoje. Em outras palavras, a taxa de juros expressa o preço do consumo futuro em termos do consumo presente, refletindo assim a impaciência intertemporal do agente representativo, sendo um fenômeno não monetário. Bancos centrais não podem determinar a taxa real de juros da economia, a qual é uma relação de troca entre bens hoje e bens amanhã, mas apenas a taxa de juros nominal ou, na expressão de Kaldor (1939), “a taxa própria de juros da moeda”, a qual é definida como o retorno da moeda em termos de si mesma, constituindo-se assim na relação de troca entre moeda hoje e moeda amanhã.

Os mercados financeiros permitem ao agente representativo fazer operações de arbitragem entre a taxa de juros real e a taxa de juros monetária, alocando seus recursos entre “aplicações reais” ou “aplicações monetárias”, a depender da relação entre as taxas em consideração. Em equilíbrio, deve ser igualmente vantajoso



ATUALMENTE, O ESTADO DA ARTE OU A FRONTEIRA DO CONHECIMENTO DA “TEORIA NEOCLÁSSICA” CONSISTE NO MODELO DE EQUILÍBRIO GERAL ESTOCÁSTICO DINÂMICO



SAMUEL PESSÓA AFIRMA QUE A TEORIA CONVENCIONAL NÃO SÓ NÃO SE APOIA NA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA, COMO TAMBÉM ACEITA A ENDOGENEIDADE DA OFERTA DE MOEDA

para o indivíduo “aplicar” em bens ou moeda, ou seja, as taxas próprias de juros dos bens e da moeda devem ser iguais entre si, quando medidas na mesma unidade. Aqui entra a “identidade de Fisher”. A taxa de juros da moeda medida em termos de bens será igual a taxa de juros própria da moeda menos a taxa esperada de desvalorização da moeda frente aos bens (que é a taxa esperada de inflação).

A taxa própria de juros dos bens – a taxa real de juros – é determinada, como vimos, pelas preferências intertemporais do Agente Representativo. A taxa de juros da moeda em termos de bens será igual a diferença entre a taxa própria de juros da moeda em termos de si mesma menos a taxa esperada de inflação. O Banco Central pode fixar a taxa própria de juros da moeda no nível que desejar, mas não pode alterar a taxa real de juros. Nesse contexto, a taxa nominal de juros estará indeterminada, a não ser que exista

um elemento externo ao modelo que “fixe” ou ancore as expectativas de inflação. Esse elemento externo é a meta inflacionária que a autoridade monetária deve buscar atingir.

Se a meta inflacionária for crível, então a taxa própria de juros da moeda será igual a diferença entre a taxa real de juros e a meta de inflação. Isso posto, no modelo neoclássico da fronteira do conhecimento, o Banco Central não tem liberdade para fixar a taxa de juros em qualquer nível, embora tenha as condições técnicas de fazê-lo, porque está restrito pela obrigação institucional de obter a meta inflacionária. Quanto maior for a meta inflacionária maior terá que ser, *ceteris paribus*, a taxa própria de juros da moeda para garantir a igualdade entre as taxas de retorno das aplicações em bens e moeda.¹

Uma vez apresentada o que entendemos por “teoria convencional” passemos a análise dos argumentos de

Pessoa. Ele afirma que a teoria convencional não só não se apoia na teoria quantitativa da moeda, como também aceita a endogeneidade da oferta de moeda. Essas afirmações são corretas. De fato, a teoria neoclássica no seu atual estado da arte admite a endogeneidade da oferta de moeda (Woodford, 2003) e, ao fazê-lo, rejeita a teoria quantitativa da moeda, que se apoia explicitamente na hipótese de moeda exógena. Pessoa também afirma que a teoria convencional aceita a tese cara a assim chamada Teoria Monetária Moderna de que o governo não possui uma restrição financeira.

Essa afirmação precisa ser contextualizada. Quando o governo é introduzido nos modelos DSGE é definida a assim chamada restrição orçamentária intertemporal do governo, que estabelece que o fluxo de superávits primários obtidos pelo governo de hoje até uma determinada data futura, quando trazido para valor presente, tem que ser igual ou maior do que o valor real da dívida pública hoje. Essa é uma restrição de recursos reais, que impede o governo de comprar bens e serviços de forma ilimitada, deixando uma dívida positiva para o dia do armagedon. Em outras palavras, a restrição orçamentária do governo estabelece que a dívida do governo, em termos da capacidade de compra de bens e serviços, não pode crescer para sempre.

Essa é uma restrição de natureza intertemporal, de maneira que é *per se* compatível com a existência de déficits primários por um período indefinidamente longo de tempo, desde que não seja infinito.

Mas o que acontece se o agente representativo for um político populista com tendências autoritárias que deseja se perpetuar no poder por intermédio da distribuição de benesses para os seus eleitores? Nesse caso, o valor presente do fluxo de resultados fiscais primários pode se tornar menor do que o valor real da dívida do governo no tempo presente. Desse modo, para que a restrição orçamentária do governo seja satisfeita, é necessário que a inflação se acelere de maneira a reduzir o valor real da dívida do governo no tempo presente. Daqui se segue que, com base na teoria convencional, é impossível que o governo declare moratória da dívida que ele mesmo emite, desde que esteja disposto a aceitar a taxa de inflação requerida (mais elevada) para fazer o ajuste.

Aqui pode ocorrer um conflito com a meta inflacionária. Se a inflação necessária para fazer cumprir a restrição orçamentária do governo for maior do que a meta inflacionária, então o modelo estará, na linguagem matemática, sobre-determinado, ou seja, uma mesma variável (no caso a taxa de inflação) terá dois valores distintos. A forma natural de resolver a sobre-determinação é assumir que no caso de



O GOVERNO NUNCA IRÁ SE DEFRONTAR COM UMA RESTRIÇÃO FINANCEIRA AOS SEUS GASTOS

conflito entre a autoridade monetária e a autoridade fiscal, quem prevalece é a autoridade fiscal, ou seja, a meta de inflação será ajustada para o nível necessário, no atendimento da restrição orçamentária intertemporal do governo. Isso é o que a literatura neoclássica chama de dominância fiscal. Sendo assim, o governo nunca irá se defrontar com uma restrição financeira aos seus gastos, e muito menos declarar *default* sobre a dívida, ainda que possa ser ao custo de uma inflação maior. Portanto, a afirmação de Pessoa sobre a ausência de restrição financeira na teoria convencional também está correta.

Nossas divergências com Samuel Pessoa começam pela sua interpretação do princípio da demanda efetiva. Ele corretamente coloca que o princípio da demanda efetiva estabelece que uma relação de causalidade unidirecional do investimento para a poupança, ou seja, a poupança sempre se ajusta, por intermédio de algum mecanismo, ao volume de investimento decidido pelos empresários. O princípio da demanda efetiva foi originalmente formulado por Keynes na sua “Teoria Geral” (1936) para o curto prazo marshalliano, mas estendido para o longo prazo por Kaldor (1956) e Bortis (1997). No curto prazo, a poupança se ajusta ao investimento por intermédio de mudanças no nível de emprego dos recursos produtivos; ao passo que no longo prazo o ajuste se dá por intermédio de mudanças na distribuição de renda entre salários e lucros (Kaldor) ou



na relação entre a demanda autônoma e o nível de atividade produtiva (Bortis). Nessas condições, a poupança nunca será um obstáculo para o aumento do investimento, o qual poderá ser restrito apenas pela disposição dos bancos em conceder crédito, dada a sua capacidade de criar poder de compra novo, a qual depende da sua maior ou menor preferência pela liquidez. Em outras palavras, investimento requer financiamento, que por sua vez não se confunde com poupança² (esse ponto é assinalado por Pessôa).

Qual a nossa divergência com Pessôa sobre o princípio da demanda efetiva? No seu artigo ele afirma que:

“Todos os modelos empregados pelos Bancos Centrais mundo afora atende[m] ao princípio da demanda efetiva. A causalidade é do investimento para a poupança. Não é necessária poupança prévia para financiar o investimento.”

Os modelos usados pelos bancos centrais, exceto, mais recentemente, os modelos usados pelo Banco da Inglaterra,³ se baseiam em alguma variante do modelo DSGE. Nesse modelo, a oferta de poupança é infinitamente elástica ao nível da taxa real de juros de equilíbrio, o qual é determinada pelas preferências intertemporais do agente representativo. Supondo que o investimento seja uma função inversa da taxa real de juros, então os empresários irão investir até o ponto que o retorno real dos seus projetos de investimento for igual à taxa real de juros. Nesse contexto, um aumento da “propensão a poupar” por parte do

SE O MERCADO PRODUZIU A
DESINDUSTRIALIZAÇÃO BRASILEIRA, ISSO NÃO QUER
DIZER QUE SEJA UMA SITUAÇÃO NEUTRA DO PONTO
DE VISTA DA ALOCAÇÃO DE RECURSOS

agente representativo – isto é, uma redução da sua taxa de impaciência intertemporal – levará a um aumento do investimento, invertendo assim a relação de causalidade proposta pelo princípio da demanda efetiva. Portanto, é um mito que a teoria convencional tenha incorporado o princípio da demanda efetiva.

Samuel Pessôa deixa de lado o princípio da demanda efetiva e a teoria da preferência pela liquidez quando afirma que as elevadas taxas de poupança no Japão e na China – uma vez que a previdência pública tem benefícios muito baixos, o que leva as pessoas a pouparem parte substancial da sua renda – resultam numa taxa neutra de juros baixa, que permite níveis elevados de dívida pública. Nenhuma referência se faz ao papel crucial dos bancos públicos (inclusive bancos de desenvolvimento) no financiamento de longo prazo na China, resolvendo a problemática da restrição financeira do investimento, contribuindo assim para as elevadíssimas taxas de investimento no país. Seguindo a linha de argumentação de Pessôa, os países nórdicos europeus, com seus sistemas públicos previdenciários abrangentes, produziram baixo estímulo à poupança individual, resultando numa poupança agregada baixa e uma taxa neutra de juros muito elevada!

Outro ponto que nos chamou atenção na argumentação de Pessôa foi seu reconhecimento explícito de que a indústria de transformação é o setor de atividade econômica que está sujeito a retornos crescentes de escala. Acreditamos que ele não se deu conta das implicações desse reconhecimento não apenas para o seu “monólogo” com ALR, mas sobre as posições que o próprio economista tem assumido no debate público sobre o processo de desindustrialização do país. Se a indústria de transformação estiver sujeita a retornos crescentes de escala, conforme é atestado por vasta evidência empírica (Ros, 2013, pp. 193-196), então a indústria é o motor de crescimento da economia no longo prazo (Thirwall, 2002, cap. 3), de forma que a desindustrialização tem efeito negativo sobre o processo de desenvolvimento econômico.

Essa é a posição da escola novodesenvolvimentista brasileira, da qual os autores deste artigo não só fazem parte como contribuem para o seu aprimoramento teórico e empírico, chamando em particular atenção para os problemas causados pelo processo de desindustrialização precoce, como está ocorrendo no Brasil. O problema é que em matéria publicada no Valor Econômico em 25 de agosto de 2022, quando indagado sobre a importância do processo de desindustrialização, Pessôa afirma que

“(…) não é bom, nem ruim, é o que o mercado produziu.”



QUANDO INDAGADO SOBRE A IMPORTÂNCIA DO PROCESSO DE DESINDUSTRIALIZAÇÃO, PESSÔA AFIRMA QUE “NÃO É BOM, NEM RUIM, É O QUE O MERCADO PRODUZIU”

Aqui temos uma contradição clara com o que Samuel Pessôa afirma no monólogo com ALR e o que ele afirma na matéria do Valor Econômico. Retornos crescentes de escala é uma das possíveis causas de “falhas de mercado”, ou seja, situações nas quais o mercado produz uma alocação ineficiente de recursos. Sendo assim, se o mercado produziu a desindustrialização brasileira, isso não quer dizer que seja uma situação neutra do ponto de vista da alocação de recursos: o Estado poderia melhorar o bem-estar de toda a população se tivesse adotado as medidas corretas para deter o processo de desindustrialização precoce (ou seja, de países que se desindustrializam antes de atingirem um nível de renda per capita elevado).

Contudo, nossa maior divergência com Pessôa se dá por conta da seguinte afirmação feita em seu “monólogo”:

“O fato é que o modelo de determinação da taxa de juros que vigora hoje nos livros-textos representa uma síntese do pensamento neoclássico com a contribuição de Keynes.”

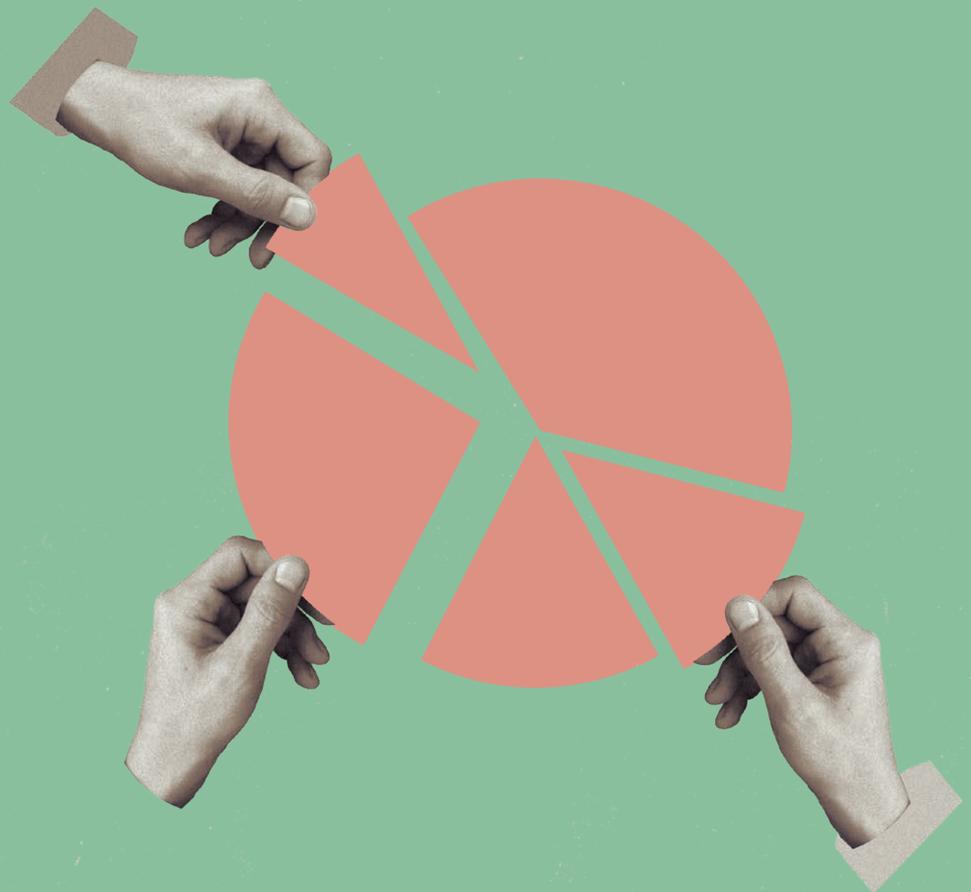
Aqui Samuel Pessôa parece querer recuperar um velho debate na história do pensamento econômico a respeito da equivalência entre a teoria dos fundos de empréstimos (a fronteira do conhecimento da teoria neoclássica nos anos 1930) e a teoria da preferência pela liquidez.⁴ Essa controvérsia teve origem com Hicks (1939[1987]) para quem:

“A taxa de juros é determinada pela oferta e procura de fundos de financiamento, ou é determinada pela oferta e procura do próprio dinheiro? (...) Espero provar que não faz a menor diferença essa forma de apresentar a questão ou se seguirmos os autores que adotam no presente momento o ponto de vista contrário. Seguidas adequadamente, as duas abordagens levam aos mesmos resultados (Hicks, 1987, p. 129).”

Samuel Pessôa faz uma pequena inovação com respeito à argumentação de Hicks. Em vez de afirmar que ambas as teorias levam ao mesmo resultado, diz que na teoria tradicional o juro médio da economia é determinado pelo modelo dos fundos emprestáveis, ao passo que a preferência pela liquidez determina os prêmios que títulos de dívida de diferentes maturidades pagam com relação ao juro médio ou básico da economia.

O primeiro problema com essa argumentação é que a estrutura dos modelos DSGE não permite o aparecimento de preferência pela liquidez, porque a liquidez só é um atributo desejável dos ativos financeiros numa situação de incerteza, ou seja, onde os agentes econômicos não são capazes de definir uma lista completa de estados da natureza que podem afetar o resultado do seu processo de tomada de decisão. Nenhum modelo DSGE pode ser construído em tais condições.

O GRANDE PROBLEMA DA ARGUMENTAÇÃO DE SAMUEL PESSÔA É QUE TODO O SEU ARTIGO ESTÁ ESTRUTURADO COM BASE NA PREMISSE DE QUE EXISTE APENAS UMA FORMA CIENTIFICAMENTE CORRETA DE ABORDAR O TEMA DA DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS NA ECONOMIA





A MOEDA É UM ATIVO *SUI* GENERIS PORQUE SEU RENDIMENTO ESPERADO E SEU CUSTO DE CARREGAMENTO SÃO IGUAIS A ZERO

Mas esse não é a nossa maior divergência com respeito à argumentação de Samuel Pessôa. O grande problema da argumentação é que todo o seu artigo está estruturado com base na premissa de que existe apenas uma forma cientificamente correta de abordar o tema da determinação da taxa de juros na economia. Discordamos totalmente disso. E vamos além. Iremos argumentar que a Teoria da Preferência pela Liquidez é uma forma alternativa de determinação da taxa de juros, na qual é a taxa de juros própria da moeda que determina a taxa real de juros, ao invés do contrário.

Keynes na sua “Teoria Geral” (TG) apresentou a determinação da taxa de juros em dois níveis de agregação distintos. Nos capítulos 13 e 15 Keynes exibe um modelo de escolha de portfólio no qual existem apenas dois ativos: moeda e títulos. Nesse contexto, a preferência pela liquidez se reduz à demanda de moeda. Para simplificar ainda mais sua argumentação, Keynes deixa de lado todos os detalhes operacionais do processo de determinação da oferta de moeda por intermédio da escolha de portfólio dos bancos comerciais, os quais ele havia apresentado no seu “Tratado sobre a Moeda” (1930), e supõe que a oferta de moeda é exógena.

Trata-se de um modelo tipo “Ford T” cujo objetivo era mostrar da maneira mais clara e direta possível que a taxa de juros é determinada pela “preferência pela liquidez”, não pela “impaciência intertemporal” dos agentes econômicos.

No capítulo 17 da TG, que aparentemente não foi do agrado de Pessôa, Keynes apresenta um modelo mais sofisticado no qual os agentes econômicos podem escolher entre diversos ativos com base na sua taxa própria de juros, ou seja, a taxa de retorno do ativo medido em termos de si mesmo. A taxa própria de juros é uma medida do retorno total do ativo, o qual inclui os rendimentos esperados pela posse ou uso do ativo, o custo de carregamento do ativo e a facilidade com a qual o mesmo pode ser convertido em meio de pagamento se e quando o seu proprietário assim o deliberar (ou seja, o prêmio de liquidez).

Dessa forma, teremos uma taxa própria de juros diferente para cada ativo existente na economia. Para que as taxas próprias de juros possam ser comparadas, é necessário que se use um denominador comum, o qual iremos supor que é a moeda. Nesse contexto, teremos que adicionar à taxa própria de juros de cada ativo a valorização ou desvalorização esperada desse ativo em termos de moeda. Feito isso, o equilíbrio de portfólio implica a equalização das taxas próprias de juros em termos de moeda.

A moeda é um ativo *sui generis* porque seu rendimento esperado e seu custo de carregamento são iguais a zero. A valorização ou desvalorização esperada da moeda em termos de si mesmo é também igual a zero. Sendo assim, parece irracional a manutenção de moeda, exceto para a realização de pagamentos, tal como estabelecia a velha e ultrapassada Teoria Quantitativa da Moeda. Contudo, a “visão de mundo” de Keynes é diferente da visão de mundo da Teoria Neoclássica. Se nela a liquidez é um atributo pelo qual os agentes não estão dispostos a pagar, devido a onisciência do Agente Representativo, para Keynes a liquidez é fundamental, pois a posse de ativos líquidos é uma espécie de seguro geral contra eventos não só inesperados, mas que sequer poderiam ser previstos. Como a liquidez é definida como o grau de conversibilidade de um ativo em meio de pagamento, então a moeda é o ativo que possui, por definição, a maior liquidez possível em todo o espectro de ativos.



PESSOA PARECE SE EQUIVOCAR AO AFIRMAR QUE A TEORIA DA DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS É UMA SÍNTESE ENTRE A TEORIA DE KEYNES E A TEORIA NEOCLÁSSICA

Mas de que forma é a taxa própria de juros da moeda que regula ou determina as taxas de retorno de todos os demais ativos da economia? Antes de responder a essa pergunta temos que concordar com Pessoa que esse ponto não está adequadamente explicado por Keynes na sua “Teoria Geral” (1936). Foi no debate com os economistas neoclássicos da sua época, após a publicação da “Teoria Geral”, que Keynes deixou mais clara a natureza da sua teoria da determinação da taxa de juros. No artigo “A Teoria da Taxa de Juros”, publicado em 1937, Keynes afirma que:

“Muito resumidamente, a teoria ortodoxa mantém que as forças que determinam o valor comum da eficiência marginal dos vários ativos são independentes do dinheiro (...) e que os preços variarão até que a eficiência marginal do dinheiro, isto é, a taxa de juros, se alinhe pelo valor comum da eficiência dos outros ativos, determinada por outras forças. A minha teoria, em contrapartida, mantém que é um caso especial e

que, num variado leque de casos possíveis, se passa quase o contrário, isto é, a eficiência marginal do dinheiro é determinada por forças que lhe são parcialmente apropriadas e os preços dos outros ativos se alinham pela taxa de juros.”

Vimos anteriormente que a taxa própria de juros de um ativo medido em termos de moeda inclui a valorização ou desvalorização esperada do ativo. No longo prazo o preço esperado de um ativo reprodutível (por exemplo, máquinas e equipamentos) deverá ser igual ao preço de oferta do equipamento de capital, o qual depende da produtividade do trabalho nas indústrias produtoras de equipamento de capital e da taxa monetária de salários. O preço de oferta é, nessas condições, o preço para entrega futura do ativo. Se o ativo em consideração puder ser transacionado em mercados secundários, ainda que pouco organizados e, portanto, com baixa liquidez, então podemos definir um preço para a entrega imediata do ativo. Se o preço para

entrega futura do ativo for menor do que o preço para entrega imediata, então haverá um estímulo para a produção de unidades adicionais desse ativo; do contrário, não.

Nesse contexto, o que acontece com a economia se houver um aumento da percepção de incerteza que leve a um aumento da preferência pela liquidez dos agentes? O resultado imediato será um aumento da taxa própria de juros da moeda, produzindo um desequilíbrio com relação a taxa própria de juros dos demais ativos. Para que o equilíbrio seja restabelecido, é necessário que o preço para entrega imediata dos demais ativos caia relativamente ao preço para entrega futura, o que no caso dos bens de capital corresponde ao seu preço de oferta. Como o preço do ativo de capital para entrega futura está mais baixo do que o preço do ativo de capital para entrega imediata, não há nenhum estímulo para a produção de novas unidades de bens de capital, o que gera uma retração do investimento.

Dessa forma, uma variação da taxa própria de juros da moeda terá causado uma variação da taxa própria de juros dos demais ativos. Trata-se de uma relação de causalidade inversa a da “teoria convencional”. Logo, Samuel Pessoa parece se equivocar ao afirmar que a teoria da determinação da taxa de juros, tal como apresentada nos livros texto de economia, é uma síntese entre a teoria de Keynes e a teoria neoclássica.

Concluindo, a diferença fundamental entre a teoria pós-keynesiana e a teoria neoclássica não se encontra no processo de criação da moeda, ou seja, na elasticidade da oferta de moeda com relação à taxa de juros, dando ensejo a uma curva de oferta de moeda mais “vertical” ou mais “horizontal”. Mas, sim, como procuramos mostrar neste artigo, no papel da moeda (e ativos líquidos) para o funcionamento da economia. Isso diz respeito à teoria da preferência pela liquidez e sua relação com a tomada de decisões sob condições de incerteza, que pode afetar abruptamente o estado de expectativas dos agentes, com implicações sobre as variáveis reais da economia (produto e emprego). É nesse sentido que Keynes disse que “a moeda afeta motivos e decisões dos agentes”, ou seja, é moeda é não neutra, seja no curto quanto no longo prazo. ●

José Luis Oreiro é professor do Departamento de Economia da UnB e pesquisador do CNPq e coordenador do Structuralist Development Macroeconomics Research Group (SDM).
joreirocosta@yahoo.com.br

Luiz Fernando de Paula é professor de Economia do IE/UFRJ e do IESP/UERJ e pesquisador do CNPq e da FAPERJ e vice-coordenador do Structuralist Development Macroeconomics Research Group (SDM).
lfpaula@iesp.uerj.br

NOTAS DE RODAPÉ

1. Aqui cabe um esclarecimento importante sobre a relação entre a taxa de juros e a taxa de inflação. No equilíbrio de longo prazo do modelo neoclássico, a igualdade entre as taxas próprias de juros dos bens e da moeda exige que a taxa real de retorno da moeda seja igual à taxa real de juros dos bens, determinada pela impaciência intertemporal do agente representativo. Isso significa que, quanto maior for a meta de inflação definida pela autoridade monetária, maior será a taxa própria de juros da moeda para que essa condição de equilíbrio seja atingida. No curto prazo, contudo, devido à existência de custos de ajustamento de preços, a economia pode operar por vários períodos em desequilíbrio. Nesse contexto, se estabelece uma relação inversa entre a taxa de juros própria da moeda e a taxa de inflação: uma elevação da taxa monetária de juros irá reduzir a taxa de inflação, até que seja atingida a meta inflacionária definida pelas autoridades monetárias. Dessa forma, a relação de curto prazo entre taxa de juros e inflação é diferente da relação de longo prazo, algo que nem ALR nem Samuel Pessoa percebem em suas análises.
2. Sobre uma discussão mais aprofundada da relação entre investimento-financeiro-poupança, ver Paula (2003).
3. Após a crise financeira internacional de 2008, o Banco da Inglaterra incorporou os modelos keynesianos de consistência entre estoques e fluxos baseados no trabalho seminal de Godley e Lavoie (2007), no seu arsenal de modelos de previsão sobre o comportamento da economia no curto e no médios prazo.
4. Sobre esse debate ver Oreiro (2001).

BIBLIOGRAFIA

- Bortis, H. (1997). *Institutions, Behaviour and Economic Theory*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Godley e Lavoie (2007). *Monetary Economics: An integrated approach to credit, money, income, production, and wealth*. Londres: Palgrave Macmillan.
- Hicks (1939[1987]). *Valor e Capital*. São Paulo: Nova Cultural (Coleção Os Economistas).
- Kaldor, N. (1939[1960]). “Keynes’s Theory of Own-Rates of Interest”, *Essays on Economic Stability and Growth*. Londres: Duckworth.
- Kaldor, N. (1956). “Alternative Theories of Distribution”. *Review of Economic Studies*, 23, 83-100.
- Keynes, J.M. (1936[2007]). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Palgrave Macmillan.
- Keynes, J.M. (1937[1984]). “A teoria da taxa de juros”. In Szmrecsanyi, T. (org). *Keynes*. São Paulo: Editora Ática.
- Oreiro, J.L. (2001). “Taxa de Juros, Preferência pela Liquidez e Fundos de Empréstimos: uma análise crítica das tentativas de demonstração da equivalência entre as teorias dos fundos de empréstimos e de preferência pela liquidez”. *Revista de Economia Política*, 21(2): 304-321.
- Paula, L.F. (2013). “Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: uma abordagem pós-keynesiana”. *Estudos Econômicos* 43(2): 363-396.
- Ros, J. (2013). *Rethinking Economic Development, Growth and Institutions*. Oxford: Oxford University Press.
- Thirwall, A.P. (2002). *The Nature of Economic Growth: an alternative framework for understanding the performance of nations*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Woodford (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. New Jersey: Princeton University Press.