

Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena*

Franklin Leon Peres Serrano**

Professor Associado do Instituto de Economia (IE) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Bolsista do Subprograma de Pesquisa Para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Membro do Grupo de Economia Política da UFRJ
Professor Adjunto do Instituto de Economia da UFRJ, Bolsista do PNPD do IPEA, Membro do Grupo de Economia Política da UFRJ

Ricardo de Figueiredo Summa***

Resumo

O objetivo deste artigo é tentar esclarecer alguns pontos do extenso debate heterodoxo sobre a taxa de juros monetária, sugerindo o uso do que se chamará de abordagem da taxa de juros exógena. Essa abordagem parte de dois princípios bem gerais, que são: (a) o governo não quebra em sua própria moeda; e (b) os bancos só emprestam para clientes considerados solventes. Buscar-se-á reforçar os argumentos Lavoie (2006), mostrando que esses ficam mais claros e melhor fundamentados a partir dos princípios da abordagem da taxa de juros exógena. Para tanto, discutir-se-ão (a) os problemas com a visão da taxa de juros determinada pela oferta e pela demanda por moeda e (b) a determinação exógena da taxa de juros (e a questão da endogeneidade da quantidade de moeda) e o “spread” dos empréstimos privados de longo prazo sob a ótica da abordagem da taxa de juros exógena.

Palavras-chave

Taxa de juros exógena; moeda endógena; Economia Monetária.

* Artigo recebido em maio 2013 e aceito para publicação em jun. 2013.

** E-mail: franklinserrano@gmail.com

*** E-mail: ricardo.summa@ie.ufrj.br

Abstract

The purpose of this paper is to clarify some points in the extensive heterodox debate about the monetary interest rate, suggesting the use of what we call the exogenous interest rate approach. This approach is based on two very general principles: (i) the government cannot be forced to default in its own currency and (ii) banks will only lend to creditworthy clients. We will reinforce Lavoie's (2006) arguments showing that they can become clearer and better founded on the principles of exogenous interest rate approach. To this purpose, we discuss (i) some problems with the view that the interest rate is determined by supply and demand for money and (ii) the determination of exogenous interest rate (and the issue of endogeneity of money supply) and the private long-term spread from the perspective of exogenous interest rate approach.

Key words

Exogenous interest rate; endogenous money; Monetary Economy.

Classificação JEL: E43.

1 Introdução

O objetivo deste artigo é tentar esclarecer alguns pontos do extenso debate heterodoxo sobre a taxa de juros monetária, sugerindo o uso do que se chamará de abordagem da taxa de juros exógena. Essa abordagem parte de dois princípios bem gerais, que são: (a) o governo não quebra em sua própria moeda; e (b) os bancos só emprestam para clientes considerados solventes. Essa abordagem segue a visão de Sraffa (Kurz, 2010; Pivetti, 1991, 2001; Ranchetti, 2002) e dispensa o uso de conceitos como funções de oferta e demanda por moeda (ou crédito) e polêmicas sobre os formatos de tais “curvas”.

Na literatura heterodoxa, é comum a referência aos que acham que a taxa de juros depende da oferta e da demanda por moeda denominando-os de “exogenistas”, bem como aos que acham que a taxa de juros é controlada pelo banco central chamando-os de “endogenistas”. Outros termos bastante usados para distinguir as duas visões são “verticalistas” *versus* “horizontalistas”. O termo verticalista refere-se ao caso extremo de uma

oferta de moeda totalmente exógena e inelástica, que implicaria uma curva de oferta de moeda vertical. O termo horizontalista refere-se ao caso extremo oposto, onde a oferta de moeda é totalmente endógena, e a “curva de oferta de moeda” é infinitamente elástica a uma dada taxa de juros e, portanto, horizontal. Existe ainda um grande debate entre os que acreditam que a moeda é endógena, da corrente pós-keynesiana, dividindo-se em “horizontalistas” e “estruturalistas”, onde os últimos argumentam que a oferta de moeda (ou crédito) seria positivamente inclinada, porque os *spreads* privados seriam pró-cíclicos.¹ Na visão deste artigo, a melhor avaliação crítica e sintética disponível desses debates é encontrada em Lavoie (2006). O objetivo aqui é reforçar seus argumentos, mostrando que esses ficam mais claros e melhor fundamentados a partir dos princípios da abordagem da taxa de juros exógena.

O artigo articula-se em mais cinco seções, além das **Considerações Finais**. Na seção 2, apresentam-se, brevemente, três visões alternativas sobre a taxa de juros. Na seção 3, discute-se a visão da taxa de juros determinada pela oferta e pela demanda por moeda e seus problemas. Nas seções 4 e 5, trata-se da determinação exógena da taxa básica de juros de curto prazo e de sua relação com a taxa longa de títulos públicos, assim como da questão da endogeneidade da quantidade de moeda. Na seção 6, apresenta-se o debate entre horizontalistas, estruturalistas e verticalistas, com maior ênfase na discussão do *spread* dos empréstimos privados de longo prazo. As **Considerações finais** compõem a última seção.

2 Três visões sobre a taxa de juros

Para a macroeconomia neoclássica ou ortodoxa, a taxa de juros, no longo prazo, é determinada pelas forças do lado “real” da economia (preferências, dotações de fatores, tecnologia), por meio do equilíbrio entre a função investimento e a função de poupança potencial.²

A macroeconomia heterodoxa rejeita essa visão e trata a taxa de juros como um fenômeno estritamente monetário. Existe, contudo, uma grande controvérsia entre os heterodoxos sobre os determinantes monetários da taxa de juros. *Grosso modo*, podem-se distinguir duas visões heterodoxas alternativas. A primeira vê a taxa de juros determinada por oferta e demanda por moeda e enfatiza a importância da incerteza sobre o futuro e a

¹ Para obter uma resenha dos pontos dos estruturalistas, ver Dow (2006), e dos horizontalistas, ver Lavoie (2006). Para saber mais sobre o debate entre os pós-keynesianos brasileiros, ver o horizontalista Costa (1993, 1994) e o estruturalista Carvalho (1993).

² Para uma visão mais detalhada, ver Serrano (2001).

“preferência pela liquidez” dos agentes.³ A segunda visão heterodoxa vê a taxa de juros monetária como determinada institucionalmente e não pelo mercado. A taxa de juros seria uma variável exógena de política, que é controlada pelas autoridades monetárias.⁴

Note-se que a ideia de que a taxa de juros é determinada por demanda e oferta por moeda também é adotada por vários autores neoclássicos (da chamada síntese neoclássica) para o curto prazo, em que preços e salários não são totalmente flexíveis, mas mantêm a visão tradicional de a taxa de juros depender das funções de investimento e poupança potencial como válida no longo prazo, em que preços e salários nominais são flexíveis. Também dentro da tradição neoclássica, cabe notar que o novo consenso em macroeconomia enxerga a taxa de juros como exógena e fixada pela autoridade monetária (AM), mas acredita que existe uma única taxa real de juros de longo prazo determinada pelos fatores reais (poupança de pleno emprego e investimento).⁵ Essa taxa real de longo prazo é chamada de taxa natural de juros.⁶

Na visão de que a taxa de juros depende da oferta e da demanda por moeda, é logicamente necessário que a oferta de moeda seja, pelo menos parcialmente, exógena. Se a moeda fosse endógena e sua oferta variasse em conjunto com a demanda, variações na demanda por moeda dos agentes não teriam efeito nenhum de alterar a taxa de juros, cujo nível, então, teria que ser explicado de outra forma.

A abordagem da taxa de juros exógena, por outro lado, é baseada em dois princípios bastante gerais e independentes de detalhes institucionais específicos. O primeiro é que o governo de um país que emite sua própria moeda não tem risco de ser forçado a uma situação de *default* de sua dívida interna por falta de dinheiro para pagar essa dívida e, por isso, fixa a taxa de juros básica da economia. O segundo princípio é o de que os bancos privados não podem ser forçados a conceder empréstimos ao setor privado.

Como se verá adiante, essa abordagem da taxa de juros exógena é plenamente compatível, mas não requer logicamente que a quantidade de

³ Visão proposta por Keynes (1982) em sua **Teoria Geral**.

⁴ Aceitando essa visão heterodoxa da taxa de juros exógena, podem-se citar o sraffiano Pivetti (1991, 2001) e os pós-keynesianos Lavoie (2006), Setterfield (2007) e Wray (2006). Para uma análise mais completa sobre as diferentes teorias da determinação da taxa de juros, ver Smithin (2006).

⁵ Para saber mais sobre o tema, ver Romer (2000). Uma das maneiras de fixar a taxa de juros pela autoridade monetária que integra esse consenso é a Regra de Taylor (Taylor, 1999), que deve buscar sempre ajustar a taxa de juros nominal, para que a taxa de juros real convirja para a taxa natural.

⁶ Para uma demonstração de que o modelo do novo consenso se assemelha bastante com o antigo modelo de Wicksell, ver Almeida (2009).

moeda seja completamente endógena. Essa visão tem a vantagem de enfatizar que a taxa de juros básica de curto prazo é uma variável de política econômica determinada institucionalmente. O fato de que a autoridade monetária fixa a taxa básica de juros de curto prazo também implica que a taxa de juros de longo vai depender basicamente das expectativas do mercado sobre o curso futuro da taxa básica do banco central. E a ideia de que os bancos privados só emprestam apenas o montante que querem e apenas para os clientes que consideram solventes acarreta que a taxa de juros dos empréstimos privados dependerá da taxa de juros de títulos públicos de longo prazo mais um *spread* determinado pelas avaliações de risco e condições de concorrência no setor bancário, não tendo relação simples e direta com o nível agregado de atividade da economia.

Assim, nessa abordagem, não é necessário raciocinar em termos de curvas ou funções de “oferta” ou “demanda” de moeda ou mesmo de crédito. As diversas (e desnecessárias) dificuldades que surgem quando se tenta explicar as taxas de juros numa economia monetária em termos de oferta e demanda serão discutidas a seguir.

3 Taxa de juros determinada pela demanda e pela oferta por moeda

A visão de que a taxa de juros depende da oferta e da demanda por moeda apresenta alguns problemas. O primeiro problema dessa visão é a dificuldade conceitual de distinguir empiricamente o que seria a oferta e o que seria a demanda por moeda. É difícil afirmar se a quantidade de moeda existente num ponto do tempo, representada pelo agregado monetário M_1 , por exemplo, se trata de oferta de moeda, de demanda, ou de nenhuma das duas, ou das duas.

Para resolver essa ambiguidade, os macroeconomistas neoclássicos, tradicionalmente, tratam a mesma quantidade de moeda M_1 como sendo a “oferta” de moeda, quando medida em termos nominais, e como sendo a “demanda”, quando medida em termos reais, deflacionada pelo índice de preços (M_1/P). Os heterodoxos que tratam a taxa de juros como determinada por oferta e demanda por moeda têm o mesmo problema de distinguir oferta e demanda por moeda e parecem aceitar esse mesmo procedimento bastante duvidoso.

3.1 A demanda por moeda

Nas teorias de oferta e demanda por moeda, os agentes demandam moeda por vários motivos. Esses motivos para se reter moeda são conhecidos como transação, precaução e especulação. Em geral, o motivo transação, isto é, a necessidade de reter moeda para poder efetuar transações, é o principal motivo pelo qual a demanda por moeda é função positiva do nível de renda e produto (Y). O motivo precaução é usado principalmente para justificar por que a demanda por moeda seria uma função inversa da taxa de juros nominal (i), pois essa taxa mediria o custo de oportunidade de se reter moeda. Dessa forma, numa visão mais tradicional, a demanda por moeda (M^d/P) seria dada por:

$$M^d/P = hY - ki \quad (1)$$

O tratamento do motivo especulação é o que diferencia a formulação da demanda por moeda de Keynes (1982) na **Teoria Geral** das outras teorias de demanda por moeda, anteriores e posteriores. Para Keynes, o motivo especulação faz com que a demanda por moeda seja uma função não do nível da taxa de juros, mas da **diferença** entre a taxa de juros corrente (i_t) e a taxa de juros esperada no futuro (i^e_{t+1}). Se os agentes acham que a taxa de juros vai subir, então, demandarão mais moeda hoje e deixarão para aplicar amanhã. Analogamente, se os agentes acham que a taxa de juros vai cair no futuro, demandam menos moeda hoje e aplicam mais, para aproveitar o rendimento maior. Assim, para Keynes (que não achava importante o efeito dos juros no motivo precaução):

$$M^d/P = hY - k(i_t - i^e_{t+1}) \quad (2)$$

A grande questão passa a ser o que determina as expectativas dos agentes sobre a taxa de juros que ocorrerá no futuro.⁷ Se as expectativas sobre os juros no futuro mudassem de maneira súbita e repentina, a demanda por moeda proposta por Keynes seria potencialmente muito instável. Por outro lado, se essas expectativas dependessem da própria taxa vigente no momento ou ocorrida no passado recente, o efeito especulativo desapareceria da função demanda por moeda.

A macroeconomia da síntese neoclássica (Hicks, 1939) retirou esse efeito da curva de demanda por moeda, ao supor que a taxa de juros

⁷ Aqui é importante distinguir a visão de Keynes, no Capítulo 14 de **A Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda**, de preferência pela liquidez pelo motivo especulação, que, nesse caso, diz respeito apenas a apostas sobre qual será a taxa de juros no futuro, da visão do Capítulo 17 da mesma obra, em que a moeda rende um prêmio de liquidez. Os conceitos de liquidez como aposta e prêmio são completamente distintos, e o termo preferência pela liquidez é usado para os dois casos. A maioria dos pós-keynesianos segue usando o termo preferência pela liquidez para denotar o efeito "prêmio".

esperada no futuro era a taxa natural de juros. Assim, a função demanda por moeda (e, por consequência, a curva LM) ficou mais estável e regular. Isso foi importante do ponto de vista da síntese neoclássica, pois a instabilidade das expectativas poderia fazer a LM ficar instável e atrapalhar, por exemplo, a operação do efeito Keynes.

3.2 A oferta de moeda

A medida de oferta monetária mais tradicionalmente adotada é o M_1 : depósitos à vista (DV) mais o papel-moeda em poder do público ($PMPP$).

$$M_1 = DV + PMPP \quad (3)$$

Na visão da oferta de moeda exógena, o M_1 é exógeno, porque a base monetária é exógena, e o chamado multiplicador monetário também é estável e exógeno.

A base monetária (H), que é a soma das reservas bancárias (RB) e do papel-moeda em poder do público, $PMPP$, é exógena e determinada pelo governo:

$$H = RB + PMPP \quad (4)$$

Para simplificar, vai-se supor aqui que o papel-moeda em poder do público, $PMPP$, é igual a zero, ou seja, que todos os pagamentos são feitos por cheque ou cartão de débito automático. Nesse caso, a oferta de moeda M_1 fica igual aos depósitos à vista, DV , e a base monetária fica igual às reservas bancárias, RB . A hipótese de base monetária exógena, então, transforma-se na ideia de que a quantidade de reservas disponíveis para os bancos é fixada exogenamente pelo governo.

Além disso, vai-se supor que ou o governo estipula a proporção dos depósitos que os bancos terão que manter como reservas bancárias (através do chamado compulsório), ou, então, os próprios bancos, por precaução, mantêm uma fração fixa de seus depósitos como reservas. Chamar-se-á esse coeficiente de reservas dado de f , sendo f um número positivo menor do que um.

Dado um f exógeno, supõe-se que os bancos vão emprestar tudo o que podem, mantendo essa proporção de reservas. Dessa forma, as reservas bancárias são proporcionais aos depósitos à vista:

$$RB = f \cdot DV \text{ com } f < 1 \quad (5)$$

Porém a interpretação, sob o ponto de vista da moeda exógena, é a de que a direção causal vai das reservas para os depósitos, pois essas determinam a quantidade efetiva de empréstimos, que, por sua vez, determina os depósitos:

$$DV = (1/f).RB \quad (6)$$

E $(1/f)$ é também o multiplicador monetário nessa economia (supondo que $PMPP = 0$). Assim, dada a hipótese de que $PMPP = 0$, o multiplicador monetário será a razão entre o M_1 e a base monetária H :

$$H = RB \quad (7)$$

$$M_1 = DV \quad (8)$$

Logo,

$$(M_1 / H) = 1/f \quad (9)$$

Nessa formulação, vê-se, com clareza, que o multiplicador monetário é maior que a unidade e que os bancos criam moeda exatamente porque as reservas são apenas uma fração dos depósitos.

Para que a moeda seja exógena, é necessário que a base monetária seja exógena e que os bancos emprestem tudo o que podem, de forma a manter a proporção entre depósitos e reservas. A ideia é que a moeda seria uma espécie de “batata quente” (Tobin, 1971), a qual, à medida que a base é criada, suscita, por sua vez, empréstimos e depósitos de maneira a atender a proporção f desejada pelos bancos.

Mesmo considerando a base exógena, o próprio fato de os bancos se recusarem a criar empréstimos, seja porque não encontraram clientes demandando crédito na quantidade necessária, seja porque julgaram que uma parcela desses não era solvente ou não tinha projetos factíveis, já tornaria a moeda endógena.

Outro ponto importante é que se supôs que o multiplicador é exógeno e estável. Mas mesmo que o multiplicador mude, porque os bancos implementaram uma política ativa de conseguir depósitos (Tobin, 1971), para a moeda ser exógena, é necessário que a base criada exogenamente seja completamente emprestada, tendo em vista possíveis mudanças no multiplicador decorrentes da política de captação de depósito dos bancos⁸.

⁸ Até aqui se considerou que o $PMPP = 0$, mas a eliminação dessa hipótese simplificadora não altera o resultado do que se disse. Se j fosse a razão entre $PMPP$ e DV , ter-se-ia, então, $M_1/H = (1 + j)/(f + j)$. No caso em que o $PMPP$ fosse positivo, o multiplicador diminuiria, pois dependeria negativamente da relação entre depósitos à vista $PMPP$ e DV , uma vez que, quanto maior o $PMPP$, menor é o multiplicador. Da mesma forma, dadas a fração de reservas f e a relação $PMPP/DV$ (devido a esse novo multiplicador), para a moeda ser exógena, seria novamente necessário que os bancos emprestassem tudo o que podem. Obviamente, o multiplicador pode mudar, caso os bancos implementem uma política ativa de captação de depósitos (Tobin, 1971), mas isso em nada altera o argumento de que, para a moeda ser exógena, é necessário que a base criada exogenamente seja completamente emprestada para um dado multiplicador. Note-se que variações na razão entre $PMPP$ e depósitos à vista em nada afetariam a taxa básica de juros fixada pelo banco central, nem o montante de novos empréstimos feitos pelos bancos.

3.3 A determinação da taxa de juros

Combinando essa visão da oferta de moeda exógena com a demanda por moeda, pode-se determinar a taxa de juros de equilíbrio através da equação:⁹

$$(H.(1/f))/P = hY - ki \quad (10)$$

Nesse caso, à medida que a economia se expande (aumento de Y), cresce a demanda por moeda pelo motivo transação, e, dada uma oferta exógena de moeda, a taxa de juros aumenta, para equilibrar uma oferta menor de moeda restante com a mesma demanda pelo motivo especulação. O preço crescente do crédito seria, assim, uma consequência da sua maior escassez relativa, decorrente do aumento da demanda por moeda para realizar transações na economia.

Porém esses resultados dependem da ideia de que a oferta de moeda no conceito M_1 é exógena, e essa depende, fundamentalmente, da hipótese de que os bancos emprestam tudo o que podem para dado f . Isso foi racionalizado pelos autores neoclássicos como sendo baseado na hipótese de que os bancos operam num mercado de capitais perfeito, onde há concorrência e informações perfeitas e não há, do ponto de vista de cada banco individual, um limite para o número de tomadores de empréstimos com capacidade efetiva de pagamento (Tobin, 1971). Essas hipóteses estão, evidentemente, em contradição com a ênfase de Keynes sobre a importância da incerteza, mas parecem ser necessárias para sustentar a ideia de moeda exógena, que o próprio Keynes usou na **Teoria Geral**.

Porém, se não se assumem essas hipóteses extremas — de que os bancos emprestam tudo que podem e que encontram clientes solventes e em número suficiente para absorver a quantidade máxima de moeda (base monetária vezes multiplicador monetário) —, que não fazem o menor sentido, a ideia de que a “oferta” de M_1 é exógena se torna difícil de ser sustentada.

⁹ Conforme já discutido neste artigo, é difícil distinguir, empiricamente, o que é demanda por moeda de o que é oferta de moeda. Porém outra questão inconveniente é distinguir o que é uma situação de desequilíbrio da função de oferta de moeda de uma situação de desequilíbrio da função de demanda por moeda. No modelo *IS-LM*, por exemplo, é fácil entender um desequilíbrio entre demanda agregada e produto (os estoques ficam diferentes do nível desejado) e, portanto, uma situação fora da curva *IS*. Porém o que seria uma situação fora da curva *LM*? Nos livros textos, a “solução” para esse problema teórico é uma suposição *ad hoc* de que o mercado monetário se ajusta instantaneamente, de forma que a oferta é sempre igual à demanda, e, assim, o equilíbrio no modelo *IS-LM* ocorre sempre sobre a curva *LM* (Dornbusch; Fischer, 1991, p. 158).

4 A moeda endógena

Hoje em dia, até os autores mais ortodoxos estão aceitando que o governo não controla a oferta monetária, mas, sim, a taxa básica de juros da economia. O que o governo faz é fixar uma taxa básica de juros e vender ou comprar qualquer quantidade de títulos públicos de curto prazo a essa taxa.

O banco central faria isso, porque a relação empírica entre agregados monetários e renda nominal desapareceu a partir dos anos 80 do século XX. A explicação desses autores mais tradicionais é que, a partir dessa década, com a desregulação e a globalização financeira, houve um grande número de inovações financeiras, que criaram uma grande quantidade de ativos financeiros parcialmente capazes de substituir a moeda em algumas de suas funções, o que teria feito a demanda por moeda ficar muito instável (Judd; Scadding, 1982). Assim, na prática, teria ficado impossível para os bancos centrais fixar metas para a quantidade de moeda,¹⁰ pois, com a demanda por moeda instável, a taxa de juros flutuaria demais, gerando instabilidade financeira.

Esses autores defendem, então, que não é a teoria monetária descrita acima que está errada. A política de fixação de metas quantitativas para a oferta monetária funcionou bem no passado, quando havia poucas quase-moedas disponíveis. Hoje em dia, no entanto, os bancos centrais prefeririam estabelecer uma meta para a taxa básica de juros, para evitar que a instabilidade da demanda por moeda torne a taxa de juros volátil demais. Nessa visão, a moeda é, em princípio, exógena; mas, por uma opção do banco central, que prefere adotar uma política de acomodação das mudanças da demanda por moeda, ela fica parecendo endógena.

Para os economistas heterodoxos endogenistas, no entanto, a moeda endógena não é resultado de um tipo particular de política, mas uma característica estrutural da economia capitalista. A questão central é que nada obriga os bancos a emprestarem tudo o que podem, e, particularmente, não é verdade que os bancos sempre têm um número potencialmente ilimitado de clientes solventes e honestos.¹¹ Assim, os bancos, no mundo real, operam fixando uma taxa de juros através da adição de uma margem (*spread*) acima da taxa de juros básica do banco central e só

¹⁰ Uma frase emblemática sobre esse ponto veio do Presidente do Banco Central do Canadá, Gerald Bouey: “*We didn’t abandon monetary aggregates, they abandoned us*”. Charles Goodhart definiu esse problema da seguinte maneira: “[...] *whatever monetary aggregate was being targeted by a central bank turned out to be the one with the lowest correlation with nominal income*” (De Long, 2000, p. 92). Essa proposição acabou conhecida como a Lei de Goodhart.

¹¹ Para uma análise da questão dos clientes solventes, ver Wolfson (1996).

emprestam para aqueles que consideram capazes de pagar essa taxa. Na visão endogenista, a quantidade de empréstimos fica limitada pela demanda por crédito a essa taxa de juros fixada pelos bancos. Por isso, muitas vezes, a quantidade de crédito é dita *demand-led* nessa visão.¹²

O volume de empréstimos determinados dessa forma é que cria os depósitos e, portanto, a moeda (M_1). Dessa forma, na visão da moeda endógena, a causalidade vai dos empréstimos para os depósitos, e, portanto, a quantidade de moeda, M_1 , é sempre endógena em qualquer economia. Basta admitir que os bancos não são forçados a emprestar para quem eles acham que não tem condições de pagar, para se ver que o total de empréstimos e, portanto, o M_1 são sempre endógenos.

Dados os empréstimos concedidos e a fração de reservas desejadas, f , os bancos determinam o quanto vão precisar de reservas. Se, por acaso, os depósitos em um banco particular não estiverem na proporção adequada, esse banco pode tomar empréstimos de outros bancos no mercado interbancário. Se o sistema como um todo é deficitário em reservas, esses podem tomar emprestado do banco central na taxa *overnight*, que opera dessa maneira em suas operações rotineiras de mercado aberto. Como o governo fixa a taxa básica de juros, conseqüentemente, ele compra e vende qualquer quantidade de reservas bancárias a essa taxa.¹³

Ainda assim, caso os bancos não consigam obter as reservas no mercado aberto, podem recorrer ao redesconto, pois a autoridade monetária, em geral, não nega ser o emprestador de última instância e garantidor da liquidez do sistema bancário e de pagamentos (ainda que esta última opção acabe sendo punitiva para os bancos que tomam redesconto).

Dessa forma, nessa visão, ao contrário da visão da moeda exógena, são os empréstimos a uma dada taxa de juros que determinam os depósitos

¹² Lavoie (2006) usa esse termo. Porém, como a quantidade de crédito, por um lado, depende da existência de demanda por ele, mas, por outro, depende de a instituição financeira decidir se o cliente é solvente ou não e se, de fato, receberá o empréstimo, preferiu-se não chamar a quantidade de crédito de *demand-led*, justamente porque nem toda a demanda por crédito, de fato, se materializa.

¹³ Segundo Santiago (2012), na prática, é comum que o sistema bancário se antecipe e se mova para a nova meta, sem que nem mesmo sejam necessárias significativas atuações do banco central no mercado aberto. Esse efeito é conhecido, na literatura, por efeito antecipação. Podem ocorrer, ainda como resultado do efeito do anúncio efetivo da nova meta do banco central, ajustamentos posteriores do "mercado", que façam a taxa básica de juros convergir para a meta do banco central sem operações desse no mercado aberto, o que é conhecido, na literatura, como *open mouth policy*. Ver também, sobre o tema, Borio e Disyatat (2009). Para conhecer o funcionamento detalhado do modo operacional da fixação da taxa básica de juros nos EUA (Fed Funds rate), ver Fulwiller (2006). Para conhecer o sistema de corredor da taxa de juros, ver Whitesell (2006). Para obter uma análise das mudanças na operação do Federal Reserve System (FED) após a crise de 2008, ver Lavoie (2010) e Santiago (2012).

à vista, e estes determinam as reservas bancárias desejadas. Com essa causalidade invertida, alguns autores sugerem que seria mais adequado estabelecer um **divisor** monetário ao invés de um multiplicador.¹⁴

Sempre supondo, para simplificar, que $PMPP = 0$, ter-se-ia, com a moeda endógena:

$$RB = f.DV \text{ ou } H = f.M_1 \quad (11)$$

Note-se que, usando esse argumento do “divisor” monetário, se está supondo que não apenas o M_1 , mas a própria base monetária é totalmente endógena, pois o banco central está sempre provendo aos bancos exatamente o montante de reservas que esses precisam.

O problema é que o argumento forte a favor de a moeda ser estruturalmente endógena só se aplica inteiramente ao M_1 . E o M_1 endógeno mais a fração de reservas, f , só determinam as reservas bancárias e a base monetária **desejadas** pelo conjunto dos bancos. É verdade que, logicamente, o banco central pode recusar-se a criar base monetária e reservas no montante desejado ou requerido pelos bancos, embora, na prática, o medo de causar uma crise bancária e desorganizar o sistema de pagamentos em geral impeça que o banco central não provenha a liquidez desejada. Por esse caminho, é possível que a base monetária seja parcialmente exógena. Além disso, há duas fontes primárias de emissão de base exógena, que são as variações das reservas internacionais, que aumentam a base, e eventuais gastos públicos não cobertos por impostos ou lançamento de títulos públicos, que também ampliam a base monetária exogenamente.¹⁵ Dessa forma, vê-se que, embora o M_1 seja totalmente endógeno, a base tem elementos exógenos.

No entanto, o caráter parcialmente exógeno da base em nada muda o fato de que a taxa básica de juros é exógena, pois tudo o que ocorre, quando, por exemplo, a base monetária cresce exogenamente a uma dada taxa de juros, por conta, diga-se, de um superávit na balança de pagamentos, é que os bancos ficam com mais reservas do que desejavam, e a relação f efetiva aumenta. Nesse caso, como nada ocorreu para aumentar o número de clientes solventes à taxa de juros vigente, os bancos não vão aumentar os empréstimos. Podem ocorrer duas coisas a partir daí. A primeira (menos provável) é que os bancos continuarão retendo essas reservas adicionais que não rendem juros, mas que são um investimento melhor do que fazer um empréstimo a um devedor duvidoso. Nesse caso, o único efeito é o sobre o valor de f (a fração desejada de reservas aumentou). A segunda possibilidade, que, provavelmente, ocorre na imensa maioria dos casos, é

¹⁴ Essa sugestão é feita por Lavoie (1984).

¹⁵ Esse ponto também é explorado em Wray (2006).

que o banco procure uma aplicação mais segura do que os empréstimos ao setor privado, mas que renda juros. A escolha óbvia seria o banco pegar as reservas excessivas e comprar títulos públicos, que rendem juros, mas não têm risco e possuem alta liquidez, caso seja necessário usar essas reservas em algum momento. Como a AM, em suas operações rotineiras de mercado aberto, compra e vende títulos de curtíssimo prazo (inclusive com opção de recompra (“*repo*”)), essa opção acaba parecendo muito mais interessante para os bancos que sobram com reservas acima das desejadas no fim do dia.

Só que, quando os bancos comprem títulos públicos, eles pagam com moeda e, necessariamente, contraem a base monetária. Nesse caso, a fração f efetiva volta ao seu valor normal ou desejado, e a base monetária, no final, acaba sendo completamente endógena.

A moral da história é que, em geral, a base monetária também é endógena e segue o crescimento de M_I . Quando, por acaso, há algum choque exógeno na base, esse é absorvido por variações na fração de reservas f . Assim, não existe, propriamente, um multiplicador bancário (que requer M_I exógeno), nem um divisor monetário (que requer que a base H seja completamente endógena). Na prática, I/f é apenas a razão *ex-post* entre um M_I completamente endógeno e uma base H bastante, mas não inteiramente, endógena e, mais importante, varia sem impacto nenhum sobre a taxa de juros. Note-se que a existência de empréstimos interbancários também dá bastante flexibilidade à fração de depósitos f que os bancos realmente precisam manter em caixa.

Como, apesar de o M_I ser totalmente endógeno, a base monetária, a princípio, não é, considera-se mais adequado designar de abordagem da taxa de juros exógena, em vez de abordagem da moeda endógena, a visão de que a taxa de juros monetária é determinada, institucionalmente, pelo banco central.

5 Taxa de juros exógena

Até aqui se falou, simplesmente, de taxa de juros de maneira simplificada. Porém o que existe é um espectro de taxas de juros em uma economia. Primeiro, tem-se a taxa básica de juros, que é a taxa de curtíssimo prazo definida nas operações de mercado aberto (taxa de um dia, *overnight*). É a taxa de juros do governo de curtíssimo prazo. Além disso, existe a taxa de juros privada de curtíssimo prazo, que é a taxa definida nas operações interbancárias.

Para os prazos mais longos, existe a taxa de juros do governo, que é a taxa de juros paga por títulos públicos de prazos mais longos. Além disso, há também a taxa privada de longo prazo, que é aquela dos demais tipos de empréstimos privados.

A abordagem da taxa de juros exógena postula que, primeiramente, a autoridade monetária tem o poder de fixar a taxa de juros de curtíssimo prazo do governo (a taxa para empréstimos de curtíssimo prazo nas operações de mercado aberto, *overnight*). O argumento mais forte para justificar esse poder de fixar a taxa básica de juros vem do fato de que a função primordial da moeda é ser o meio de pagamento definido pelo Estado como a forma legal de pagar os contratos, dívidas e impostos. Assim, o único devedor que não tem risco de ficar sem moeda para pagar seus compromissos é o Estado, pois é ele mesmo que emite a moeda. Dessa forma, a taxa de juros que o Estado oferecer para sua dívida fixará o piso das taxas de juros do mercado, pois todos os outros devedores naquela moeda têm risco mais alto do que o governo.¹⁶ É pelo fato de a moeda ser estatal, de cunho forçado, e não porque a “oferta” de moeda é horizontal, que o governo fixa a taxa básica de juros. Afinal, o empréstimo de um dia para o governo, que, por definição, não quebra na própria moeda, que renda qualquer taxa de juros maior que zero, já será preferível que a moeda, que não rende juros.

Essa taxa básica de juros definida nas operações de mercado aberto, por sua vez, será muito próxima da taxa de operações no interbancário (empréstimo entre bancos no *overnight*), uma vez que o banco central também opera nesse mercado interbancário e garante, via operações de mercado aberto, a quantidade de reservas necessária, caso o sistema bancário como um todo esteja deficitário ou superavitário. Assim, se o banco central compra e vende qualquer quantidade de títulos públicos, fixando o preço, os bancos não vão comprar e vender reservas a preços muito diferentes. Dessa maneira, a taxa do mercado interbancário fica muito próxima da taxa de juros básica fixada pela autoridade monetária.¹⁷

Alguns autores aceitam que a taxa básica de juros de curto prazo é determinada pelo governo, mas acreditam que as taxas de longo prazo dos títulos públicos são determinadas pelo mercado e, portanto, argumentam que essas taxas longas devem ser explicadas pela oferta e pela demanda

¹⁶ Podem ser citados como teóricos da moeda estatal Knapp (1924) e Lerner (1951). Essa abordagem foi recuperada ultimamente pelos pós-keyensianos de Kansas City, como Wray (1998). Para uma análise dos economistas que, na história do pensamento, pressupunham a existência de moeda estatal, ver Tcherneva (2006).

¹⁷ É interessante notar que a taxa de juros básica é exógena mesmo no caso em que o banco central não exija que os bancos detenham certo montante de reservas compulsórias. Para uma discussão sobre os motivos desse fato, ver Rochon e Rossi (2011) e Fullwiller (2006).

dos diferentes títulos, de acordo com a teoria de escolha do portfólio (Kahn, 1972)¹⁸. Isto é, a diferença entre a taxa básica e a taxa de longo prazo é que seria determinada pela demanda e pela oferta dos vários ativos e dependeria da preferência pela liquidez dos agentes.

O problema é que essa visão é bastante irrealista, porque é completamente estática. Afinal, essa teoria da escolha de portfólio só leva em conta a escolha, no período presente, entre os diversos ativos. A questão é que, além dessas escolhas estáticas, é preciso levar em conta o fato de que títulos públicos de diferentes prazos são substitutos muito próximos (seriam perfeitos na ausência de incerteza sobre a taxa básica no futuro). Assim, por exemplo, ao longo do tempo, um título de dois anos sempre tem como um substituto potencial muito próximo duas aplicações seguidas em títulos de um ano, e assim por diante.

No mundo real, esse tipo de operação é muito importante, e a taxa dos títulos públicos de longo prazo não consegue descolar-se muito de ser composta como uma função da taxa de curto prazo (taxa básica do governo) e uma expectativa da taxa de curto prazo no futuro. O governo, portanto, ao controlar diretamente a taxa básica de curto prazo, tem enorme influência nas taxas longas e pode controlá-las indiretamente, se der indicações claras da direção em que vai fixar as taxas de curto prazo no futuro.

Viu-se até aqui que a ideia da taxa de juros exógena se aplica ao controle direto da taxa básica de juros pelo governo e ao controle indireto da taxa dos títulos públicos de longo prazo. Precisa-se saber, entretanto, o que determina a taxa de juros privada de longo prazo.

6 O *spread* privado: verticalistas, horizontalistas e estruturalistas?

É comum verem-se os seguidores da abordagem da taxa de juros exógena designados como “horizontalistas” em contraste com os “verticalistas” da abordagem da moeda exógena. Essa designação levou muitos autores a afirmarem que, para os horizontalistas, a oferta monetária (de crédito) seria infinitamente elástica a uma taxa de juros constante (horizontal) e que, para os verticalistas, a oferta seria totalmente inelástica (vertical). Como já se afirmou na seção 2 deste artigo, uma oferta monetária exógena (seguindo Keynes da **Teoria Geral** e a síntese neoclássica) geraria uma curva de oferta de crédito positivamente inclinada, com a taxa

¹⁸ Para uma discussão sobre essa teoria da escolha do portfólio de Kahn, ver Silva (2010).

de juros positivamente relacionada com a renda. Ou seja, quanto mais aumentasse a renda, maior seria a demanda por motivo transação, e maior seria a taxa de juros para dada oferta de moeda exógena.

Além desses dois extremos a respeito da exogeneidade ou não da moeda, há também uma posição de meio termo, conhecida como estruturalista, em que a oferta de crédito ocorre com uma taxa de juros mais alta, à medida que a renda aumenta, ainda que a moeda seja vista como endógena também nessa visão. A questão aqui é que, por mais que, de fato, os bancos criem depósitos e o banco central acomode a demanda por reservas, fixando a taxa básica de juros,¹⁹ o *spread* de longo prazo entre a taxa básica de juros e o custo do crédito privado é que seria pró-cíclico, e, dessa maneira, a taxa de juros do crédito privado elevar-se-ia, à medida que aumentasse a renda.

Antes de se entrar na questão do *spread*, entretanto, o primeiro ponto a esclarecer é que a diferença entre moedas endógena e exógena não se refere ao formato da curva de oferta de moeda (ou de crédito). A ideia de que a moeda (M_1) é endógena torna sem sentido sequer desenhar uma curva de oferta de moeda, pois nunca existe desequilíbrio entre oferta e demanda de moeda. Afinal, quando, a uma dada taxa de juros, os bancos decidem fornecer empréstimos e estes são depositados nos outros bancos, estão sendo criadas tanto a “oferta” quanto a “demanda” de moeda simultaneamente e, necessariamente, no mesmo montante. Assim a “curva” de “oferta” de moeda, a rigor, é superposta à curva de “demanda” por moeda, pois se referem à mesma coisa: a quantidade de moeda que foi criada. Isso é verdade, seja qual for o comportamento do *spread* privado em relação à taxa básica do banco central.²⁰ Esse argumento reforça ainda mais a ideia de que o debate heterodoxo deve ser estabelecido em termos da taxa de juros exógena. Grande parte da confusão do longo debate entre “horizontalistas” e “estruturalistas” poderia ser evitada, caso os termos em acordo fossem, desde o início, os determinantes da taxa de juros privada de longo prazo e não qual a inclinação da curva de oferta de crédito, tal como defende Setterfield (2007).

¹⁹ É importante notar que, nessa visão estruturalista, não é consenso que a taxa básica de juros, de fato, é exógena (ver, por exemplo, Dow (2006)).

²⁰ A origem da confusa pedagogia de desenhar curvas de oferta de moeda horizontais vem de uma sugestão de Kaldor, ainda que ele mesmo acreditasse na moeda endógena e, portanto, no fato de que o importante é a quantidade de moeda criada (dessa maneira, a “oferta” e a “demanda” de moeda são interdependentes): “*Now in the case of credit money, the proper representations would 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. 241).

A taxa de juros dos empréstimos privados seria determinada por um *spread* sobre a taxa básica de juros, em que i_p é a taxa de juros dos empréstimos privados, θ é o *spread*, e i é a taxa básica de juros²¹.

$$i_p = (1 + \theta)i \quad (12)$$

Seguindo a proposta de Setterfield (2007), o que deve ser discutido é se há relação entre o *spread* e o nível de atividade da economia.²²

Para os estruturalistas, haveria uma relação entre o nível de atividade e o *spread* por alguns motivos: (a) com o nível de atividade maior, os bancos emprestariam mais e, para tanto, teriam que gerenciar seu passivo, que só poderia ser obtido a custos crescentes (Pollin, 1991);²³ (b) a situação de fragilidade financeira das firmas, devido ao risco crescente, levaria a um aumento do *spread* cobrado pelos bancos (Wray, 1990).²⁴

Os horizontalistas, por outro lado, não acreditam que esses mecanismos funcionem e propõem que não há uma relação entre o nível de atividade e a taxa de juros. Assim, aplicando o mesmo raciocínio da taxa de juros exógena já exposta, esse debate acaba sendo um pouco confuso, ainda que Setterfield tenha ajudado a esclarecer e colocá-lo de uma maneira mais compreensível, pois, se for tomado apenas pela aparência das curvas

²¹ Pode-se, realisticamente, considerar que o que importa não é apenas a taxa básica de juros que a instituição financeira consegue no dia em que concede o empréstimo, mas, sim, a evolução da taxa básica que ela espera durante o período de duração do empréstimo.

²² Na verdade, Setterfield também considera importante debater os estruturalistas que acreditam que a taxa de juros básica tem relação com o nível de atividades, como Palley (1996), que usa o argumento de que, como a AM responde usando a regra de Taylor, há relação positiva entre nível de atividade e taxa básica de juros. O fato de a AM seguir uma regra não muda o fato de que a taxa de juros é exógena e fixada institucionalmente por ela. Assim, como essa reação da AM não é um mecanismo automático do mercado, mas, sim, uma variável de política econômica que depende do arcabouço institucional de cada país, deixa-se a análise da relação entre a taxa de juros e o nível de atividade para o *spread* de longo prazo.

²³ Argumentos similares podem ser encontrados em Palley (1996, 1998). Esse argumento apresenta problemas, pois significa que o banco central não acomodaria uma expansão do crédito com reservas para os bancos. Talvez esse fato seja verdade para um banco individual, pois o banco central pode querer punir um banco que se alavanque demais, mas transportar esse argumento para o sistema bancário como um todo parece ser uma falácia da composição.

Na visão de Carvalho (1993), os bancos teriam preferência pela liquidez, e, nesse caso, os custos seriam não os custos efetivos da política de acomodação pelo banco central, mas, sim, uma espécie de prêmio de liquidez que deveria ser paga pelos bancos. Porém é bastante estranho achar que um banco privado tem preferência (no sentido de prêmio, ver nota de rodapé 7) pela liquidez, uma vez que, por definição, a atividade de um banco é, justamente, obter lucro a partir da situação de iliquidez, ao tomar emprestado no curto prazo e emprestar em prazos mais longos.

²⁴ Para uma visão mais crítica sobre os argumentos estruturalistas, ver De Lucchi (2011) e Silva (2011).

de oferta de crédito, se chega à conclusão que os estruturalistas defendem, de que há uma relação estável, contínua e positiva entre o nível de atividade e o *spread* cobrado pelas instituições financeiras (a curva de oferta de crédito é contínua e positivamente inclinada), ou que não há qualquer relação entre o nível de atividade e o *spread* cobrado pelas instituições financeiras, tal como pareceria a explicação horizontalista.

A visão aqui proposta de discutir essas questões em termos de taxa de juros básica exógena e *spread* dos empréstimos privados permite fugir do debate da inclinação das curvas. Em primeiro lugar, não é preciso, *a priori*, supor alguma relação estável entre nível de atividade e *spread*, apenas para justificar a tradição de desenhar curvas de oferta e demanda por crédito. A magnitude do *spread* bancário depende dos coeficientes de depósitos compulsórios, impostos, práticas colusivas, barreiras à entrada no setor bancário e de elementos de risco.²⁵ É perfeitamente possível (e a experiência empírica parece comprovar) que o *spread* bancário seja anticíclico e diminua, quando o número de empréstimos e o nível de atividade da economia aumentam, pois seria possível diluir o risco das carteiras dos bancos por um número maior de clientes, e, além disso, a probabilidade de falências e inadimplências é bem menor, quando a economia está expandindo-se e o desemprego diminui.

Nesse mesmo sentido, uma vez que as margens de lucro seguem a taxa monetária de juros (Pivetti, 1991), pode haver um reforço do comportamento anticíclico do *spread* dos empréstimos privados, devido ao aumento da taxa básica de juros e de seus efeitos sobre a taxa de juros de longo prazo.²⁶

Em segundo lugar, diversas instituições financeiras agem restringindo quantidade e não alterando o *spread*. Essa ideia está presente em Wolfson (1996), que diz que os bancos emprestam para os clientes que eles consi-

²⁵ No caso do Brasil, o *spread* bancário é visto como bastante alto e rígido para baixo (Manhiça; Jorge, 2012). Convém notar que se tem a existência de importantes bancos públicos no Brasil. Esse bancos acabam tendo um grande poder de determinar o nível de *spread* de maneira política, para diferentes tipos de operações, pois, devido à concorrência, os bancos privados teriam que seguir os públicos, para não perderem clientes e *market-share*. Os bancos públicos justificavam esses níveis e rigidez como preocupação com os acionistas minoritários, porém, em 2012, por motivos de política econômica, os *spreads* dos bancos públicos foram reduzidos rápida e consideravelmente, e os bancos privados seguiram esse movimento (DIEESE, 2012).

²⁶ Esse resultado de *spread* anticíclico é encontrado para o Brasil no estudo de Manhiça e Jorge (2012), e os dois canais, da taxa de desemprego e do nível da taxa básica de juros, são significantes estatisticamente e têm os sinais condizentes com o exposto acima. Para um resumo sobre a discussão dos *spreads* nos EUA, em que os dados ilustram que não se pode prever, *a priori*, o comportamento do *spread* bancário, ver Santiago (2012, Cap. 2).

deram solventes.²⁷ Assim, acima de certa quantidade de crédito, os bancos simplesmente não emprestam, ao invés de ajustar, na margem, o preço do empréstimo. Pode-se citar ainda uma diversidade de linhas de crédito pré-aprovadas, muitas delas inclusive não utilizadas, com taxas fixas, independentemente de qual a quantidade tomada de crédito.²⁸

Uma terceira questão diz respeito à diferença entre o *spread* fixado no nível microeconômico e o *spread* médio observado empiricamente. No nível microeconômico, as instituições fixam um conjunto de *spreads* diferentes, dependendo da solvência e do risco dos clientes, do tipo de empréstimo, etc. O fato de o *spread* médio agregado alterar-se pode refletir tanto a mudança dos *spreads* para cada tipo de empréstimos quanto a mudança do número de clientes considerados solventes e, portanto, com acesso a linhas de crédito que oferecem melhores condições.

Essa segunda possibilidade discutida acima parece corroborar a ideia de *spreads* médios anticíclicos, na medida em que, no *boom*, os clientes vão-se tornando mais solventes e garantindo o acesso a linhas de crédito melhores com *spreads* menores. Note-se que esse caráter anticíclico dos *spreads* parece ser apenas uma regularidade empírica e não uma relação funcional necessária e reversível, como seria uma “função de oferta de crédito”.

Assim, de forma alguma, a noção de que a taxa de juros básica é exógena e que a taxa cobrada pelos bancos se forma a partir dela (e de outros fatores estruturais e conjunturais) depende de uma curva horizontal, seja de oferta de moeda, seja de crédito, seja do que quer que seja.

7 Considerações finais

É importante ressaltar que o fato de o banco central controlar a taxa básica de juros e ter forte influência também sobre a taxa de juros de longo prazo dos títulos públicos não significa, de forma alguma, que a autoridade monetária possa fixar os juros arbitrariamente. Mudanças na taxa de juros podem ter variados efeitos, às vezes, contraditórios, sobre a distribuição de renda, o nível de atividade, a solvência dos agentes privados, a dívida pública e, em particular, sobre a taxa de câmbio e a conta financeira do balanço de pagamentos. Isso significa que o banco central não decide sua política

²⁷ Ver Rochon (2006) para saber mais sobre a compatibilidade entre a ideia de que os bancos emprestam para clientes solventes de Wolfson (1996) e a abordagem da taxa de juros exógena.

²⁸ No caso do Brasil, podem-se citar os casos dos cartões de crédito, do cheque especial e do crédito consignado como apenas alguns exemplos de crédito pré-aprovado e restrito acima da quantidade, com taxa de juros fixas dentro do intervalo.

de taxas de juros num vácuo, mas, sim, de acordo com suas prioridades e restrições políticas e econômicas (Pivetti, 1991).

Particularmente numa economia com alta mobilidade de fluxos de capital de curto prazo, os graus de liberdade da política monetária mostraram-se bastante assimétricos (Serrano; Summa, 2012). Isso em nada altera o fato de que a taxa de juros básica é exógena no sentido de ser uma variável de política econômica.

Por outro lado, a análise deste artigo mostrou como é desnecessário e contraproducente basear mesmo as ideias da endogeneidade da quantidade de moeda e da exogeneidade da taxa de juros em termos de formatos de funções de oferta e demanda. Essa tradição, que ganhou força a partir de Hicks (1935) e é desenvolvida por Keynes em sua **Teoria Geral**, foi adotada pelos autores pós-keynesianos. Economistas de formação “continental”, influenciados por Tooke e Wicksell, como, por exemplo, Sraffa, consideravam isso um retrocesso. Sraffa, em sua crítica ao Capítulo XVII da **Teoria Geral** (*apud* Ranchetti, 2002, p. 322), já dizia: “[...] *it is a low interest rate that is the cause of abundant money — not abundant money that causes low rate*”. Dessa maneira, parece mais simples e mais prático abandonar o caminho proposto por Hicks.

Referências

ALMEIDA, T. **Uma análise crítica ao modelo do “novo consenso”**. 2009. 98f. Dissertação (Mestrado em Economia) — Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

BORIO, C.; DISYATAT, P. **Unconventional monetary policies: an appraisal**. Basel: BIS, 2009. (BIS Working Paper, n. 292).

CARVALHO, F. C. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao Professor Nogueira da Costa. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 13, n. 3, p. 114-121, 1993.

COSTA, F. N. da. (Im)propriedades da moeda. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 13, n. 2, p. 61-75, abr./jun. 1993.

COSTA, F. N. da. Sobre o “horizontalismo” da oferta da moeda: tréplica ao Professor Cardim de Carvalho. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 14, n. 1, p. 142-146, jan./mar. 1994.

DE LONG, J. The triumph of monetarism? **The Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 14, n. 1, p. 83-94, Winter 2000.

DE LUCCHI, J. M. **A abordagem da moeda endógena, conversibilidade e pós-conversibilidade argentina (1991-2010)**. 2011. 164f. Dissertação (Mestrado em Economia) — Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011.

DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS (DIEESE). **Spread e juros bancários**. São Paulo: DIEESE, 2012. (Nota Técnica, n. 109).

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. *Macroeconomia*. 5. ed. São Paulo: Makron, 1991.

DOW, S. Endogenous money: structuralist. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. (Ed.). **A handbook of alternative monetary economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 2006. p. 35-51.

FULLWILLER, S. T. Setting interest rates in the modern money era. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 28, n. 3, p. 495-525, 2006.

HICKS, J. **Value and capital**. Oxford: Oxford University Press, 1939.

HICKS, J. A suggestion for simplifying the Theory of Money. **Economica: New Series**, London, v. 2, n. 5, p. 1-19, Feb 1935.

JUDD, J.; SCADDING, J. The search for a stable money demand function: a survey of the post-1973 literature. **Journal of Economic Literature**, Pittsburgh, v. 20, n. 3, p. 993-1023, Sep 1982.

KAHN, R. Some notes on the liquidity preference. In: KAHN, R. **Selected essays on employment and growth**. Cambridge: Cambridge University Press, 1972. Cap. 4.

KALDOR, N. **The scourge of monetarism**. Oxford: Oxford University Press, 1982.

KEYNES, J. **A Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 1982.

KNAPP, G. **The state theory of money**. Clifton: Augustus M., 1924.

KURZ, H. Keynes, Sraffa and the latter's "secret skepticism". In: BATEMAN, B.; HIRAI, T.; MARCUZZO, M. C. (Ed.). **The return to Keynes**. Cambridge: Belknap Press of Harvard University Press, 2010. p. 184-204.

LAVOIE, M. **Changes in central bank procedures during the subprime crisis and their repercussions on monetary theory**. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, 2010. (Working Paper, n. 606).

LAVOIE, M. Endogenous money: accommodationist. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. (Ed.). **A handbook of alternative monetary economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 2006. p. 17-34.

LAVOIE, M. The endogenous flow of credit and the post keynesian Theory of Money. **Journal of Economic Issues**, Las Cruces, v. 18, n. 3, p. 771-797, Sept 1984.

LERNER, A. **Economics of employment**. New York: McGraw-Hill, 1951.

MANHÇA, F.; JORGE, C. **O nível da taxa básica de juros e o spread bancário no Brasil: uma análise de dados em painel**. Rio de Janeiro: IPEA, 2012. (Texto para Discussão IPEA, n. 1710).

MINSKY, H. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.

MOORE, B. J. Money supply endogeneity: 'reserve price setting' or 'reserve quantity setting'? **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 13, n. 3, p. 404-413, Spring 1991.

PALLEY, T. Accommodationism *versus* structuralism: time for an accommodation. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 18, n. 4, p. 585-594, Summer 1996.

PALLEY, T. Accommodationism, structuralism, and super-structuralism. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 21, n. 1, p. 171-173, Autumn 1998.

PALLEY, T. The endogenous money supply: consensus and dissent. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 13, n. 3, p. 397-403, Spring 1991.

PIVETTI, M. **An essay on money and distribution**. London: MacMillan, 1991.

PIVETTI, M. Monetary endogeneity and non-neutrality in a sraffian perspective. In: ROCHON, L.-P.; VERNENGO, M. **Credit, interest rates and open economy: essays on horizontalism**. Cheltenham: Edward Elgar, 2001. p. 104-119.

POLLIN, R. Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 13, n. 3, p. 366-396, Spring 1991.

RANCHETTI, F. On the relationship between Sraffa and Keynes. In: COZZI, T.; MARCHIONATTI, R. (Ed.). **Piero Sraffa's political economy: a centenary estimate**. London: Routledge, 2002. p. 311-332.

ROCHON, L.-P. Endogenous money, central banks and the banking system: basil moore and the supply of money. In: SETTERFIELD, M. (Ed.). **Complexity, endogenous money and macroeconomic theory: essays in honour of basil J. Moore.** Cheltenham: Edward Elgar, 2006. p. 170-186.

ROCHON, L.-P.; ROSSI, S. Monetary policy without reserve requirements: central bank money as means of final payment on the interbank market. In: ROCHON, L.-P.; GNOS, C. **Credit, money and macroeconomic policy.** Cheltenham: Edward Elgar, 2011. p. 98-115.

ROMER, D. Keynesian macroeconomics without the LM Curve. **Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 14, n. 2, p. 149-169, Sept/Nov 2000.

SANTIAGO, M. **Limites e procedimentos da política monetária: evidências do Brasil e dos E.U.A. nos anos 2000.** 2012. 201f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) — Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

SERRANO, F. Equilíbrio neoclássico no mercado de fatores: um ponto de vista raffiano. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 22, n. 1, p. 7-34, 2001.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Mundell-Fleming sem a Curva LM: a taxa de juros exógena na economia aberta. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 17., 2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SEP, 2012. Disponível em: <<http://www.sep.org.br/artigos>>. Acesso em: 30 jul. 2013.

SETTERFIELD, M. **An essay on horizontalism, structuralism and historical time.** 2007. Disponível em: <<http://www.trincoll.edu/~setterfi>>. Acesso em: abr. 2007.

SILVA, R. C. **A questão das formas de financiamento do investimento numa abordagem da teoria da moeda endógena e da taxa de juros exógena.** 2011. Dissertação (Mestrado em Economia) — Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2011.

SILVA, V. A. **Déficit público e taxa de juros: uma análise de simulação de fluxos e estoques com fatos estilizados das finanças públicas do Brasil.** 2010. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) — Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

SMITHIN, J. The theory of interest rates. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. (Ed.). **A handbook of alternative monetary economics.** Cheltenham: Edward Elgar, 2006. p. 273-290.

TAYLOR, J. B. A historical analysis of monetary policy rules. In: TAYLOR, J. B. (Ed.). **Monetary policy rules**. Chicago: University of Chicago Press, 1999. Cap. 7.

TCHERNEVA, P. R. Chartalism and the tax-driven approach to money. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. (Ed.). **A handbook of alternative monetary economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 2006. p. 69-86.

TOBIN, J. Commercial banks as creators of money. In: TOBIN, J. **Essays in Economics**. Amsterdam: North Holland, 1971. v. 1, Cap. 16.

WHITESELL, W. Interest rate corridors and reserves. **Journal of Monetary Economics**, v. 53, n. 6, p. 1177-1195, 2006.

WOLFSON, M. H. A post keynesian theory of credit rationing. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 18, n. 3, p. 443-470, Spring 1996.

WRAY, L. R. **Money and credit in capitalist economies: the endogenous money approach**. Aldershot: Edward Elgar, 1990.

WRAY, L. R. **Understanding modern money: the key to full employment and price stability**. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.

WRAY, L. R. When are interest rates exogenous? In: SETTERFIELD, M. (Ed.). **Complexity, endogenous money, and macroeconomic theory**. Cheltenham: Edward Elgar, 2006. p. 271-289.