

ISSN 0103-9466

**INOVAÇÕES FINANCEIRAS
E POLÍTICA MONETÁRIA**

Fernando Nogueira da Costa

TEXTO PARA DISCUSSÃO nº19

abril/1993

**INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP**

INOVAÇÕES FINANCEIRAS E POLÍTICA MONETÁRIA

Fernando Nogueira da Costa (*)

(*) Professor do Instituto de Economia da UNICAMP.

Instituto de Economia, abril de 1993

COMISSÃO DE PUBLICAÇÕES DO INSTITUTO DE ECONOMIA/UNICAMP

José Ricardo Barbosa Gonçalves

Maurício Chalfin Coutinho

Otaviano Canuto dos Santos Filho

Paulo Eduardo de Andrade Baltar

Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz (Coordenador)

FICHA CATALOGRÁFICA

COSTA, Fernando Nogueira da

Inovações Financeiras e Política Monetária/Fernando Nogueira da Costa. -
Campinas: UNICAMP/IE, 1993..

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

1. Finanças. 2. Política Monetária. I. Título. II. Série.

Exemplares avulsos poderão ser obtidos com Creuza A. Dias

INSTITUTO DE ECONOMIA

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Comissão de Publicações

Caixa Postal 6135

13081-970 Campinas (SP)

f.: (0192) 39.8295

fax: (0192) 39.1512

INOVAÇÕES FINANCEIRAS E POLÍTICA MONETÁRIA(*)

Fernando Nogueira da Costa(**)

SUMÁRIO

Examinamos a contribuição dos institucionalistas a respeito das inovações financeiras. Estes autores enfatizam a relação entre os desenvolvimentos institucionais e a política monetária. Após apresentação do arcabouço conceitual das inovações financeiras, mostramos a avaliação institucionalista da Teoria da Endogeneidade da Moeda. Concluímos comparando-a com a análise de um modelo pós-keynesiano da endogeneidade da moeda no ciclo econômico. Em anexo, chamamos a atenção para a Escola Institucionalista, num tópico de história do pensamento econômico.

(*) Agradecemos as sugestões de mudança na forma de apresentação do texto realizadas pelos dois pareceristas, meus colegas José Carlos da Rocha Miranda e Natermes Teixeira.

(**) Professor Doutor do Instituto de Economia da UNICAMP.

Uma teoria geral consistente para todas as economias de mercado seria impossível de construir, segundo a visão dos **institucionalistas**. "As economias ao longo do tempo desenvolvem instituições que conformam e respondem aos comportamentos dos agentes de várias maneiras. Então as diferentes teorias podem ser entendidas como específicas para certos tipos de economias, em determinados estágios de seus desenvolvimentos históricos; ou, ainda mais radicalmente, análises de diferentes aspectos de uma dada economia podem ser metodológica e axiomáticamente específicas somente para estes subsistemas" (1).

Os economistas **institucionalistas** tentam justificar a necessidade de uma teoria monetária histórica e institucionalmente específica, para a análise do debate sobre "regras versus arbítrio (política discricionária)", ou monetarismo versus keynesianismo, ou ainda "verticalistas" versus "horizontalistas", no campo da política monetária.

No entanto, a análise que faz justiça às significantes complexidades institucionais dos mercados monetários e financeiros não significa a eliminação do conhecimento teórico mais abstrato. Examinaremos, neste texto para discussão, a contribuição dos **institucionalistas** a respeito das **inovações financeiras** (2). Estes autores enfatizam a relação entre os desenvolvimentos institucionais e a efetividade da política monetária.

Após a conceituação das inovações financeiras, apresentaremos a **avaliação institucionalista** da Teoria da Endogeneidade da Moeda. Concluiremos comparando-a com a análise de um **modelo pós-keynesiano** da endogeneidade da moeda no ciclo econômico.

-
- 1 NIGGLE, Christopher J. The Evolution of Money, Financial Institutions, and Monetary Economics. *Journal of Economic Issues* (JEI). Vol. XXIV, n. 2, June 1990. p. 443/4.
 - 2 Ver, entre outros, RAINES, J. Patrick & LEARTHES, Charles G.. Financial Innovations and Veblen's Theory of Financial Markets. JEI. Vol. XXVI, n.2, June 1992.

Em anexo, vamos chamar a atenção - brevemente - para a **Escola Institucionalista**, num tópico de história do pensamento econômico. Acharmos que é relativamente desconhecida entre os economistas brasileiros e tem uma contribuição a dar no atual debate sobre o papel do Estado na economia.

Arcabouço Conceitual das Inovações Financeiras

O conceito de **inovação financeira**, segundo Boissieu (3), teve uma entrada marcante na literatura econômica ao longo dos anos 1970, sob o impulso dos trabalhos de Silber (4). A inovação financeira designa um dos três seguintes fenômenos:

- (1) a aparição de um **novo produto financeiro**, traduzindo-se por uma extensão do "menu" de ativos financeiros;
- (2) o desenvolvimento de um **novo mercado de capitais**, ou de um novo compartimento de um mercado já existente;
- (3) a introdução de **novas tecnologias de pagamento**, movimento freqüentemente percebido em termos da "eletronização dos fluxos monetários".

³ BOISSIEU, Christian de. Quelques reflexions sur l'analyse économique des innovations financières. Economie Appliquée. tome XXXIX, N. 3, 1986. PP. 449-472.

⁴ SILBER, W.. Towards a Theory of Financial Innovations. in SILBER, W. (edit.). Financial Innovation. D. C. Heath, Lexington, 1975. tb. SILBER, W.. The Process of Financial Innovation. American Economic Review. mai 1983.

A análise da inovação geralmente tenta distinguir os **novos produtos** das **novas tecnologias** (inovações de processos). Em alguns casos a clivagem é límpida, em outros, a distinção entre o **produto** e o **processo** é mais tênue. Esta clivagem pode esclarecer comparações internacionais no domínio da inovação financeira, pois enquanto alguns países se aproximam pela incorporação acelerada de novas tecnologias financeiras, diferem uns dos outros pelo ritmo e natureza das inovações de produtos.

Nos países anglo-saxões (em particular os EUA e a Inglaterra), o processo de novos produtos financeiros acelerou-se ao final dos anos 70, e teve uma característica amplamente descentralizada, predominando a inovação financeira **privada**. Em outros países (França, Japão, Itália, etc), os novos instrumentos financeiros apareceram mais tardiamente, mas mais rapidamente. Nestes países, predomina a inovação financeira **pública**, ligada ao financiamento dos déficits orçamentários. É avalizada pela Autoridade Monetária (AM), pois o processo legislativo e regulamentar é geralmente indispensável para introduzir no sistema novos produtos financeiros.

A interpretação das **causas da inovação financeira** geralmente consiste em vê-la como uma resposta utilizada pelas organizações (bancos, empresas, etc.) para ultrapassar as restrições - p. ex., devido à regulamentação ou nascidas da concorrência - cujo custo se torna exorbitante. As inovações servem freqüentemente para contornar as regulamentações. Também são introduzidas, muitas vezes, para permitir a certas instituições financeiras aumentar, ou pelo menos manter, suas participações no mercado de captação de recursos. O custo das restrições regulamentares e concorrenciais é reforçado pela evolução conjuntural, a saber, a aceleração da inflação e a alta correlacionada da taxa de juros.

Com isto, o custo de oportunidade cresce. Muitas das inovações financeiras aparecidas depois do final dos anos 70 estão ligadas à extensão e à diversificação dos riscos de câmbio (com a passagem ao câmbio flutuante) e de taxa de juros (com a política monetária contracionista adotada nos EUA em outubro de 1979), no sentido de redistribuir os riscos entre os agentes. As restrições fiscais e cambiais, exigindo maior competitividade por recursos, também motivam inovações e imitações.

Os novos instrumentos financeiros, uma vez introduzidos por iniciativa de uma organização financeira, propagam-se rapidamente dentro do sistema. As imitações são rápidas. A jurisprudência não freia a concorrência entre as instituições financeiras por meio de instrumentos financeiros muito semelhantes. A propagação internacional da inovação financeira acelera e acentua a convergência das situações nacionais. Apóia-se sobre os seguintes canais: a integração dos mercados de capitais domésticos e suas ligações com os mercados internacionais de capitais; a restrição externa pesando sobre cada economia nacional; o papel jogado pelos bancos estrangeiros, tentados a utilizar os mesmos instrumentos e procedimentos de seus países de origem.

A inovação financeira é parcialmente **irreversível**, no sentido que não desaparece, mesmo se as causas de sua introdução se atenuam, ou mesmo desaparecem. Por exemplo, a baixa da inflação não suprime as fórmulas de administração de caixa suscitadas pela alta da inflação. Os hábitos de melhor gerenciar os portfólios não são abandonados.

As inovações financeiras perturbam seriamente a política monetária, tornando somente convencional a delimitação dos agregados monetários a serem controlados (M1 vs. M2, M3, etc.), mais instáveis os comportamentos monetários e financeiros e mais delicada a escolha do alvo intermediário da política monetária. Com as inovações, a possibilidade de

distinguir os encaixes para transação, integrados no agregado monetário restrito (M1), dos encaixes de reserva, incorporados nos agregados monetários mais amplos, desaparece, devido à expansão do grau de liquidez destes últimos. Acelera-se também a obsolescência dos instrumentos de medida que são os agregados monetários. Surgem novas unidades de conta contratuais, p. ex., indexadores diversos.

Quando o crescimento desses agregados monetários é perturbado pelas inovações financeiras, torna-se difícil para as AM controlarem firmemente o crescimento de tal ou qual agregado. Coloca-se a delicada questão da credibilidade da política monetária. À medida que os agregados de crédito são a priori menos perturbados pelas inovações financeiras que os agregados de massa monetária, os Bancos Centrais (BACEN's) são hoje tentados a colocar mais peso no controle do volume de crédito.

A fragilidade de um sistema financeiro está ligada à capacidade de resistência do sistema a "choques", que podem ser exógenos ou endógenos. Como regra geral, a inovação financeira eleva a eficiência do sistema financeiro, permitindo a incorporação de tecnologias financeiras avançadas, aumentando a concorrência, melhorando a alocação de recursos, etc.. Mas pode ser, ao mesmo tempo, a origem de uma certa fragilidade. Torna incerta e imprecisa a regulamentação monetária. Não reduz o volume global do risco, mas opera uma transferência do risco entre os agentes. Coloca em causa as fronteiras tradicionais sobre as quais se apóiam o direito comercial e as políticas monetária e creditícia. Dificulta o diagnóstico contábil e financeiro de uma empresa, p. ex., obscurecendo a noção de "fundos próprios", com o surgimento dos "quase-fundos próprios". A extensão do endividamento, interno ou internacional, está associada também ao surgimento de novos instrumentos financeiros.

Carter constata o crescimento na fragilidade financeira durante os 1980s, no sentido do termo de Minsky (5). A revisão das inovações recentes nos mercados financeiros, realizada por Carter, sugere que a onda recente de inovações é parte integrante da reestruturação dinâmica do mercado de capitais, gerada por mudanças tecnológicas fundamentais na estocagem, transferência e manipulação de dados. Além de várias destas inovações permitirem às corporações financeiras e não-financeiras proteger-se, diversificando-se, contra os riscos financeiros, elas também permitem maior liberdade de ação para assumir riscos.

O mais significativo das **inovações financeiras recentes** na alteração do comportamento e de atitudes de assumir riscos é: (1) desenvolvimento de mercados futuros e de opções, (2) acréscimo da confiança sobre finanças "fora-de-balanço", (3) **securitização** de ativos (transformação de instrumentos representando capital ou dívida em papéis negociáveis) e (4) desenvolvimento de mercados de debêntures de alto rendimento. Os dois primeiros destes desenvolvimentos facilitam a dissimulação institucional do montante de risco embutido nos portfólios e complicam a análise do risco de crédito pelos potenciais emprestadores ou autoridades reguladoras. Os dois últimos desenvolvimentos condensam e encorajam a fé dos administradores de portfólio em que liquidez e diversificação podem permitir absorção de ativos com maiores riscos de crédito em suas carteiras, sem acréscimo substancial nos riscos globais. Porém, no agregado, liquidez é uma ilusão. A maior velocidade na transferência de dados e venda de ativos, cuja revolução computacional tornou possível, somente aumenta a velocidade do colapso dos valores dos ativos quando a pressão das vendas torna-se generalizada. Os **feedbacks** autocumulativos identificados e analisados por Minsky através do **processo de fragilização**

⁵ CARTER, Michael. Financial Innovation and Financial Fragility. JFI. Vol. XXIII, n. 3, september 1989. pp. 779-793.

financeira operam sempre mais fortemente, como resultado das recentes inovações financeiras, do que no passado.

Avaliação Institucionalista da Teoria da Endogeneidade da Moeda

Uma questão correntemente controversa na economia monetária é se a taxa de crescimento da oferta de moeda é determinada por forças de mercado ou controlada por políticas monetárias. As abordagens pós-keynesiana e institucionalista argumentam que a oferta de moeda é "endogenamente" determinada nos sistemas monetários modernos. Com isto querem dizer que o tamanho da oferta monetária é determinado pela interação de bancos e seus clientes. As implicações políticas desta postura são importantes: desde que os BACEN's não controlam - não podem controlar, dadas suas prioridades e procedimentos operacionais institucionais - a taxa de crescimento da oferta monetária, de maneira direta, a "regra" monetarista (taxa de crescimento estável dos agregados monetários para controlar inflação) é ineficaz. A relação entre moeda, taxas de juros, atividade econômica, e o nível de preços é vista como um muito complexo processo dialético, com causalidade em diversas direções. Implicitamente, a política deve ser flexível e contar com discernimento, capacidade crítica e bom senso da parte de seus condutores ("política monetária é arte"). Novas técnicas, não tradicionais, são requeridas.

Niggle tenta demonstrar o poder do método institucionalista, analisando o debate sobre a endogeneidade da oferta monetária (6). Seu argumento principal é que o grau no qual a oferta de moeda é determinada

⁶ NIGGLE, Christopher. The Endogenous Money Supply Theory: An Institutional Appraisal. JEI. Vol. XXV, n. 1, march 1991.

por força de mercado é função de um complexo conjunto de fatores institucionais. Inclui as formas de moedas em circulação, práticas bancárias, sistemas de taxas cambiais, organizações do mercado financeiro e objetivos, técnicas e metas operacionais do BACEN. Desde que estes fatores diferem historicamente, assim como através das economias, o **grau de endogeneidade** de um particular sistema monetário-financeiro não pode ser conhecido sem uma investigação de suas características institucionais específicas; uma teoria monetária abstrata, assumindo **a priori** que a oferta de moeda é ou exógena ou endógena, não pode ser aplicada mecanicamente para todas as economias, sem ser enganadora em muitos casos.

Embora um núcleo de idéias comuns possa ser distinguido, as várias versões das teorias de oferta de moeda endógena têm diferenças com respeito a: (1) o período de tempo da análise (é a oferta de moeda endógena no curto ou no longo prazo?); (2) o **grau de endogeneidade**; (3) os fatores que são mais importantes na determinação do **grau de endogeneidade** (objetivos políticos e técnicas operacionais do BACEN ou práticas bancárias); e (4) a natureza e a direção da causalidade entre atividade econômica, demanda por crédito, empréstimo bancário, nível de preço, e oferta de moeda.

Para a maioria dos economistas **pós-keynesianos** (Minsky, Chick, Dow, Rousseas, Goodhart, Wray, Arestis, etc.), assim como para alguns **institucionalistas** (p.ex., Niggle, Carter), com as (importantes) exceções dos "**horizontalistas**" tais como Kaldor e Moore, a oferta de moeda é vista como somente parcialmente endógena. A elasticidade do crédito (e moeda) com respeito à taxa de juros não é nem perfeitamente elástica (horizontal no gráfico) nem perfeitamente inelástica (vertical no gráfico), situando-se entre elas (a curva de oferta de moeda deve ser desenhada com uma inclinação para cima proporcional à taxa de juros).

Justifica-se assim a divisão dos seguidores da teoria da endogeneidade da moeda entre **acomodacionistas** e **estruturalistas** (7), embora possa ser vista uma certa complementaridade de suas explicações, os primeiros privilegiando-as para o **curto prazo**, os últimos destacando fenômenos de **longo prazo**, quando muda a estrutura financeira. Nos modernos sistemas financeiros, a fixação pelo BACEN da taxa de juros como uma meta intermediária (por qualquer que seja a razão) e os "saques a descoberto" ou pré-arranjos de linhas de crédito são os mais importantes fatores contribuintes para a endogeneidade de **curto prazo**; inovações financeiras são os mais importantes fatores no **longo prazo**. São vistas na maioria das versões da teoria como freqüentemente provocadas pelas restrições monetárias.

Entre os **verticalistas** e os **horizontalistas** situam-se os **institucionalistas**, contribuindo para o debate com o conceito de **grau de endogeneidade**. Os vários arranjos institucionais que influenciam o grau de endogeneidade podem ser agrupados em três conjuntos: (1) **formas de moeda** (usando uma ampla definição de moeda como ativos financeiros muito líquidos, vários dos quais podem ser usados diretamente como meios de pagamentos); (2) **práticas dos bancos comerciais**, e (3) **práticas do BACEN** (incluindo metas, prioridades entre metas, técnicas operacionais e objetivos). Estas categorias são um tanto interdependentes - por exemplo, algumas técnicas de controle do BACEN (tais como exigências de reservas) restringem e influenciam as práticas bancárias de empréstimos.

Niggle apresenta um quadro que contém os arranjos institucionais mais importantes no caso do sistema financeiro americano. Cada fator é visto como enviesando um sistema monetário-financeiro em direção da

7 COSTA, Fernando Nogueira da. Moeda Endógena, Taxa de Juros Exógena. Ensaio de Economia Monetária. SP, Bienal, 1992. tb. (Im)propriedades da Moeda. Texto para Discussão n. 11. Cps., IE-UNICAMP, out/1992. Revista de Economia Política 50. Vol. 13, n. 2, abr-jun 1993.

endogeneidade ou da **exogeneidade**. Cada sistema financeiro contemporâneo seria caracterizado por certa combinação destes arranjos institucionais, com um resultante **grau de endogeneidade**.

Na seguinte listagem, aparece cada instituição com sua influência **exógena** ou **endógena** sobre a oferta de moeda:

FORMAS DE MOEDA:

Moeda mercadoria - exógena: determinada por saldos comerciais, mineração, desentesouramento, etc..

Moeda fiduciária emitida pelo Estado - exógena: determinada por déficit.

Moeda creditícia bancária (notas ou cheques):

Com 100% de reserva - exógena: determinada pelo capital do banco.

Sem exigência legal de reserva: endógena: determinada pela demanda de crédito e pela preferência de portfólio do banco.

POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL:

Reserva Bancária Fracionária:

Carteira de redesconto aberta - endógena: reservas disponíveis sob demanda.

Redesconto discricionário - parcialmente endógena: reservas determinadas por práticas bancária e política do BACEN.

Operações de mercado aberto - endógena à exógena: dependendo das metas, técnicas operacionais e técnicas bancárias em alavancar fundos.

Metas de taxas de juros - endógena: determinada pela elasticidade ao juros da demanda por crédito e reservas.

Metas de reservas e agregados monetários - exógena sem administração de passivos pelos bancos.

Emprestador em última instância - endógena à exógena: dependendo da prioridade dada a esta função. Se é a primeira prioridade e é interpretada como função sistêmica : endógena.

TÉCNICAS DOS BANCOS COMERCIAIS:

Sem administração do passivo - exógena.

Administração do passivo - endógena.

Mercados financeiros internacionais - endógena: determinada por fácil acesso às fontes internacionais de fundos (mobilidade internacional de capital).

Desde que várias formas de moeda (moeda mercadoria, fiduciária e bancária), combinadas com várias instituições e práticas dos bancos comerciais e do BACEN, exibem diferentes **graus de endogeneidade e/ou exogeneidade** - moeda entra na economia ou é criada diferentemente - a "teoria correta", segundo Niggle - um economista institucionalista -, é aquela que corresponde ao comportamento efetivo do específico sistema monetário-financeiro sob análise. Teorias devem considerar explicitamente tais instituições para serem úteis como guia para a política.

Para ilustrar este ponto, Niggler apresenta uma visão geral dos estágios importantes no desenvolvimento das modernas instituições monetárias e bancárias. Estes estágios devem ser interpretados como fatos estilizados, mais do que uma história rigorosa correspondente ao efetivo desenvolvimento da economia. Tendências em direção tanto a uma maior complexidade das formas monetárias e das relações financeiras, quanto a uma endogeneidade da oferta de moeda, são esboçadas.

PRIMEIRO ESTÁGIO: considerando uma economia com moeda mercadoria (ouro) ou papel moeda conversível com estritas regras de reserva aurífera, e com um relativamente subdesenvolvido sistema bancário - que empresta somente seus recursos próprios e através do padrão legal de pagamentos. Em tal economia, a quantidade de moeda seria determinada fora dos setores financeiro e industrial por fluxos de comércio, investimento estrangeiro, ou produção de ouro. A oferta de moeda seria exogenamente determinada. Se o Estado emite moeda fiduciária (para cobrir déficits) ou varia as exigências de reservas em ouro, a oferta de moeda é ainda determinada exogenamente com relação à economia privada pelos mesmos fatores que numa mais simples situação com política fiscal estatal e política monetária. (Estas instituições correspondem grosseiramente àquelas da economia britânica na era de David Ricardo).

SEGUNDO ESTÁGIO: introduzindo agora reservas bancárias fracionárias sobre os depósitos, em tal economia, com o uso das notas bancárias como um meio comum de troca, mas com mais depósitos possuídos como relativamente líquidas formas de poupança pelos proprietários, e com pequeno empréstimo interbancário (os bancos são pequenos e isolados, e as comunicações subdesenvolvidas). Sem exigências de reservas legais, a oferta de moeda torna-se um tanto elástica, com ligações entre ouro, moeda conversível e moeda fiduciária (a "base

monetária"), e o estoque monetário total (incluindo notas bancárias e algumas outras formas de moeda em uso) em circulação muito menos rígida e determinística. O "multiplicador monetário" é determinado pela demanda de crédito, pelos repagamentos de empréstimos e pela prudência dos banqueiros (ou falta disso), e a oferta de moeda é um tanto determinada endogenamente no sistema bancário. Se os passivos dos bancos começam a tomar a forma de depósitos transferíveis por cheques, a moeda criada pelos empréstimos bancários usualmente não deixa o sistema bancário (elevando a capacidade de empréstimos dos bancos), mas os bancos são ainda largamente intermediários passivos, emprestadores de depósitos. (Isto descreve um sistema financeiro antes do estabelecimento do BACEN).

TERCEIRO ESTÁGIO: introduzindo algum tipo de AM - um BACEN - que efetivamente impõe exigência de reserva sobre os bancos, a AM recupera o controle sobre os empréstimos bancários e, finalmente, sobre o tamanho do estoque monetário - a quantidade de moeda é exogenamente determinada. Se o BACEN começa a usar operações de **open market** ou carteira de redesconto para ajustar as reservas bancárias, o seu poder sobre a oferta de moeda é acentuado e a exogeneidade da moeda é reforçada. Economistas começam a modelar o sistema monetário formalmente com modelos de base monetária - multiplicador monetário - que assumem o controle do BACEN sobre reservas bancárias e rígidas relações reservas/depósitos; sob estas condições, para Niggler, modelar a oferta de moeda como controlável pelo BACEN é perfeitamente razoável.

QUARTO ESTÁGIO: supõe-se que empreendedores no sistema financeiro descobrem técnicas que relaxam as restrições impostas sobre eles através de exigências de reservas e de manipulação do BACEN sobre o nível de reservas. O desenvolvimento de um eficiente sistema de empréstimos interbancários constitui uma tal inovação. Embora ainda deixe o BACEN

no controle do total de reservas e a oferta de moeda como exogenamente determinada, relaxa as restrições sobre os bancos individuais. Inovações na forma dos passivos e nas técnicas de gerência dos ativos permitem aos bancos aumentar seus empréstimos sobre um dado montante de reservas. Como resultado, a oferta de moeda torna-se crescentemente determinada endogenamente. Paralelamente a estas técnicas de administração de passivos, os bancos têm aprendido a manipular seus portfólios de ativos através de práticas tais como vendas de créditos individualmente (**upstreaming**) ou em pacotes (**securitization**) e reempréstimo (**relending**) de fundos. Os bancos agora fazem empréstimos sob demanda e, então, cobrem suas posições de reserva mais tarde, usando estas várias técnicas. Uma outra técnica que muito poderosamente aumenta a endogeneidade é oferecer linhas de crédito que os clientes do banco podem utilizar se tiverem necessidade. Desde que a maioria dos empréstimos bancários seja realizada sob contratações prévias, o volume total de crédito é largamente determinado pela demanda de empréstimos; e desde que uma expansão líquida do crédito bancário resulte em criação monetária, a oferta monetária em tal sistema é amplamente determinada endogenamente. A internacionalização dos mercados financeiros, além disso, aumenta a endogeneidade da oferta de moeda e reduz o controle do BACEN sobre o crédito bancário e a oferta monetária doméstica.

QUINTO ESTÁGIO: se a AM assume o papel de "emprestador em última instância" para o sistema como um todo, assumindo responsabilidade para prevenir instabilidade financeira, sua capacidade de restringir o crescimento da reserva bancária é mais atenuada. Os bancos fazem empréstimos sob demanda; se as reservas são inadequadas na extensão do sistema, a taxa de juros sobe e o valor da taxa fixa dos papéis negociáveis cai. Um BACEN preocupado com a possibilidade de crise financeira reagirá prestando assistência financeira de liquidez aos intermediários

financeiros através da carteira de redesconto (na Inglaterra) ou através das operações de **open market** (nos Estados Unidos). Sob estas circunstâncias, sempre as reservas bancárias são determinadas endogenamente, pois o BACEN atua para estabilizar mercados financeiros, acomodando as necessidades dos bancos por reservas adequadas à cobertura de seus empréstimos criadores de depósitos. Niggle conclui que a oferta monetária é amplamente determinada endogenamente no atual sistema financeiro.

Os participantes do debate atual sobre a endogeneidade da oferta monetária têm estado em conflito, segundo Niggle, porque eles (especialmente os que assumem a abordagem exogenista) não têm clareza a respeito das implicações para suas teorias de algumas importantes características institucionais do sistema monetário-financeiro (há, evidentemente, outras razões para seus desacordos). Os estágios 1 e 3 são caracterizados por **estoques de moeda exogenamente determinados**, e um modelo assumindo exogeneidade seria perfeitamente apropriado como instrumento analítico e guia para política nestas circunstâncias. Mas, nos estágios 2, 4 e 5, **o estoque monetário é endogenamente determinado em certo grau** e, então, a hipótese exogenista é inapropriada.

Defensores da posição da oferta de moeda exógena sempre argumentam que a oferta de moeda **deveria** ser exogenamente determinada. Lembra-nos da visão de Ricardo de que a oferta de moeda deveria ser restrita à moeda metálica ou comportar-se como assim fosse. Para Niggle, se esta é uma posição defensável, seus defensores têm a responsabilidade de propor um conjunto de instituições que fariam a oferta de moeda mais controlável pela AM. Mas, sob os arranjos institucionais correntes, a oferta de moeda parece ser amplamente endógena para o sistema financeiro.

Conclusão: Um Modelo Pós-keynesiano da Endogeneidade da Moeda no Ciclo Econômico

A **teoria monetarista** do ciclo econômico toma um acréscimo na **oferta de moeda** como o ponto de partida e, então, como o **agente causal no ciclo econômico**. Uma **teoria keynesiana** não tem ponto de partida como tal, baseada no fundamento de que a norma para a economia é o movimento cíclico mais do que a estabilidade. Não haveria, portanto, a necessidade de identificar uma causa determinada dos ciclos. Entretanto, a variável normalmente assinalada como um ponto de partida para a análise é a **eficiência marginal do capital**. Justifica-se que um determinante maior, o **estado de expectativas a longo prazo**, está sujeito a periódicas mudanças descontínuas, as quais não podem ser plenamente explicadas com um modelo econômico.

Dow elabora um **modelo pós-keynesiano da endogeneidade da moeda no ciclo econômico** (8). Considera, como partida, uma melhoria significativa nas expectativas de longo prazo, impulsionando a economia a um movimento de ascensão. Como as atividades econômicas se restabelecem, os bancos atendem com mais crédito à demanda dos investidores, cujos projetos passam a "merecer crédito" (confiança). Ao mesmo tempo, expectativas de elevação dos preços dos ativos encorajam um redirecionamento dos ativos líquidos para os ativos menos líquidos, com uma visão de colher ganhos. Os recursos líquidos são então liberados para financiar mais atividades; não somente têm mais boa vontade as instituições financeiras em emprestar mais, mas suas capacidades de empréstimos também aumentam. Como a expansão prossegue e sempre

8

DOW, Sheila. Money supply endogeneity. *Economie Appliquée*. tome XLI, n. 1, 1988. pp. 19-39.

antecipa maiores ganhos de capital, os empréstimos tornam-se mais altamente atrelados. Há uma progressão de **hedge finance** (onde o fluxo de caixa esperado é suficiente para cobrir os compromissos dos juros) para **speculative finance** (onde o fluxo de caixa esperado é insuficiente para cobrir as obrigações em juros no curto prazo, mas suficiente no longo prazo, requerendo refinanciamento dos débitos) e para **Ponzi finance** (onde o fluxo de caixa esperado nunca é suficiente para cobrir os juros contratados, requerendo aumento dos débitos) (9). Ao mesmo tempo, a percepção dos riscos pelos credores é aplacada pelo acréscimo estável nos preços dos ativos, e novos instrumentos e instituições emergem para gerar fontes adicionais de crédito. O capital estrangeiro é atraído pelos altos retornos, enquanto emprestadores nacionais para o exterior são encorajados a repatriar seus capitais para os ativos domésticos.

Ao longo deste processo há uma tendência de desvio da atividade produtiva para a atividade especulativa, pois os retornos esperados na última continuam a crescer de maneira tal que os retornos na primeira não conseguem igualar. Atividade especulativa é atraente particularmente para aqueles ativos com oferta inelástica (ativos não-produzíveis e aqueles cuja produção, como a habitação, exige um longo tempo). Como os mercados destes ativos tornam-se mais procurados, aumenta a liquidez em relação ao custo de manutenção. Então, segundo Dow, tornam-se mais satisfatórios aos atributos necessários da moeda. A crescente disponibilidade de **substitutos da moeda** (se bem que em função de condições de mercado temporárias) logo reduz a vontade de reter ociosamente a própria moeda.

A situação sublinhada pode ser descrita como de crescente disponibilidade de crédito, assim como de queda na disposição, relativamente ao gasto planejado, em possuir moeda. Tanto oferta quanto

⁹ Ver MINSKY, Hyman. Inflation, Recession and Economic Policy. Brighton, Wheatsheaf, 1982. Cap. 5.

demanda são interdependentes, desde que ambas são responsáveis pela expectativa muito difundida de crescimento nos preços dos ativos. A oferta de moeda (gerada por criação creditícia) é certamente endógena, mas movendo-se em ritmo distinto ao da demanda, segundo Dow. Logo, quanto maior a resposta da oferta de moeda às expectativas dos preços dos ativos, mais potencialmente destrutivo torna-se o processo; quanto mais a euforia especulativa é abastecida pelo financiamento fácil, maior o colapso decorrente. Os empréstimos altamente atrelados podem somente persistir se o crescimento dos preços dos ativos sustentar seu ritmo. Qualquer moderação significa sempre crescentes débitos contratuais que finalmente colocam um grande risco para os credores. A situação é também altamente sensível aos acréscimos das taxas de juros, que podem transformar **hedge finance** em **speculative finance**, e **speculative finance** em **Ponzi finance**. Tentativas da AM em refrear o crescimento do crédito, uma vez que o empréstimo já é altamente atrelado, pode então realmente constituir um **colapso financeiro**. Uma vez que os calotes e as quebraadeiras iniciam-se, há múltiplos efeitos através do sistema.

Uma vez que a euforia definhe, (a) por causa de uma moderação no ritmo das expectativas dos preços dos ativos, (b) por causa da intervenção da AM, ou (c) por causa da redução da tolerância a erros de investimentos, o processo entra em reversão. As instituições financeiras passam a encurtar o crédito para aqueles que oferecem maiores riscos; algumas são obrigadas a reduzir toda a atividade por inadimplência dos devedores. Outros setores também tentam gerar mais liquidez para lidar com as conseqüências da até então inesperada baixa nos preços de venda dos ativos. Os capitais retornam para o exterior, onde os retornos esperados são maiores e os riscos de inadimplência menores. A situação é seriamente exacerbada se o colapso da bolha especulativa ocorrer de maneira tal que solape a confiança em todo o sistema financeiro. Então, a **preferência pela liquidez** pode

tomar a forma de demanda por uma moeda estrangeira forte. Uma crise cambial pode seguir-se.

O processo de oferta de moeda é endógeno, influenciado pelos mesmos fatores que influenciam a demanda por moeda. A inesperada baixa nos preços dos ativos especulativos inicia o processo de queda; enquanto isto, a atividade produtiva já ultrapassou o auge e é posta sob pressão pelo enxugamento das fontes de financiamento. Os efeitos aceleradores da reviravolta na atividade continuamente enfraquecem a demanda efetiva, diminuindo a eficiência marginal do capital. Estes fatores trazem não somente uma contração na disposição e capacidade das instituições financeiras oferecerem crédito, mas também um acréscimo na demanda por liquidez. Novamente o processo de oferta é endógeno, e de novo opera numa direção oposta à da demanda, segundo Dow. Tanto na alta quanto na baixa, ações individuais que são racionais em si mesmas geram resultados que atuam contra o interesse coletivo.

Endogeneidade do processo de oferta de moeda, porém, não significa consignar a moeda para um poderoso papel no ciclo econômico. Pelo contrário, a forma pela qual esta endogeneidade surge assegura que a atividade financeira exacerbe a tendência da atividade do setor privado gerar instabilidade. Este processo impede o funcionamento apropriado de uma economia monetária. Numa expansão, a oferta de moeda pode aumentar numa extensão tal que outros ativos parecem **quase-moedas**, o que logo abastece a expansão especulativa; a atração por metais preciosos, câmbio estrangeiro e antiguidades, por exemplo, é acentuada. Uma extrema euforia seguida por colapso pode destruir irrevogavelmente a confiança na "**moeda de fora**", o que permite ao sistema financeiro funcionar como deve. Como resultado da ruptura da bolha especulativa, a oferta de crédito torna-se inelástica relativamente à demanda. Quando o sistema financeiro passa a funcionar como antes, a moeda doméstica

retorna à função de dinheiro. Mas a inelasticidade da sua oferta em relação à demanda é tão grande que força rupturas bancárias e impede planos de investimentos. Contribue, então, para a contração do produto e do emprego.

Os **monetaristas** assumem que a **oferta de moeda perfeitamente inelástica**, associada a uma **função oferta de moeda independente** dos fatores que afetam a demanda de moeda, governa o ciclo econômico e o movimento dos preços. Fundamentam assim a necessidade de uma **regra** para governar a taxa de crescimento da quantidade de oferta de moeda. Esta regra somente modifica a oferta de moeda a longo prazo e independe de variações de curto prazo da demanda da moeda. Moore denomina aqueles que acreditam nesta regra monetarista de **Verticalistas**. Associa aqueles que acreditam que a quantidade de moeda suprida pelo sistema bancário se modifica em resposta a variações na demanda de moeda à denominação de **Horizontalistas**, pois concebem a oferta de moeda **endógena** em termos de uma **função oferta de moeda perfeitamente elástica** (horizontal) (10).

Na opinião de **endogenistas** (pós-keynesianos e institucionalistas) mais moderados, os **horizontalistas rígidos** representam apenas uma posição extrema daqueles que professam a endogeneidade da quantidade de moeda ofertada, no enfoque da elasticidade. A **hipótese da acomodação parcial** de fato reverte a determinação causal da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), pois nela a demanda de moeda induz a oferta de moeda. No entanto, segundo a **endogeneidade parcial**, a política monetária tem impacto no nível de atividade, porém sem a intensidade defendida pelo monetarismo, para o qual a velocidade de circulação da moeda é estável. Aqueles que destacam a variabilidade dessa velocidade, como efeito da

¹⁰ MOORE, Basil. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

variação das taxas de juros ou das **inovações financeiras**, garantem certa elasticidade (**endogeneidade**) da oferta de moeda, mas não negam a possibilidade do BACEN atuar de forma **exógena**.

Questionar a relação causal de M (quantidade de moeda) para P (índice geral de preços) não implica necessariamente defender a causalidade inversa de P para M. É importante negar a TQM enquanto uma **teoria monetária dos preços**, bastando mostrar que podem ocorrer variações em P sem que ocorram em M, e vice-versa, o que nada mais significa que postular a variabilidade em V (velocidade de circulação da moeda) na Equação de Trocas de Fisher ($MV = PQ$).

Portanto, na **visão institucionalista dos pós-keynesianos**, aponta-se para a imprevisibilidade da velocidade de circulação da moeda. A **endogenia** (ou a **exogenia**) da oferta de moeda é uma resultante da ação conjunta do sistema monetário, ou seja, das decisões do BACEN enquanto prestador em última instância e do setor bancário enquanto criador de moeda via crédito.

A atuação desses agentes financeiros oscila de acordo com as circunstâncias do ciclo monetário. Em conjuntura com **estruturas patrimoniais sadias**, a ação dos bancos comerciais determina elevação do **grau de endogeneidade**, mesmo sem sanção do BACEN, este atuando de forma **exógena**. Em contexto de **fragilidade financeira**, a **exogenia** deriva da recusa dos bancos comerciais em refinanciar dívidas passadas e a **endogenia** parte do BACEN atuando como prestador em última instância. A disposição do setor bancário refinanciar varia de forma inversamente proporcional ao trânsito do predomínio da posição **especulativa** para a **Ponzi**. O **risco do credor** depende do grau de fragilidade financeira, mas a rentabilidade bancária vai em sentido contrário ao da segurança bancária (o crédito aos agentes **Ponzi** é mais caro

e lucrativo), que varia ciclicamente. O credor tem de decidir sua preferência entre rentabilidade e segurança.

Enfim, em todos os contextos, há sempre algum **grau de endogeneidade sancionada**, seja pelos bancos comerciais, seja pelo BACEN. Um sistema de **moeda exógena** está somente associado ao caso extremo da **inelasticidade perfeita** da função oferta. Para todos os que advogam uma oferta de **moeda endógena**, basta provar - p. ex., através de inovações financeiras - uma função oferta de moeda **menos que perfeitamente inelástica**, para o sucesso de sua retórica.

ANEXO

Escola Institucionalista

A **Association for Evolutionary Economics (AFEE)** foi fundada em 1965 por John S. Gams, nos Estados Unidos. Essa organização mantém reuniões anuais e publica o **Journal of Economics Issues (JEI)**, em março, junho (com os anais da reunião anual), setembro e dezembro. Atualmente, o Department of Economics, University of Tennessee, Knoxville, é o responsável pela publicação. Até 1991, o Department of Economics, California State University, Sacramento, assumiu essa responsabilidade. Em 1993, alcança seu Volume XXVII, ou seja, mais de 1/4 de século de existência. Entre seus colaboradores (e autores) mais conhecidos dos brasileiros, citamos John Kenneth Galbraith, Gunnar Myrdal, Dudley Dillard, Osvaldo Sunkel, J. A. Kregel, Philip Arestis e Nina Shapiro. Estes pós-keynesianos comprovam correspondência e complementaridade entre os trabalhos publicados na **Journal of Post Keynesian Economics (JPKE)** e na **JEI**.

Thorstein B. Veblen (1857-1929), considerado o fundador da Escola Institucionalista, publicou sua obra mais conhecida - **The Theory of the Leisure Class** ⁽¹¹⁾ - em 1899. Além de Veblen, que criticou o pensamento ortodoxo e constituiu a abordagem teórica **institucionalista**, os outros dois expoentes dessa Escola também são norte-americanos: John R. Commons (1864-1945), que efetivamente ajudou a elaborar muitas leis sociais e trabalhistas e a reforma da legislação governamental, e Wesley C.

¹¹ **VEBLEN, Thorstein Bunde. A Teoria da Classe Ociosa: Um Estudo Econômico das Instituições. SP, Abril Cultural, 1983.**

Mitchell (1874-1948), que estimulou a pesquisa indutiva com seus estudos estatísticos.

Commons foi sindicalista, socialista e professor universitário. Atuou como conselheiro de governos e políticos, tornando-se um grande reformador. Foi estudioso das instituições econômicas em atividade, tais como prisões, organizações de caridades, hospícios, cortes de justiça, sindicatos, fábricas e câmaras legislativas, as quais visitava com seus alunos. Tentava integrar as Ciências Sociais - Ética, Sociologia, Psicologia, Ciências Políticas, História e Jurisprudência - ao estudo da Economia. Defendia a ampliação do papel governamental como mediador dos interesses conflitantes dos muitos grupos, que precisavam ser controlados para que a sociedade funcionasse de forma organizada.

Mitchell foi um grande pesquisador cujo trabalho mais notável refere-se à análise das flutuações econômicas (12); deu ao institucionalismo sua base empírica. Mitchell acreditava que seus estudos estatísticos - fundou em 1920, nos EUA, e dirigiu durante 20 anos o **National Bureau of Economic Research** - forneceriam uma base mais firme para o trabalho pioneiro de seu professor Veblen, na crítica às abstrações irreais e à metodologia da ortodoxia marginalista.

Há uma explicação histórica para a origem norte-americana dessa corrente de pensamento econômico. "A **escola institucionalista** ganhou existência em um momento de transição do capitalismo americano, com o surgimento das grandes empresas oligopólicas, tanto na produção quanto no sistema financeiro. Suas idéias materializaram anseios de reforma social existentes entre as camadas médias, pequenos proprietários rurais e urbanos, intelectuais reformadores, organizações de consumidores, sindicalistas; enfim, entre o amplo espectro social daqueles que

12 MITCHELL, Wesley Clair. Os Ciclos Econômicos e suas Causas. SP, Abril Cultural, 1984.

acreditavam poder limitar a ação dos grandes interesses e subordiná-los aos desígnios da maioria" (13).

Esse contexto político-econômico levou a que alguns economistas acadêmicos, além dos socialistas, discordassem dos postulados das análises e das conclusões do **mainstream**. As hipóteses da doutrina marginalista ortodoxa revelavam-se cada vez menos realista frente à monopolização do capitalismo americano. A defesa do **laissez-faire** e do **status-quo** se confrontava com o movimento em favor do controle social e da reforma. Neste ambiente é que surgiu a **economia institucional**.

No entanto, a **Escola Institucionalista** distinguia-se ideologicamente do movimento sindicalista militante em favor da revolução socialista via acirramento da luta de classes. Defendia alcançar a mudança social mediante reforma social, isto é, melhorar as condições de vida por meio da intervenção governamental na economia capitalista. O **New Deal** na década de 30 foi influenciado pelo institucionalismo reformista.

Houve influência da **Escola Histórica Alemã** sobre o institucionalismo americano, que professava um certo credo de "socialismo cristão", um programa de reformas que tinha muito em comum com o pensamento moderadamente reformista alemão. Apesar de certas similaridades na metodologia entre essas duas correntes, a **Escola Institucionalista Americana** não era nacionalista e era mais liberal e democrática em sua visão.

Segundo Oser & Blanchfield (14), há oito idéias-chave nessa Escola:

13 ALMEIDA, Maria Hermínia T.. Apresentação de VEBLEN; op. cit.; p. X.

14 OSER, Jacob & BLANCHFIELD, William C. História do Pensamento Econômico. SP, Atlas, 1983. p. 332.

1- A **economia** deve ser estudada como **um todo**, em vez de examinada em pequenas parcelas como entidades separadas isoladas do todo. Na atividade econômica, existem padrões de ação coletiva que são maiores que a soma das partes. A economia está ligada à Política, à Sociologia, à Psicologia, à Lei, aos costumes, à ideologia, à tradição e a outras áreas de crença e experiências humanas. A **economia institucional** analisa processos sociais, relações sociais, e a sociedade em todos os seus aspectos. Veblen preocupou-se com a **economia social** e não com a **economia empresarial**.

2- Essa Escola enfatizou o papel das **instituições** na vida econômica. Uma **instituição** não é apenas uma organização ou um estabelecimento para promoção de um objetivo particular, como um sindicato ou um banco central. É também um padrão organizado de comportamento grupal, bem estabelecido e aceito como parte fundamental de uma cultura. Inclui hábitos, costumes sociais, leis, modos de pensar e formas de vida. A vida econômica, afirmam os institucionalistas, é regulada pelas instituições econômicas e não por leis econômicas. Defendem a análise e a reforma das instituições, o planejamento econômico e a mitigação dos movimentos do ciclo econômico.

3- O **darwinismo (abordagem evolucionista)** deveria ser empregado na análise econômica porque a sociedade e suas instituições estão em constante mudança. Em vez de equilíbrio, há movimento. Os institucionalistas discordam da abordagem estática, que tenta descobrir verdades econômicas eternas sem considerar as diferenças de tempo e local e sem se preocupar com mudanças que estão ocorrendo constantemente. A evolução e o funcionamento das instituições econômicas deveriam ser os temas centrais da Economia, numa abordagem interdisciplinar.

4- Os institucionalistas rejeitam a idéia prevaiente de **equilíbrio normal**, em favor da ênfase no **princípio de causação circular** ou **mudanças cumulativas**. Os desajustes não são afastamentos do equilíbrio normal, mas constituem a própria normalidade. Os problemas do subdesenvolvimento econômico e da inflação devem ser enfrentados com controles coletivos governamentais.

5- Em vez da suposta **harmonia de interesses**, da qual se deduzem teorias econômicas, os institucionalistas reconhecem os **choques de interesses** entre os grupos organizados para a defesa do auto-interesse mútuo dos membros. Um governo imparcial e representativo deve reconciliar ou superar os interesses conflitantes para o bem comum e para o funcionamento eficiente do sistema econômico.

6- Os institucionalistas escolheram **reformas liberais democráticas** para criar uma distribuição de riqueza e de renda mais equitativa. Condenam, invariavelmente, o **laissez-faire** e apoiam um maior desempenho governamental em assuntos econômicos e sociais.

7- Essa escola apóia a **abordagem indutiva** em vez da **dedutiva**, reduzindo o hiato entre a teoria econômica e a prática. Sente necessidade da descoberta de mais fatos, de mais estudos estatísticos e de um exame mais próximo do funcionamento real do sistema. A teorização abstrata - especialmente a dos marginalistas - foi condenada como irreal e estéril.

8- Os institucionalistas repudiaram a psicologia do prazer-dor, incorporando idéias freudianas e comportamentais a seu pensamento. O **hedonismo** - doutrina que considera que o prazer individual e imediato é o único bem possível, princípio e fim da vida moral -, da escola econômica dominante, pressupõe pessoas racionais, inteligentes, que agem rápida e

prontamente de acordo com sua antecipação do prazer ou da dor. São dotadas de idéias claras e de capacidade de previsão.

A ênfase institucionalista ao analisar a economia global como parte de um processo evolucionário e em um contexto institucional é válida. Por exemplo, os salários dos trabalhadores dependem mais do desenvolvimento do sindicalismo de classe e da execução das regulamentações governamentais na política salarial do que da produtividade marginal do trabalho, como propõe a ortodoxia. Os problemas de desenvolvimento econômico são dinâmicos e evolucionários. O crescimento de trabalhos empíricos e estatísticos é uma consequência das idéias institucionalistas. A forte tendência ao uso da matemática pelos ortodoxos, para a teorização econômica, tende a ignorar os determinantes institucionais do comportamento econômico. A matemática é útil para a representação simbólica de relações complexas, mas leva a uma visão mecânica, em que se privilegiam relações estáveis e não mudanças institucionais no processo econômico.

Na concepção originária de Veblen, a evolução da estrutura social tem sido um processo de seleção natural das instituições, imposto pela adaptação forçada dos indivíduos às alterações da conjuntura. Entretanto, há um **hiato cultural** no processo de mudanças institucionais em distintos contextos. As instituições - i. é, os hábitos de pensamento sob cuja orientação as pessoas se comportam - são produto do processo passado, são adaptadas a circunstâncias passadas e, portanto, nunca estão de pleno acordo com as exigências do presente. Mas os hábitos tendem a ser mantidos, exceto quando as circunstâncias forçam uma mudança. Essas instituições herdadas são, em consequência, fatores conservadores de inércia social e psicológica.

O aparecimento da **análise keynesiana**, com sua abordagem macroeconômica e suas prescrições de intervencionismo estatal para estabilizar a economia, obscureceu, de certa forma, o **institucionalismo**. Atualmente, em "tempos neo-liberais", o enfrentamento ideológico com adversário comum - o **conservadorismo ortodoxo** - leva à aliança dos seguidores do keynesianismo e do institucionalismo. Compreendem-se melhor os laços entre si (15). E a **Escola Institucionalista** enfrenta sua crise de identidade teórica (16).

15 Ver, p. ex.: FOSTER, Gladys P.. The Compatibility of Keynes's Ideas with Institutional Philosophy. JEI. Vol. XXV, n.2, june 1991.

16 HAMILTON, David. Is Institutional Economics Really "Root and Branch" Economics? JEI. Vol. XXV, n.1, march 1991. WISMAN, Jon & ROZANSKY, Joseph. The Methodology of Institutionalism Revisited. JEI. Vol. XXV, n.3, september 1991. GRUCHY, Allan G.. Three Different Approaches to Institutional Economics: An Evaluation. JEI. Vol. XXIV, n.2, june 1990. KLEIN, Philip A.. Institutionalism as a School - A Reconsideration. JEI. Vol. XXIV, n.2, june 1990. SILK, Leonard. Yes, Virginia, Institutionalists do exist. JPKE. Vol. 12, n.1, fall 1989

BIBLIOGRAFIA

ALMEIDA, Maria Hermínia T. (1993) apresentação. In: VEBLEN, T. B. A teoria da classe ociosa: um estudo econômico das instituições. - São Paulo: Abril Cultural. p. X.

BOISSIEU, Christian de (1986). Quelques reflexions sur l'analyse économique des innovations financières. Economie Appliquée. tome 39, n. 3, p. 449-472.

CARTER, Michael (1989). Financial Innovation and Financial Fragility. Journal of Economic Issues. vol. 23, n. 3, p. 779-793.

COSTA, Fernando Nogueira da (1992). Moeda Endógena, Taxa de Juros Exógena. Ensaio de Economia Monetária. SP, Bienal, 144 p.

_____ (1992). (Im)propriedades da Moeda. - Campinas, UNICAMP/Instituto de Economia. 25p. (Texto para Discussão. UNICAMP/IE, n.11).

_____ (1993). Revista de Economista Política. vol. 13, n. 2.

DOW, Sheila.(1988). Money supply endogeneity. Economie Appliquée. tome 41, n. 1, p. 19-39.

FOSTER, Gladys P. (1991). The Compatibility of Keynes's Ideas with Institutional Philosophy. Journal of Economic Issues. vol. 25, n.2. p. 561-568.

- GRUCHY, Allan G. (1990). Three Different Approaches to Institutional Economics: An Evaluation. Journal of Economic Issues. vol. 24, n.2. p.361-369.
- HAMILTON, David (1991). Is Institutional Economics Really "Root and Branch" Economics? Journal of Economic Issues.. vol. 25, n.1. p. 179-186.
- KLEIN, Philip A. (1990). Institutionalism as a School - A Reconsideration. Journal of Economic Issues. vol. 24, n.2. p. 381-388.
- SILK, Leonard. Yes, Virginia, Institutionalists do exist. JPKE. vol. 12, n.1. p. 3-9.
- MINSKY, Hyman. (1982). Inflation, Recession and Economic Policy. Brighton, Wheatsheaf, Cap. 5.
- MITCHELL, Wesley Clair (1984). Os Ciclos Econômicos e suas Causas. SP, Abril Cultural. 168 p.
- MOORE, Basil. (1988). Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge, Cambridge University Press.
- NIGGLE, Christopher J. (1990) - The Evolution of Money, Financial Institutions, and Monetary Economics. Journal of Economic Issues (JEI). vol. 24, n. 2, p. 443 - 444.

_____ (1991). The Endogenous Money Supply Theory: An Institutional Appraisal. Journal of Economic Issues. vol. 25, n. 1. p. 137-151.

OSER, Jacob & BLANCHFIELD, William C.(1983). História do Pensamento Econômico. São Paulo, Atlas, p. 332.

RAINES, J. Patrick & LEARTHERS, Charles G. (1992). Financial Innovations and Veblen's Theory of Financial Markets. Journal of Economic Issues. vol. 26, n.2. p. 433-440.

SILBER, W. (1975) Towards a Theory of Financial Innovations. In: SILBER, W. (edit.). Financial Innovation. D. C. Heath, Lexington.

_____ (1983). The Process of Financial Innovation. American Economic Review. vol.73, n.2. p. 89-95.

VEBLEN, Thorstein Bunde (1983). A Teoria da Classe Ociosa: Um Estudo Econômico das Instituições. São Paulo, Abril Cultural. 358p.

WISMAN, Jon & ROZANSKY, Joseph (1991). The Methodology of Institutionalism Revisited. Journal of Economic Issues. vol. 25, n.3. p. 709-737

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.
- n.5 SUZIGAN, Wilson. **A indústria brasileira após uma década de estagnação: questões para política industrial.** fev./92. 2a. ed.
- n.6 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. **Mudança técnica e concorrência: um arcabouço evolucionista.** abr./92.
- n.7 POSSAS, Maria Sílvia. **Aprendendo com os clássicos: notas sobre valor e capitalismo.** abr./92.
- 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.
- 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.

- n.13 SUZIGAN, Wilson. **Política comercial e perspectivas da indústria brasileira.** dez./92.
- n.14. SOTO B., Fernando. **Da indústria do papel ao complexo florestal no Brasil: o caminho do corporatismo tradicional ao neocorporatismo.** jan./93
- 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.
- 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.
- n. 18 COUTINHO, Mauricio Chalfin. **Marx e os preços de produção.** abr./93.