

# EE Texto para discussão

55

Relação  
micro-macroeconomia  
monetária: o status teórico  
da preferência pela liquidez

Fernando N. da Costa

set. 1996

Instituto de Economia  
UNICAMP



ISSN 0103-9466

**Relação micro–macroeconomia monetária:  
o status teórico da preferência pela liquidez**

**Fernando Nogueira da Costa**

*Professor Livre-docente do Instituto de Economia da UNICAMP*

Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 55, set. 1996.

**Comissão de Publicações/Instituto de Economia/UNICAMP**

**Carlos Alonso Barbosa de Oliveira**  
**José Ricardo Barbosa Gonçalves**  
**Geraldo Di Giovanni (Coordenador)**  
**Otaviano Canuto dos Santos Filho**  
**Paulo Eduardo de Andrade Baltar**

**Equipe de Produção**

*Normalização:* Célia Maria Passarelli Quitério  
*Editoração:* Neide Pereira Baldovinotti  
*Capa:* João Baptista da Costa Aguiar  
*Impressão e Acabamento:* Gráfica do Instituto de Economia

Ficha catalográfica elaborada pelo Centro de Documentação - CEDOC  
do Instituto de Economia da UNICAMP

---

Costa, Fernando Nogueira

Relação micro-macroeconomia monetária: o status teórico da preferência pela liquidez/Fernando Nogueira da Costa.- Campinas, SP: UNICAMP.IE, 1996.

19 p. (Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 55)

ISSN 0103-9466

1. Microeconomia. 2. Macroeconomia. 3. Economia monetária. I. Título.  
II. Série.

---



UNICAMP

**Universidade Estadual de Campinas**  
**Instituto de Economia**

✉ Caixa Postal 6135 - CEP: 13083-970 - Campinas - SP - Brasil  
☎ (019) 239.2667 📠 (019) 239.1512 📧 ineco@turing.unicamp.br

# Relação micro-macroeconomia monetária: o status teórico da preferência pela liquidez

Fernando Nogueira da Costa<sup>1</sup>

“A dívida é a escola da verdade” (Bacon).

## Resumo

O individualismo metodológico representa a realidade social como o resultado das ações individuais. A natureza microeconômica da preferência pela liquidez torna-se ambígua se se considera o sistema bancário. *Finance* e *funding* são conceitos macroeconômicos, embora tenham uma contrapartida microeconômica. Devemos deixar ao individualismo metodológico a tarefa desesperançosa de obter compatibilidade teórica entre a existência de saldos especulativos microeconômicos e uma inconcebível retenção de liquidez macroeconômica. A explicação do desemprego não se baseia nas variações das preferências pela liquidez dos agentes, mas sim sobre uma teoria macroeconômica consistente com a demanda efetiva e a atividade bancária. Isto implica em postular uma taxa de juros exógena.

**Palavras-chave:** Microeconomia; Macroeconomia; Economia monetária.

## Abstract

Methodological individualism depicts social reality as the result of individual actions. The microeconomic nature of liquidity preference becomes ambiguous if one considers the banking system. *Finance* and *funding* are macroeconomics concepts, although they have a micro counterpart. We should leave to methodological individualism the hopeless task of obtaining theoretical compatibility between existing microeconomic speculative balances and an inconceivable macroeconomic liquidity demand. The explanation of unemployment does not lie in agents's liquidity preference changes, but requires a macroeconomic theory consistent with effective demand and banking activity. This amounts to postulate an exogenous interest rate.

**Key-words:** Microeconomics; Macroeconomics; Monetary economics.

## Introdução

Convencionalmente, a *microeconomia* é o ramo da ciência econômica que estuda as relações entre unidades específicas, levando em consideração a análise pormenorizada do comportamento dessas unidades. A *macroeconomia* é o ramo

---

(1) Agradeço os comentários dos Professores Antônio Carlos Macedo e Silva, Francisco Luis Cazeiro Lopreato e Maria Alejandra Caporale Madi.

que estuda os aspectos globais de uma 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” enfatizam o conceito *microeconômico* de preferência pela liquidez como decisivo na explicação do nível geral da atividade e do preços.

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

Para as teorias econômicas de equilíbrio geral, o *individualismo metodológico* é uma referência. Ele representa a realidade social como o resultado das ações individuais de atores individuais. Isto, em tempo de hegemonia ideológica do liberalismo – o conjunto de idéias e doutrinas que visam a assegurar a liberdade individual, dentro da sociedade –, tem um poder de persuasão indiscutível. O liberalismo econômico, a doutrina segundo a qual existe uma ordem natural para os fenômenos econômicos, a qual tende ao equilíbrio pelo livre jogo da concorrência e da não-intervenção do Estado, infesta as mentes de inúmeros economistas. Casa perfeitamente com o individualismo típico daqueles que, com sentimento e conduta egocêntricos, colocam sua existência individual em primeiro plano de análise. Daí a atitude que considera o indivíduo como a realidade mais essencial (ou como o valor mais elevado) e a doutrina que explica os fenômenos históricos ou sociais por meio da ação consciente de indivíduos.

Quanto ao *individualismo metodológico*, Keynes, diferentemente de alguns seus intérpretes, admite tanto o *princípio do atomismo* – os agentes exercem seus efeitos independentemente daquilo que se passa com os outros –, quanto o *princípio da unidade orgânica*. O *organicismo* da macroeconomia monetária representa melhor a interação entre os agentes. No entanto, uma análise de inter-relações (tipo “tudo depende de tudo”), numa realidade organicista, torna difícil a aplicação do *princípio da indução* (Costa, 1995). Para explicar contextos passíveis de análise por meio de processos indutivos, Keynes utiliza um 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 uma “macroeconomia dos comportamentos”. A *convenção* é a manifestação da ordem sob condições de incerteza. “A convenção, entretanto, não é capaz em situações de extrema incerteza de resolver o problema da coordenação” (Fernandes & Comin, 1992). Nestes casos, p. ex., o de uma “armadilha da liquidez”, resta ao governo intervir. Daí o surgimento de *instâncias supra-individuais*, p. ex., o Estado, o banco central e o sistema bancário, para regular – direta ou indiretamente – os comportamentos individuais.

Num modelo de equilíbrio geral, o mercado e a concorrência dispensam qualquer instituição. A compatibilização entre os planos dos agentes individuais se dá através do processo de troca – um escambo em que se estabelecem os preços relativos, não 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 uma aplicação da teoria de preços relativos.

Na realidade, todas as derivações neowalrasianas (com postulados de maximização e *market-clearing* para alcançar o equilíbrio) apenas aparentemente partem dos indivíduos como entes atomísticos dotados de fatores subjetivos e objetivos para, subseqüentemente, deduzir a totalidade do sistema em equilíbrio produzida pelas ações desses indivíduos. Nas palavras de Duayer (1995), “o papel de destaque que o individualismo metodológico da teoria neoclássica confere ao indivíduo e à liberdade de seu agir são mera ficção”. Isto é, os indivíduos em vez de terem a liberdade de escolher entre uma multiplicidade de cursos alternativos de ação, são compelidos a escolher uma única ação: aquela compatível com o equilíbrio do sistema.

Mas o “absolutismo” da microeconomia está provocando focos de revolta. Isto porque mesmo as teorias econômicas que se apresentam como alternativas, como o “marxismo analítico anglo-saxão”, a “escola francesa das convenções” ou o “pós-keynesianismo norte-americano”, foram contaminadas pela insistente busca de “microfundamentos”. Brunhoff (1991) acha que “elas seriam sem dúvida mais fecundas se abandonassem o individualismo metodológico”. Possas (1995) também critica “uma busca frenética de ‘microfundamentos’ cada vez mais distantes e menos articulados, em nome da suposta falta de consistência teórica de um paradigma macroeconômico que já não se sabe bem qual é, e que de toda forma parece cada vez mais microeconômico”...

O problema é que, se a microeconomia se matematizou, a macro virou micro... e a moeda virou um fenômeno puramente real! Via um “microfundamento

pós-keynesiano” – 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 no limbo.

O objetivo deste artigo é mostrar uma saída para 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 (Gremaud & Portela, 1992). Para ilustrar tal proposição, vai ser analisado o uso (e abuso) do conceito *microeconômico* de preferência pela liquidez pelos pós-keynesianos “fundamentalistas” (como Meirelles, 1995): tanto como explicação para o nível do emprego (segundo tópico) quanto para o nível dos juros (terceiro tópico), e seu antagonismo com o conceito *macroeconômico* de *finance* (quarto tópico). Cada tópico, metodologicamente, conterà inicialmente uma proposição de teoria pura e, em seguida, um esforço de aplicação teórica a uma determinada realidade histórico-institucional, apresentando a motivação para o posicionamento teórico. A conclusão, além de articular o exposto nos três tópicos anteriores, advertirá a respeito do risco da “cheia da corrente principal” levar de roldão marginalizados – postos à margem de uma corrente de economistas e, daí, da vida pública – e marginais, que vivem voluntariamente à margem da lei dessa corrente. Defende-se o ato de marginalizar-se da adoção do mesmo individualismo metodológico, que leva ao “salve-se quem puder”...

### **1. Preferência pela liquidez versus desemprego permanente**

O excesso de moeda provoca inflação, para um monetarista; a escassez de moeda em circulação ativa causa desemprego, para um 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.

Grellet (1985) coloca a questão: a moeda é a origem do desemprego? Em sua leitura, a Teoria geral apresenta três explicações para o desemprego. A primeira, encontrada no capítulo III, revela que o lucro máximo antecipado, que impulsiona as diversas decisões de investimento, pode resultar num multiplicador com o nível final de emprego inferior ao do desejável pleno emprego. No capítulo

XV, 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. No capítulo XVII, as taxas de juros próprias dos diversos ativos devem se alinhar, no mínimo, 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. Isto supõe uma moeda de origem exógena, condição irrealista com relação à *prática bancária* – com criação endógena de moeda através de inovações financeiras. A exogeneidade da moeda é também inconsistente com o *princípio da demanda efetiva* – em que 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 endogenamente (na relação sistema bancário – clientes) moeda. A única explicação possível, conclui Grellet, “é o abandono da explicação em termos de déficit da demanda global em favor de uma explicação em termos de déficit de oferta global”.

Explicar o desemprego numa economia onde a demanda não se dirige sistematicamente a “bens não reprodutíveis” (como moeda e títulos) é a proposta do Capítulo III da Teoria geral de Keynes. Assim, mesmo se a moeda não está entesourada, nada permite supor – a não ser o mero acaso – que uma economia onde as decisões de investir são tomadas por iniciativas particulares de empreendedores, de maneira descentralizada e/ou descoordenada, possa caminhar para 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.

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 biológico-psicologizante” (Duayer, 1995:215) do “impulso inato à ação”, que não teria qualquer conteúdo explicativo. Para Dow & Dow (1985), “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”. 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 um elemento crucial. Somar as explicações dos determinantes do investimento fornecidas por Kalecki e Schumpeter daria maior consistência à

análise das decisões de gastos. Nelas, a preferência pela liquidez não teria espaço garantido.

O estatuto micro ou macroeconômico da preferência pela liquidez está ambíguo na Teoria geral, segundo Léonard & Norel (1991). “A equação do equilíbrio monetário em Keynes não tem sentido senão ao custo de uma partição da economia em dois subconjuntos, 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 uma demanda de liquidez. Esta construção conduz a propor a exogeneidade da taxa de juros, de um lado, e a mostrar o caráter arbitrário de um decréscimo da preferência pela liquidez [via elevação do prêmio para renúncia à liquidez], quando a crise engendra uma alta da incerteza, de outro lado”.

A primeira dificuldade, portanto, reside na identificação das condições de inserção da preferência pela liquidez (conceito argumentado em bases microeconômicas no Capítulo XIII) num esquema analítico de natureza assumidamente macroeconômica. A segunda dificuldade é postular uma 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 uma tentativa aparentemente paradoxal destinada a definir uma “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 microfundamentada). Uma propriedade fundamental da moeda em tal (macro)economia é que ela não é “entesourável”. A moeda – os haveres monetários são predominantemente compostos de depósitos à vista –, qualquer que seja seu detentor, num instante dado, com a exceção do papel-moeda em poder do público, está sempre em circulação, no sistema bancário. Assim, a moeda bancária não permanece alojada ociosamente (fora a exigência de reservas compulsórias), numa economia monetária de produção. Isto resulta em que, ao contrário do que anuncia explicitamente Keynes ao final do Capítulo XIII, preferência pela liquidez (*strictu sensu*, preferência por moeda) e entesouramento não são similares, salvo se se confundir economia monetária de produção com economia puramente de troca de mercadorias através de uma moeda-mercadoria, sem sistema bancário.

A questão então é compreender como as preferências individuais pela liquidez, determinantes da formação de encaixes ociosos ao nível microeconômico, podem ser conciliadas com a inexistência de uma reserva voluntária ociosa,

persistentemente, ao nível macroeconômico. 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.

Atenção, “fundamentalistas”, isto não significa que toda demanda por lançar títulos de débitos (e obter crédito) é *automática e plenamente* atendida, mas sim que para toda oferta contratada efetivamente (*ex-post*) houve uma demanda de crédito (ou disposição de assumir débito), devido a uma decisão de gasto *ex-ante*. O sistema bancário tem, permanentemente, um passivo monetário “lastreando” seus ativos, seja em *circulação industrial*, nas carteiras de empréstimos contratados para atender a 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 num determinado sentido). A demanda por liquidez com fins especulativos não encontra sua razão de ser senão na necessidade de um encaixe disponível, *temporariamente*, para fins de *arbitragem* moeda-títulos: aguardando diferenciais de juros entre títulos.<sup>2</sup>

Portanto, Léonard & Norel, primeiro, demonstram que a demanda por liquidez para fins especulativos não é em si e imediatamente um problema, num quadro de uma lógica de circuito macroeconômico. O encaixe ocioso é macroeconomicamente anulado pelo jogo da intermediação financeira. Segundo, a função macroeconômica do sistema monetário é assumir o risco constituído por uma demanda insistente de encaixes especulativos. Numa crise de “armadilha de liquidez”, a alta da demanda por encaixe especulativo torna-se um risco cada vez mais inaceitável para bancos individuais. Este “risco de devedor” de cada banco explica a sofisticação financeira destinada a cativar os depósitos líquidos do público pela criação de produtos financeiros reputados de “quase-moeda”, capazes de remunerar a imobilização maior desses depósitos. Mas os bancos não só fazem “administração de passivos”; também “securitizam” suas carteiras de empréstimos em mercados secundários, transferindo o “risco de credor” para outros. Além disso,

---

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

em “finanças fora-de-balanço”, administram fundos mútuos de investimento, que atendem a demanda por financiamento direto (“desintermediação bancária”, *sic*), via aquisições em lançamentos primários de títulos das empresas não-financeiras e do setor público.

Daí a importância de debate de *teoria pura*. É pré-requisito para uma *aplicação teórica*, na interpretação de um caso datado e localizado historicamente. Por exemplo, o debate atual sobre desemprego: é temporário? é permanente? O aumento do desemprego no país é visto, por alguns analistas do mercado de trabalho, como resultado de uma política de juros de curto prazo recessiva. Aumenta-se o “prêmio para renunciar à liquidez” e o desemprego, que seria causado pela preferência pela liquidez, cresce?! Esta teoria da preferência pela liquidez está esquisita... sem duas “pernas”: o princípio da demanda efetiva e a “relativização” do atributo de liquidez, incluindo preferência por ativos líquidos substitutos da moeda, *a la* Hicks (Costa, 1994b).

Outros, enfatizando o princípio da demanda efetiva, argumentam 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 uma ruptura radical com o passado: postos de trabalho devem ser reformulados ou sumirem. O corte de gastos com mão-de-obra tem *efeitos microeconômicos* sobre a produtividade extraordinários e *resultados macroeconômicos* sobre o desemprego desastrosos. A demissão de funcionários sacia a sede imediata de lucros dos acionistas, em fase recessiva, mas esse método pode levar a uma “anorexia corporativa” com empresas excessivamente enxutas para tirarem benefícios plenos da retomada da expansão, no ciclo econômico.

As mudanças estruturais na economia podem provocar grandes problemas para os modelos de previsão que fazem ligações entre as principais variáveis econômicas, como taxa de juros e índices de desemprego, para prever variações futuras. Essas ligações são baseadas em dados do passado, geralmente médias históricas que são confrontadas com médias do presente. Na ausência de choques externos (como a fixação exógena da taxa de juros), ou depois deles, o pressuposto é de que o futuro será parecido com o passado: a variação média retornará à tendência de longo prazo. O problema dessa abordagem é que é incapaz de identificar mudanças estruturais na economia. Diferenças mínimas nas condições iniciais de sistemas interativos podem levar a grandes diferenças nos resultados finais. A condição monetária inicial não importa para a previsão do resultado final se a interação entre decisões dos agentes econômicos – o público não-bancário e o

sistema bancário – cria endogenamente moeda, durante a trajetória caótica de expansão capitalista (Costa, 1995).

## 2. Preferência pela liquidez versus juros de referência

Pelo visto, no tópico anterior, a natureza da taxa de juros implícita na construção keynesiana necessita ser reformulada. A taxa de juros básica não é um *preço de mercado* (onde seria *endógena* por convenção), pois não tem sentido lógico-econômico falar em oferta de moeda *potencial* ou *ex-ante* em confronto com uma demanda por liquidez, seja em função de uma renda *antecipada* (não recebida), seja em função da relação entre a taxa de juros *antecipada* e a taxa *corrente*, para explicar os movimentos desta última taxa. Incorreria numa circularidade de idéias. *Ex-post*, e em termos do sistema monetário (banco central e sistema bancário), a oferta *efetiva* de moeda em circulação e a demanda por moeda são interdependentes.

Daí a necessidade da explicação para as variações das taxas de juros de mercado estar referenciada à política discricionária do banco central. “A taxa de juros aparece então como puramente *exógena*, parâmetro fundamental que, por comparação com o nível da eficiência marginal do capital, fixa o horizonte econômico e, portanto, o dinamismo da economia monetária da produção. (...) Nestas condições, *M* [oferta de moeda] é logicamente *endógena*, reflexo da demanda de crédito, para um valor dado da taxa de juros (corrente e antecipado) e um valor dado da eficiência marginal do capital” (Léonard & Norel, 1991:159).

Os autores que comprovam a endogeneidade da oferta de moeda criticam o *automatismo* do modelo tradicional do multiplicador monetário, em que não cabem incerteza e problemas conjunturais, e sua *causalidade*, em que os depósitos à vista são um múltiplo das reservas – na realidade, estas são uma fração daquela (Costa, 1994a, tóp. 4.5). Os meios de pagamento variam em função do sancionamento das decisões descentralizadas em interação, ao longo das diversas etapas do mecanismo de transmissão monetário, e não em função da condição monetária inicial, supostamente controlada pelas autoridades monetárias (Costa, 1995).

A exogeneidade da taxa de juros não deve ser entendida de modo simétrico em relação à endogeneidade da oferta de moeda, ou seja, que as forças de mercado *não* influenciam a pluralidade das *taxas de juros no mercado*. Isto contrariaria sua própria definição! Mas a analogia da formação dos juros com a teoria da formação de preços por *mark-up* de Kalecki acaba confundindo alguns leitores – mesmo

salientando que se faz tanto *mark-up* quanto *mark-down* em relação aos *juros de referência*, fixados pelas autoridades monetárias. Eles acham que o *mark-up* é fixo ou estável, ao longo do tempo e da estrutura dos juros, quando o que quer se dizer é que a taxa de juros, estabelecida em função do *mark-up* desejado, é dada *ex-ante* como ponto-de-partida para cada operação financeira. É *oferecida*, se vai ser *aceita* é o problema dos negociadores.

Mesmo salientando-se a diferença entre *mark-up* desejado e efetivado, o melhor é abandonar essa analogia em favor de uma visão da *prática* (não é *teoria*) da fixação da referência para a pluralidade das taxas de juros no mercado. Esta diversidade leva a que, na realidade, calcula-se *ex-post* o *spread* bancário (no caso de *spread crédito*) pela diferença entre o valor total de juros *recebidos* e o valor total de juros *pagos*, com relação ao valor total das operações de crédito.

Vale, neste tópico, para esclarecer precisamente *o que se entende por exogeneidade da taxa de juros*, apresentar essa prática da fixação da referência para a pluralidade das taxas de juros no mercado, que não é de conhecimento geral (mesmo entre economistas), mas sim de especialistas. Um técnico do Banco Central do Brasil (Neiva, 1993) descreve os procedimentos da sua mesa de operações. Diariamente, antes da abertura do mercado aberto, o banco central estima as necessidades de reservas que o sistema bancário terá naquele dia. Portanto, faz a previsão das oscilações na base monetária, provocadas pelos entesouramentos e pelos vazamentos.

Entende-se *entesouramento* como sendo o ato dos agentes econômicos reterem moeda sob as seguintes formas: o papel-moeda em poder do público e o papel-moeda mantido em caixa pelos bancos comerciais (encaixe técnico), para honrar as retiradas dos depositantes, e os recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista. Por *vazamentos* entende-se a expansão da base monetária, provocada pelas saídas de recursos da autoridade monetária, provocadas pelo impacto monetário do balanço de pagamentos, pela alteração das disponibilidades do Tesouro Nacional junto ao Banco Central do Brasil (em função de recolhimentos de tributos e gastos do Tesouro) e por outras movimentações de conta de depósitos no banco central (operações com ouro e moedas estrangeiras, empréstimos de liquidez, etc.).

A partir de então, o Banco Central do Brasil traça sua estratégia de ação para aquele dia, tendo por *base* as necessidades ou os excessos de reservas do sistema bancário e por *objetivo* a estabilidade da taxa de juros a ser perseguida. Para atingir esse fim, a mesa de operações dispõe dos seguintes meios de intervenção: *leilões formais* de títulos de dívida pública junto ao mercado primário,

dos quais participam todas instituições financeiras (via *dealers*), sinalizando comportamento de taxa de juros em prazo mais longo que os leilões informais; *leilões informais: go around* de títulos (compra e venda definitiva), com objetivo de sinalizar intenção de taxa de juros no curto prazo, e *go around* de dinheiro, operações compromissadas de (re)venda e (re)compra, normalmente efetuadas com a intenção de sinalizar o comportamento da taxa de juros no curtíssimo prazo, em geral para o próprio dia, ou corrigir distorções de liquidez.

Ao final do expediente diário, o Banco Central do Brasil procura identificar, através de seus *dealers*, se há instituições financeiras com sobras ou com escassez de recursos em seus fluxos de caixa. Havendo descasamentos, quando um banco está *oversold* (sobrevendido) – o volume de títulos da dívida pública junto a este tomador final foi maior que sua possibilidade de financiamento no mercado –, o banco central provê ao banco as reservas bancárias necessárias ou recompra o excesso de títulos da dívida pública da sua carteira. Caso um banco esteja com excesso de reservas, o banco central fornece lastro: absorve reservas excedentes com venda de títulos da dívida pública (com compromisso de recompra) ao mercado. Este procedimento é conhecido como *zeragem automática*.

Via injeção ou contração de reservas no sistema bancário, o Banco Central do Brasil visa alcançar sua meta de taxa de juros. Para a determinação da *taxa nominal de juros* a ser perseguida, são considerados, entre outros, aspectos como a estimativa da taxa de inflação, a taxa de juros real pretendida face à taxa de mercado corrente (média da múltiplas taxas ponderada pelos valores das diversas operações), a taxa de câmbio, a taxa de crescimento econômico. É importante salientar que o objetivo maior é a estabilidade do nível da taxa de juros, sendo as variações da base monetária um efeito colateral. Em caso contrário, o controle das reservas bancárias sendo a meta, retirar-se-ia a “zeragem automática” e adotar-se-ia o redesconto com taxa de juros punitiva (acima do mercado). A consequência seria taxas de juros determinadas pelo mercado de maneira extremamente volátil. No entanto, o papel primário para a política monetária é justamente promover a estabilidade do mercado financeiro.

Portanto, o objetivo principal da política monetária recente no Brasil é a fixação da taxa de juros numa faixa (“banda”) entre o *nível mínimo* – que provocaria a fuga de capitais do mercado financeiro – e o *nível máximo* – que sobrecarregaria os encargos financeiros da dívida pública. Em consequência da desmonetização (devido ao contexto inflacionário e às inovações financeiras), há extrema oscilação da diminuta base monetária, em função de decisões dos clientes bancários demandantes de moeda, p. ex., por necessidade de recolhimento de

impostos. Isto comprova a exogeneidade da taxa de juros e a endogeneidade da moeda, na economia brasileira.

Por intermédio de leilões eletrônicos,<sup>3</sup> o Banco Central do Brasil estabelece o preço básico – a *taxa de juros de referência* – para o dinheiro. Por exemplo, se o objetivo macroeconômico é a diminuição do ritmo de crescimento, o banco central vai pagar um juro elevado, independentemente do grau de liquidez no mercado financeiro, portanto, acima do *juro de mercado* vigente, até aquele momento.

A taxa do *over-SELIC* é a primeira de uma espécie de *cadeia dos juros*. Ela vai servir de referência para o custo do dinheiro em todas as demais operações do mercado financeiro. É a partir dela que é formada a taxa básica de juros no mercado interbancário: a do CDI. Nos negócios entre bancos superavitários e deficitários, eles fazem arbitragem ou especulam a respeito de quanto estará os juros do *over-SELIC*, no dia seguinte. Essas expectativas vão acabar “virando” juros, nos negócios de CDI mais longos, que vão servir de referência – assim como os rendimentos nominais das aplicações concorrentes (depósitos de poupança – TR –, fundos mútuos de investimento – FIF, FAC, etc.), na fixação dos juros dos CDBs. Com outras aplicações pagando menos, os bancos podem reduzir os juros oferecidos pelos CDBs nas agências, para pequenas quantias, diferentemente do pago nos CDBs para grandes aplicadores. Por fim, são os juros destes depósitos a prazo que servem de referência para estabelecer a taxa de juros para empréstimos.

Na ponta do crédito, o risco do credor com a inadimplência e uma série de impostos e recolhimentos compulsórios alargam o *spread* bancário. Os juros cobrados para uma pessoa física são bem maiores que os cobrados das empresas (de 70 a 80% do crédito é direcionado para estas). Os portes destas também importam. Evidentemente, quanto maior o valor dos empréstimos (e das garantias oferecidas), maior a possibilidade de negociação da taxa. Definida esta, se aceita pelo tomador, a relação contratual de débito-e-crédito é estabelecida. Então, com o empréstimo tomado depositado na conta corrente do devedor, é liberada a liquidez demandada por motivo transacional e/ou *finance*, como será examinado no próximo tópico.

Antes, para concluir este tópico, deve-se destacar a tentativa de conciliação da teoria da preferência pela liquidez com a abordagem da endogeneidade da moeda (e da exogeneidade da taxa de juros), realizada por Wray (1990). Para este autor, *preferência pela liquidez* não é o mesmo que *demandar por moeda*: um acréscimo na preferência pela liquidez pode até ser associado com uma queda na demanda por moeda e, conseqüentemente, na oferta de moeda. A demanda por

---

(3) Entre o aviso do banco central ao mercado financeiro de qual operação quer fazer no *over-SELIC* e a divulgação do resultado, o tempo é de meia hora.

moeda, nesse caso, está relacionada com a demanda por *finance* para gasto. O uso do termo *demanda por moeda* para indicar uma disposição para emitir débito, ou uma disposição para expandir a capacidade orçamentária de gastar em bens, serviços ou ativos, via financiamento, claramente distingue demanda por moeda e preferência pela liquidez.

Assim definida, ligada primariamente a fluxos de gastos (disposição à imobilização), a demanda por moeda não impacta diretamente as taxas de juros. Deve-se observar, entretanto, que um acréscimo na demanda por moeda que é atendido por expansão dos saldos bancários, desde que os bancos providenciem crédito, afetará estoques. Neste caso, demanda por moeda pode *indiretamente* afetar taxas de juros.

A *preferência por liquidez* é definida como um desejo de trocar itens ilíquidos dos balanços por itens mais líquidos, ou mesmo de diminuir o tamanho de um balanço através de pagamento de débito. Está relacionada a estoques e influencia *diretamente* as taxas de juros, no mercado financeiro.

Se a preferência pela liquidez é estabelecida como "uma teoria do desejo de possuir ativos de curto prazo face aos de longo prazo", então é mais consistente com a análise de uma *economia de mercado de capitais* do que propriamente com a de uma *economia de endividamento*. A noção de Keynes de que a taxa de juros é determinada por oferta e demanda de dinheiro não se aplica estritamente.

A preferência pela liquidez pode ser medida pela taxa de juros diferencial requerida para induzir unidades superavitárias a adquirir títulos de longo prazo, criando *funding* para os bancos refinanciarem as empresas não-financeiras em prazos mais longos. Segundo Wray (1990), a preferência por liquidez é que determina taxas de juros (de mercado), e não a demanda por moeda-creditícia. Esta é interdependente com a oferta efetiva (*ex-post*) de moeda. Desta forma, a nível *microeconômico*, a teoria da preferência pela liquidez não é inconsistente com a abordagem da endogeneidade da moeda.

### 3. Preferência por liquidez versus *finance*

O uso de saldos ativos de caixa foi denominado de *circulação industrial* por Keynes, em seu Tratado da moeda (1930), opondo-se ao uso da porção da oferta de moeda que envolve o negócio de distribuição de títulos ou reservas de valor, a *circulação financeira*. Na Teoria geral (1936), a moeda "retida" para *circulação financeira* está associada aos motivos *precaucional* e *especulativo*,

enquanto a dita em *circulação industrial* “ativa” associa-se ao motivo *transacional*. O motivo *finanças* tornou explícito (em 1937) o que na Teoria geral (1936) estava implícito no princípio da demanda efetiva: a independência da decisão de investir em relação ao fluxo de renda “poupada” (renda recebida e não consumida), devido à existência do crédito e ao estoque líquido de riqueza própria.

O motivo *finanças* foi apresentado por Keynes como a demanda por liquidez necessária para a concretização do investimento, isto é, que surge entre a *decisão* de investir e a sua *efetivação*. Portanto, é a condição monetária anterior (em antecipação) para a realização do *gasto discricionário* planejado (distinto dos *gastos rotineiros*), representando uma demanda adicional por saldos “inativos”.

Quando os *gastos* de investimento são *realizados*, a *liquidez* do sistema como um todo é *restaurada* e o motivo *finanças* desaparece, ou seja, com a liberação dos recursos líquidos represados restabelece-se o nível prévio de liquidez. Nas próprias palavras de Keynes: “as finanças (ou o dinheiro) que estão *atreladas* durante o intervalo entre o planejamento e a execução, são *liberadas* no devido tempo, depois que foram pagas na forma de renda, quer os recebedores a poupem ou a gastem” (grifos meus).

Os recursos para atender o motivo *finanças* estariam num fundo rotativo do sistema bancário, que – segundo Keynes – se recomporia na medida em que os gastos em investimento fossem realizados. Está aí a noção de que o investimento *ex-post* provém de finanças para investimento *ex-ante*, porém, com uma *falácia da composição*, mais uma vez devido à ênfase na retenção de liquidez do tomador de empréstimos. A *ótica microeconômica* não permitiu – a Keynes e seus discípulos “fundamentalistas” – a *visão macroeconômica* de que a liquidez é “liberada” para a rede bancária girá-la logo que o empréstimo concedido é depositado na conta corrente do demandante de crédito.

As decisões de gastos de investimento abrangem fluxos monetários que não têm pontos-de-partida sincrônicos devido a diferentes horizontes de decisão:

- a demanda por dinheiro por *finance motive*, até quando o empréstimo concedido é depositado em conta corrente, permitindo – com a redistribuição da posse de ativos líquidos (modificações nos portfólios individuais) – não “a restauração do nível prévio de liquidez”, mas sim o início do *processo de multiplicador monetário* em função da relação sistema bancário – público não-bancário;
- o do *processo multiplicador de renda*, que tem início com o gasto de investimento efetivado, e durante o qual são gerados fluxos de renda e aplicações;
- o da geração de renda pelas decisões de produção, utilizando-se da nova capacidade produtiva, até terminar sua vida útil.

O *fundo rotativo de Keynes* recompõe-se pelos gastos; o *fundo rotativo de Robertson* (crítico de Keynes) recompõe-se pela amortização dos empréstimos,<sup>4</sup> o *fundo rotativo do sistema bancário* amplia-se logo quando a demanda de *finance* é atendida. O empréstimo cria aumento de depósitos à vista na rede bancária. Isto, que pode não ser aparente num determinado banco em particular, é visível sob o ponto-de-vista do sistema bancário como um todo: um empréstimo pode tomar forma de depósitos ou aplicações em outros bancos. Tobin (1963) é um clássico nesse tema.

Outros autores também estão atentos à diferenciação entre demanda por moeda *microeconômica* e oferta de moeda *macroeconômica*. Carvalho (1995:19), apropriadamente, alerta: *finance* e *funding* não são realmente conceitos *microeconômicos*, embora tenham contrapartida micro. Eles são conceitos *macroeconômicos* que são parte de um modelo-macro de demanda efetiva”.

Em seu *paper*, Carvalho sustenta a visão de que a distinção entre *finance* e *funding*, e o papel especial dos bancos como criadores de crédito, são argumentos conceituais que devem aparecer, sob formas específicas concretas, em qualquer economia organizada como *economia monetária de produção*. No entanto, para atender a necessidade de *funding*, ou seja, a transformação do estoque de dívidas herdado do passado em diversas formas de ativos financeiros de longo prazo, as instituições financeiras dependem das aplicações em ativos financeiros de longo prazo, ou seja, da propensão do público adquirir títulos financeiros de longo prazo (ou ações), ao longo do processo de multiplicação da renda. Portanto, as mudanças recentes no mercado de capitais – desintermediação financeira, papel crescente dos investidores institucionais, generalização do banco universal ou múltiplo, proliferação dos produtos derivativos, processo de securitização, tendência à globalização financeira, etc. –, evidentemente, facilitam a obtenção de *funding*.

Se a preferência pela liquidez do público não-bancário não permitir a consolidação financeira do endividamento, os bancos individualmente são obrigados a reduzir a margem de segurança, pois aumenta o risco do credor com a inadimplência de devedores. Estes investidores endividados são obrigados a rolar passivo continuamente, em longo prazo, até a maturação do investimento. Mas isto não significa que cai necessariamente a relação ativos líquidos/ativos ilíquidos de cada banco, depende da necessidade (e da forma) de provisão para devedores duvidosos. Há um risco excessivo do refinanciamento a curto prazo, em função da

---

(4) Esta última noção não faz parte do universo de Keynes, pois ele está preocupado apenas com o interregno entre o investimento planejado e o realizado, e não com a etapa que se estende até a amortização dos empréstimos realizados para financiamento do investimento: *caderneta financiamento - investimento - lucro - financiamento validado através do pagamento das dívidas*

variação da taxa de juros, das condições de crédito, etc. A disponibilidade de *funding* diminui os riscos devidos à instabilidade financeira. Importa, nas crises econômicas, mais do que a *preferência pela liquidez* de cada banco, a sua *preferência por segurança*, sem grande descolamento dos prazos de seus passivos e de seus ativos, seja na carteira de empréstimos, seja na de títulos. Nas expansões econômicas, há *preferência por rentabilidade*, em função da avaliação de custos de oportunidade de buscar receitas em operações de crédito ou lucros com títulos e valores mobiliários, de captar no mercado junto ao público não-bancário ou no mercado interbancário e junto ao banco central (empréstimos de liquidez).

### Conclusão

Aparentemente, os pós-keynesianos “fundamentalistas” acham que a macroeconomia teria que ter *fundamentos microeconômicos*, enquanto os pós-keynesianos “horizontalistas” acham que a microeconomia é que teria de ter *fundamentos macroeconômicos*. Na verdade, não deve haver uma determinação de uma pela outra, mas sim uma interação entre elas. Se, em vez da contraposição, os analistas buscassem a síntese macro-micro, a convergência entre os pós-keynesianos poderia ser maior e o diálogo entre os economistas de formação alternativa mais frutífero. Buscou-se, neste artigo, essa interação micro-macro monetária.

*Teoria pura* – a relação da preferência pela liquidez microeconômica com os fenômenos macroeconômicos do desemprego, da elevação dos juros de referência e do financiamento a longo prazo – e *teoria aplicada* à determinada realidade histórico-institucional, com predomínio ou de *economia de endividamento* ou de *economia de mercado de capitais*, foram discutidas. Implicitamente, o que se deduz para a *arte da política econômica* é que a ação discricionária sobre os juros de referência não é o melhor instrumento. Isto porque pode provocar corte dos gastos e agravar o desemprego estrutural, estimulando aplicações financeiras de curto prazo e desestimulando a demanda de crédito. Não se obtém aumento de aplicações financeiras de longo prazo via política de juros de curto prazo, mas sim via mudanças institucionais, tais como estímulos a fundos mútuos de investimento de longo prazo, a fundos de pensão e a fundos sociais com recursos para fiscais.

Os seguintes pontos, na leitura “fundamentalista” da obra de Keynes, foram criticados:

- a preferência pela liquidez microeconômica como fundamento explicativo para o desemprego permanente macroeconômico, numa economia monetária de produção com sistema bancário desenvolvido;
- as variações independentes de uma oferta exógena de moeda e da demanda por moeda ociosa como referências para os movimentos das taxas de juros;
- a *ótica microeconômica* que não permitiu – a Keynes e a seus discípulos “fundamentalistas” – a *visão macroeconômica* de que a liquidez é “liberada” para a rede bancária girá-la (e multiplicá-la) logo que o empréstimo concedido é depositado na conta corrente do demandante de crédito.

Evitou-se uma postura doutrinária. Esta é apropriada para uma catequese, que visa o ensinamento pela pregação da opinião de autores pela exegese do texto de obras escritas, vistas como sagradas. Rejeita-se esta regra do debate que leva ao sectarismo, ou seja, à intolerância com autores de idéias divergentes.

A profissão de fé na doutrina de Keynes manifesta-se como uma idéia fixa. Cremos, antes de mais nada, porque é mais fácil crer do que duvidar. Deve-se começar a duvidar. Convém evitar: o uso (e abuso) do argumento da autoridade, o embotamento do espírito crítico em relação a Keynes e o excesso de espírito crítico em relação aos seus críticos.

Uma última advertência, evitou-se “chutar a santa preferência pela liquidez” (ou rasgar os Capítulos 13, 15 e 17 da “bíblica Teoria geral”). Isto pode desencadear uma “guerra santa”, pois atinge a “profissão de fé fundamentalista”, que defende com unhas e dentes uma doutrina imaculada. Na verdade, sugeriu-se, aqui, a superação das “igrejinhas” que levam, artificialmente, à cisão ou secessão (uma “reforma religiosa”) de uma escola de pensamento que tem é que unir forças contra o modo de pensar conservador.

Mas, é irresistível a última provocação: para formular a teoria da economia monetária da produção, Keynes estabeleceu uma tipologia das economias de mercado em uma série de versões preliminares da Teoria geral, escritas entre 1932 e 1935. “Descobertos somente em 1976, em um cesto de lavanderia na casa de campo de Keynes em Tilton, Inglaterra, esse conjunto de escritos [CW, XXIX] [apresenta] as características das economias cooperativa, neutra e monetária” (Lima, 1992:114). Em dois primeiros índices provisórios de sua Teoria geral o capítulo 3 seria “As características de uma economia empresarial”. Por que Keynes substituiu este capítulo sobre a teoria monetária de produção por “O princípio da demanda efetiva”? Será que ele percebeu os frágeis fundamentos macroeconômicos de sua teoria monetária da produção? Desconfiou que, num sistema monetário, a

moeda bancária não é “entesourável”, pois não tem sentido lógico falar em “reserva ociosa” na circulação financeira?

Essa teoria monetária da produção, recuperada de uma “cesta de roupa suja”, deve ser “lavada em casa”...

### Referências bibliográficas

- BRUNHOFF, S. L'individualisme méthodologique: réflexions sur deux écoles de théorie économique. *Economie Appliquée*, v. 44, n.2, p.33-49, 1991.
- CARVALHO, F.J.C. *Keynes's concepts of finance and funding, and the structure of the financial system*. Rio de Janeiro: UFRJ.IEI, 1995. (Texto para Discussão, n. 344)
- COSTA, F.N. *Por uma teoria alternativa da moeda*. Campinas: UNICAMP:IE, 1994a. (Tese de Livre-Docência)
- \_\_\_\_\_. Hicks e a liquidez. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 22, Florianópolis, 1994. *Anais...* Florianópolis: ANPEC, 1994b. p. 175-94. (também publicado em *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v.16, n.2, p. 703-26, 1995).
- \_\_\_\_\_. Mecanismo de transmissão monetário: interação e iteração. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 5, 1995.
- DOW, A.; DOW, S. Animal spirits and rationality. In: LAWSON, T.; PESARAN, H. *Keynes's economics - methodological issues*. New York: M. E. Sharpe, 1985. p. 46-65.
- DUAYER, M. A ontologia social organicista pós-keynesiana: ruptura com o neoclassicismo? *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v.16, n.1, p.190-217, 1995.
- FERNANDES, A.G.; COMIM, F.V. *Ação racional e coordenação em Keynes*. São Paulo: USP.IPE, 1992. mimeo.
- GRELLET, G. La monnaie est-elle à l'origine du chômage? *Economie Appliquée*, v.38, n.1, p. 301-8, 1985.
- GREMAUD, A.P.; PORTELA, A. A teoria da regulação e o problema da ordem: a tensão indivíduo-estrutura. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 20, Campos do Jordão, 1992. *Anais...* Campos do Jordão: ANPEC, 1992. p. 197-214.
- KEYNES, J.M. (1930). *A treatise on money*. In: THE COLLECTED writings of John Maynard Keynes. London: MacMillan, 1971. v.V.
- \_\_\_\_\_. (1936). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- \_\_\_\_\_. (1937). A teoria da taxa de juros. In: SZMRECSÁNYI, T., ed. *Keynes*. São Paulo: Ática, 1978. cap. 10.

- LÉONARD, J.; NOREL, P. Système monétaire et préférence pour la liquidité: Keynes et la 'macroéconomie des comportements'. *Economie Appliquée*, v.44, n.2, p. 153-62, 1991.
- LIMA, G.T. *Em busca do tempo perdido: a recuperação pós-keynesiana da economia do emprego de Keynes*. Rio de Janeiro:BNDES, 1992. (16. Prêmio BNDES de Economia)
- MEIRELLES, A.J. Moeda endógena e teoria monetária da produção. *Revista de Economia Política*, v. 15, n.3, (59), p. 18-30, jul./set. 1995.
- NEIVA, M.G. *Zeragem versus redesconto: aspectos operacionais da passividade da política monetária no Brasil*. Brasília, DF: CFP/BACEN/UnB, 1993. mimeo.
- POSSAS, M.L. *A cheia do mainstream: comentário sobre os rumos da ciência econômica*. Rio de Janeiro: UFRJ.IEI, 1995. (Texto para Discussão, n. 327).
- TOBIN, J. (1963). Commercial banks as creators of 'money'. In: \_\_\_\_\_ *Essays in economics: macroeconomics*. New York: MIT Press, 1987. v.1, p.272-82.
- WRAY, L. Randall. *money and credit in capitalist economies: the endogenous money approach*. London: Edward Elgar, 1990.

## TEXTO PARA DISCUSSÃO. IE/UNICAMP

### Fazem parte desta Série:

- n. 1 COUTINHO, Maurício. **Marx - reprodução do capital.** jul./91. (esgotado).
- n. 2 COSTA, Fernando Nogueira da. **A formação da taxa de juros no Brasil.** set./91.(esgotado).
- n. 3 SERRA, José; AFONSO, José Roberto R. **As finanças públicas municipais: trajetórias e mitos.** out./91. (esgotado).
- n. 4 COSTA, Fernando Nogueira da. **Política de câmbio e juros vs. dolarização programada e Banco Central independente.** jan./92. (esgotado).
- n. 5 SUZIGAN, Wilson. **A indústria brasileira após uma década de estagnação: questões para política industrial.** fev./92. 2a. ed. (esgotado).
- n. 6 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. **Mudança técnica e concorrência: um arcabouço evolucionista.** abr./92. (esgotado)
- n. 7 POSSAS, Maria Sílvia. **Aprendendo com os clássicos: notas sobre valor e capitalismo.** abr./92. (esgotado)
- n. 8 KAGEYAMA, Angela Antonia. **O emprego agrícola em 1985: análise preliminar.** maio/92.
- n. 9 POSSAS, Mario Luiz. **Concorrência, inovação e complexos industriais: algumas questões conceituais.** jun./92. (esgotado).
- n. 10 MACHADO, João Bosco Mesquita & ARAÚJO JR., José Tavares de. **Impacto das políticas comercial e cambial sobre o padrão de comércio internacional dos países da ALADI: o caso do Brasil.** jul./92. (esgotado).
- n. 11 COSTA, Fernando Nogueira da. **(Im)Propriedades da Moeda.** out./92.
- n. 12 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. **Ajustamento estrutural e orientação exportadora: sobre as lições da Coréia do Sul e do México.** out./92. (esgotado).
- n. 13 SUZIGAN, Wilson. **Política comercial e perspectivas da indústria brasileira.**dez./92. (esgotado).
- n. 14 SOTO B., Fernando. **Da indústria do papel ao complexo florestal no Brasil: o caminho do corporativismo tradicional ao neocorporativismo.** jan./93. (esgotado).
- n. 15 BAPTISTA, Margarida; FAJNZYLBER, Pablo; PONDÉ, João Luiz. **Os impactos da nova política industrial nas estratégias competitivas das empresas líderes da indústria brasileira de informática: a falsa "modernidade" e os limites da competitividade internacional.** jan./93. (esgotado).
- n. 16 NEGRI, Barjas. **Urbanização e demanda de recursos hídricos na Bacia do Rio Piracicaba no Estado de São Paulo.** mar./93.
- n. 17 POSSAS, Mario Luiz. **O conceito de concorrência em Marshall: uma perspectiva schumpeteriana.** abr./93. (esgotado).
- n. 18 COUTINHO, Mauricio Chalfin. **Marx e os preços de produção.** abr./93. (esgotado).

- n. 19 COSTA, Fernando Nogueira da. **Inovações financeiras e política monetária**. abr./93. (esgotado)
- n. 20 LEAL, João Paulo Garcia. **Evolução do comércio exterior sul-coreano de manufaturas segundo suas vantagens comparativas reveladas: 1981-1988**. maio/93.
- n. 21 OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. **A desordem fiscal e os caminhos para uma nova reforma do sistema tributário**. maio/93.
- n. 22 MACEDO E SILVA, Antonio Carlos. **Keynes's economics and the search for a new economic theory: the "equilibrium trap"**. jun./93.
- n. 23 NEGRI, Barjas. **A desconcentração da indústria paulista nos últimos vinte anos (1970-1990)**. jul./93.
- n. 24 CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. **Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta**. jul./93. (esgotado).
- n. 25 DEQUECH FILHO, David. **Salários e absorção de mão-de-obra no Brasil: um exame a partir das regiões metropolitanas**. jul./93.
- n. 26 LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. **Crise de financiamento dos governos estaduais (1980/1988)**. ago./93.
- n. 27 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. **Investimento direto externo e reestruturação industrial**. ago./93. (esgotado).
- n. 28 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. **Technological change and late industrialization: lessons from a post keynesian evolutionary approach**. set./93.
- n. 29 DEDECCA, Cláudio Salvadori e MONTAGNER, Paula. **Flexibilidade produtiva e das relações de trabalho. Considerações sobre o caso brasileiro**. out./93.
- n. 30 LIMA, Gilberto Tadeu. **Taxonomy of production economies and monetary determination of effective demand: a puzzle in Keynes'economics**. out./93.
- n. 31 BIASOTO JUNIOR, Geraldo. **Tributação: princípios, evolução e tendências recentes**. nov./93. (esgotado)
- n. 32 CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. **Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do após-guerra**. nov./93. (esgotado)
- n. 33 SUZIGAN, Wilson & SZMRECSÁNYI, Tamás. **Os investimentos estrangeiros no início da industrialização do Brasil**. jan./94.
- n. 34 REYDON, Bastiaan Philip. **A especulação com terras agrícolas: uma interpretação a partir de um referencial teórico pós-keynesiano**. jan./94.
- n. 35 BELIK, Walter. **Um estudo sobre o financiamento da política agroindustrial no Brasil (1965-87)**. abr./94.
- n. 36 HIGACHI, Hermes Yukio. **Estratégias das empresas líderes na indústria brasileira do papel**. maio/94.

- n. 37 COUTINHO, Mauricio Chalfin. Marx e a economia política clássica: trabalho e propriedade. maio/94.
- n. 38 PONDÉ, João Luiz S. P. de Souza. Coordenação, custos de transação e inovações institucionais. jul./94.
- n. 39 CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Uma visão crítica da teoria da repressão financeira. jul./94.
- n. 40 MATIJASCIC, Milko. Fundos de pensão e rearticulação da economia brasileira. jul./94.
- n. 41 CORSI, Francisco Luiz. As discussões em torno dos rumos da economia brasileira ao final do Estado Novo. jul/94
- n. 42 GRAZIANO DA SILVA, José. A formação de preços dos produtos agrícolas: notas para discussão de uma abordagem alternativa. nov./94
- n. 43 LOPREATO, Francisco Luiz C. - Dificuldades e perspectivas dos bancos estaduais. nov./94.
- n.44 BRANDÃO,Sandra Márcia Chagas. Políticas salarial e negociações coletivas: a experiência das categorias profissionais metalúrgicas e têxtil do município de São Paulo no período 1978-89. dez/94.
- n.45 CANUTO,Otaviano. Um modelo de crescimento endógeno com microfundamentos evolucionistas. jan./95.
- n.46 LEONE, Eugênia Troncoso. Manifestações da pobreza agrícola no Brasil em 1990. jun./95.
- n.47 BELIK, Walter Auto-regulação e políticas públicas para o setor agroalimentar no Brasil. jun./95.
- n.48 SUZIGAN, Wilson Experiência histórica de política industrial no Brasil. ago./1995.
- n.49 ALMEIDA, Marcio W.; BAPTISTA, Margarida. A flexibilização do monopólio das telecomunicações: desafios e mitos. ago./1995.
- n.50 SILVA, Antonio Carlos Macedo. Lei de Say, equilíbrio e demanda efetiva. set./1995.
- n. 51 BRAGA, José Carlos de Souza. Economia política da dinâmica capitalista (Observações para uma proposta de organização teórica). set./1995.
- n. 52 POSSAS, Sílvia Maria. Notas acerca da lógica da decisão e de expansão da firma capitalista. out./1995.
- n. 53 ARCANGELI Fabio; CANUTO, Otaviano. Growth models with Schumpeterian micro-foundations. dez./1995.
- n. 54 LIMA, Gilberto Tadeu. Capital controversy in the birth of macrotheory: the Keynes-Hayek exchange in retrospect. ago./1996.