

Moeda, Crédito e Bancos Centrais Parte II

- José Luis Oreiro
- Professor Associado do Departamento de Economia da Universidade de Brasília
- Pesquisador Nível IB do CNPq
- Líder do Grupo de Pesquisa Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento

O Banco Central numa economia de crédito a descoberto

- Hicks (1974) : Distinção entre as economias autônomas e financiadas
- Nas economias autônomas os agentes vendem ativos líquidos para financiar novos empreendimentos ou emitem ações e títulos.
- “Firmas in such economies are said to own the financial resources required to make their investment expenditures, Where banks are said to sell this liquid assets (mainly Treasury bills) to obtain Central Bank Money”. (Lavoie, 2022, p. 217)
- Numa economia de crédito a descoberto firmas e famílias fazem uso de suas linhas de crédito quando precisam de novos meios de financiamento e os bancos precisam de adiantamentos do Banco Central
- Iremos supor a existência de um Banco Central e de uma rede de bancos comerciais, consolidada num único conglomerado. Apenas o Banco Central pode imprimir células, mas os bancos precisam de cédulas para atender aos clientes que queiram sacar seus depósitos dos bancos.
- Como os bancos não podem emitir cédulas eles tem que tomar empréstimos junto ao Banco Central.
 - Operações de redesconto.

Bancos Comerciais		Banco Central	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
Empréstimos (B)	Depósitos ($D' = D - H$)	Adiantamentos para os Bancos Comerciais	Base Monetária (H)
	Empréstimos do Banco Central		

Duas visões sobre a economia de crédito a descoberto

- Chick (1986): A administração de passivo é o último estágio de um processo histórico de desenvolvimento dos bancos no qual a moeda é vista como o resultado de um processo evolucionário. Antes dessa etapa, os bancos aguardavam passivamente os depósitos para só então expandir seus empréstimos.
- Rochon e Rossi (2013): Visão revolucionária sobre a moeda endógena
 - A administração de passivo não é uma inovação que transformou o processo de intermediação bancária, mas é uma característica permanente do mesmo.
 - “All overdraft system are compelled to practise liability management as a logical necessity. Any adjustment is made on the liability side, Simply because no adjustment is from the asset side is possible for banks as a whole, when they are in need of banknotes for the customers, or in need of compulsory reserves (...) cannot then by selling liquid assets to the Central Bank, either because banks just do not hold Treasury securities or because the central bank declines to purchase government securities, as was the case in many emerging markets and well the European Central Bank until 2010” (p.218)
- Uma característica importante de uma economia de crédito a descoberto é que ela mostra claramente que a moeda e a base monetária são endógenas e não podem estar sob o controle do Banco Central

O Banco Central numa economia baseada em ativos: a Visão Neo-Cardalista

- Numa economia baseada em ativos existem grandes estoques de dívida pública acumulada.
- Nova dívida é emitida quando a dívida passada vence e o governo central não pode reembolsar os possuidores de títulos (rolagem) ou quando o governo incorre em déficit (Sobre a “auditoria cidadã da dívida ver [Sobre a ideia brilhante da suspensão da dívida como política anti-cíclica | José Luis Oreiro \(wordpress.com\)](#))
- Como os déficits são financiados?
- Duas Visões
 - *Teoria Monetária Moderna*: O Tesouro emite cheques de sua conta no Banco Central (no caso brasileiro a chamada Conta Única do Tesouro) e vende títulos ao Banco Central para recompor sua conta no Banco Central (No Brasil isso está vedado pela Constituição Federal)
 - *Visão Pós-Cardalista*: O tesouro vende títulos para os bancos comerciais (isso é permitido no Brasil).
- Suponha que o governo faz uma emissão de 100 u.m de dívida e vende para o Banco Central. O primeiro impacto será um aumento dos depósitos do governo no Banco Central em 100 u.m sem efeito algum sobre a oferta de moeda ou o setor privado enquanto esses depósitos não forem usados para financiar os gastos do governo .
 - No Brasil o Tesouro venderia os títulos no mercado e depositaria as receitas dessa venda na conta única do tesouro. Os compradores teriam que sacar dinheiro de suas contas nos bancos comerciais, o que levará, em última instância, a uma transferência de reservas bancárias que se encontram no passivo monetário do Banco Central para a conta única do tesouro, que se encontra no passivo não monetário. Para impedir que a Selic fique acima da meta definida pelo Copom, o Banco Central é obrigado a comprar títulos públicos que estão na carteira dos bancos comerciais, aumentando assim a base monetária.
- Quando o governo realizar seus gastos esses depósitos serão transferidos para as firmas ou para as famílias na forma de depósitos nos bancos comerciais.

O Banco Central numa economia baseada em ativos: a Visão Neo-Chartalista

- Mas como esses cheques são emitidos/pagos pelo Banco Central, os bancos comerciais passam a ter um superávit de 100 u.m na *Clearing house* e no final do dia depositam as 100 u.m no Banco Central de forma que as reservas bancárias aumentaram em 100 u.m
- Os bancos tem agora 100 u.m de excesso de reservas. Como os bancos não esperam os depósitos para então emprestar, segue-se que não existem mais tomadores de empréstimos merecedores de crédito para serem atendido. Logo os bancos não tem como se livrar desse excesso de reservas por intermédio de novos empréstimos. Como os bancos comerciais com um todo estão com excesso de reservas então a taxa de juros do overnight vai cair até zero
- Para evitar que isso ocorra e para manter a taxa de juros na meta o Banco Central precisa tomar contra medidas.
 - Operações de mercado aberto : O Banco Central terá que vender títulos públicos para o mercado.
- Conclusão: O financiamento monetário do deficit público também aumenta da dívida pública!!!!!!

A Visão Pós-Cartalista

- Vamos supor que para financiar o seu déficit de 100 u.m o Tesouro emite títulos e os vende aos bancos comerciais.
- Uma vez que o governo tenha gasto esse dinheiro depositado na sua conta nos bancos comerciais então esses depósitos serão transferidos para as famílias.
- Iremos assumir que as famílias desejem manter 90% do seu dinheiro em depósitos bancários e que o Banco Central exija um requerimento de reservas de 10%.
- Como os bancos comerciais conseguem as reservas bancárias que o BC exige e as cédulas exigidas por seus clientes?
- Os bancos comerciais precisam vender parte dos títulos que compraram para o Banco Central.
 - Bancos precisam conseguir 10 u.m de cédulas e 9 u.m de reservas, logo precisam vender 19 u.m de títulos públicos para o Banco Central
 - O mesmo resultado que ocorre caso o tesouro venda os seus títulos diretamente para o Banco Central.
- “Thus the fact that most central banks cannot purchase government securities on the primary markets, only being allowed to do so on secondary markets, seems to be a useful institutional constraint, as MMT advocates would claim” (Lavoie, 2022, p.223)

Os Pós-Keynesianos e a MMT

- *“MMT authors have attracted a considerable amount of attention, but also of puzzlement by making statements such as ‘The Treasury does not need to borrow in order to deficit spend (Wray, 1998, p.117), ‘taxes do not finance spending (Forstater e Mosler, 2005, p. 538) or ‘The federal government is not dependent on revenue from taxes or borrowing to finance its spending (Kelton, 2020, p.9) (...) But They implicitly omit that the Treasury must first borrow funds, or rather sell bonds or bills to the Central Bank. Neo-chartalists rationalize this omission and their surprising statements by resorting to the consolidation of the government’s financial activities with the Central Bank’s operations. By doing so, the activities of the central bank turned over to the Treasury. It is said that the sale of government securities to the Central Bank has no impact on the economy as long as the government does not spend securities – certainly a correct claim – so that consolidation is justified. A number of post-keynesian economists counter this by arguing that consolidation and its associated description of how government finance their expenditure are counterfactual and likely to create confusion” (Lavoie, 2022, p.224).*

O Governo numa economia de crédito a descoberto

- Nessas economias o Banco Central está proibido por lei ou convenções a comprar títulos do governo tanto no mercado primário como no mercado secundário (Caso do Banco Central Europeu até 2010).
- O Banco Central atua como emprestador de última instância dos bancos comerciais, mas não como comprador de última instância de títulos do governo.
- “The self-imposed constraints of such an overdraft economy will have repercussions on the ability of the government to pursue expansionary policies and handling its debt despite the fact that such framework seems to fit the requirements of what Wray and Nerisyan (2020, p. 262) define a *sovereign currency*, Where the country, as is Chile, is a currency issuer rather than a *currency user*: the State chooses the Money of account, the State imposes taxes that must be paid on the unit of account ; the State issues bonds in its own currency; the central bank issues the currency that must be accepted for payments; the country is on a flexible exchange rate. MMT authors argue that such a sovereign state 'can allways meet its obligation it issues. But we can see (...) that wil not necessarily be the case” (Lavoie, 2022, p.225).

O Governo numa economia de crédito a descoberto

- O Tesouro emite 100 u.m de títulos e vende para os bancos comerciais.
- Como o Banco Central é o banco do governo o valor dos depósitos do governo nos bancos comerciais tem que ser transferido para a conta do governo no Banco Central
- Como essa transferência tem que ser feita em “dinheiro” os bancos comerciais terão que tomar emprestado 100 u.m do Banco Central na forma de “repôs” para fazer essa transferência. Se o Banco Central não estiver disposto a fazer essa operação de injeção de liquidez então as taxas de juros no mercado interbancário podem subir.
- O governo então usa os 100 u.m de depósitos no Banco Central para fazer pagamentos as famílias que são depositados em suas contas nos bancos comerciais.
- 10 % desses depósitos são convertidos em cédulas, ao passo que os bancos precisarão manter 10% dos depósitos restantes em reservas.

Banco Central		Bancos Comerciais	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
REPOS: + 100	Depósitos do Governo: + 100	Títulos: + 100	Depósitos do Governo: + 100
		Títulos: + 100	REPOS: + 100
REPOS: + 19	PMPP: + 10	Títulos: + 100	Depósitos das Famílias: +90
	Reservas: + 9	Reservas: + 19	Repos: + 19

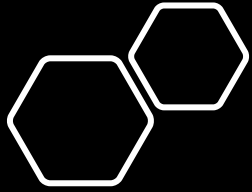
O Governo numa economia de crédito a descoberto

- Proporcionar REPOS (de cura ou longa duração) para os mercados financeiros não é o mesmo que comprar títulos no mercado secundário.
- “Interest rates will rise if banks or bond dealers are reluctant to purchase the securities When they are newly issued and when investors refuse to rollover securities that came to maturity. Within this overdraft configuration the Central Bank can only encourage financial markets to keep or purchase the securities since it does not act as a purchase of last resort” (Lavoie, 2022, p. 225-226).
- Um exemplo dessas dificuldades foi a crise do Euro entre 2010 e 2020: BCE adotava uma convenção de não realizar compras de títulos governamentais nos mercados secundários.
- “The financial crisis only came to a halt when the new president of ECB, Mario Draghi, insisted that the Central Bank from then on would purchase a “a whatever it takes” amount of sovereign bonds” (Lavoie, 2022, p. 226).
- A crise ocorreu devido a convenções impostas pela institucionalidade da área do Euro.

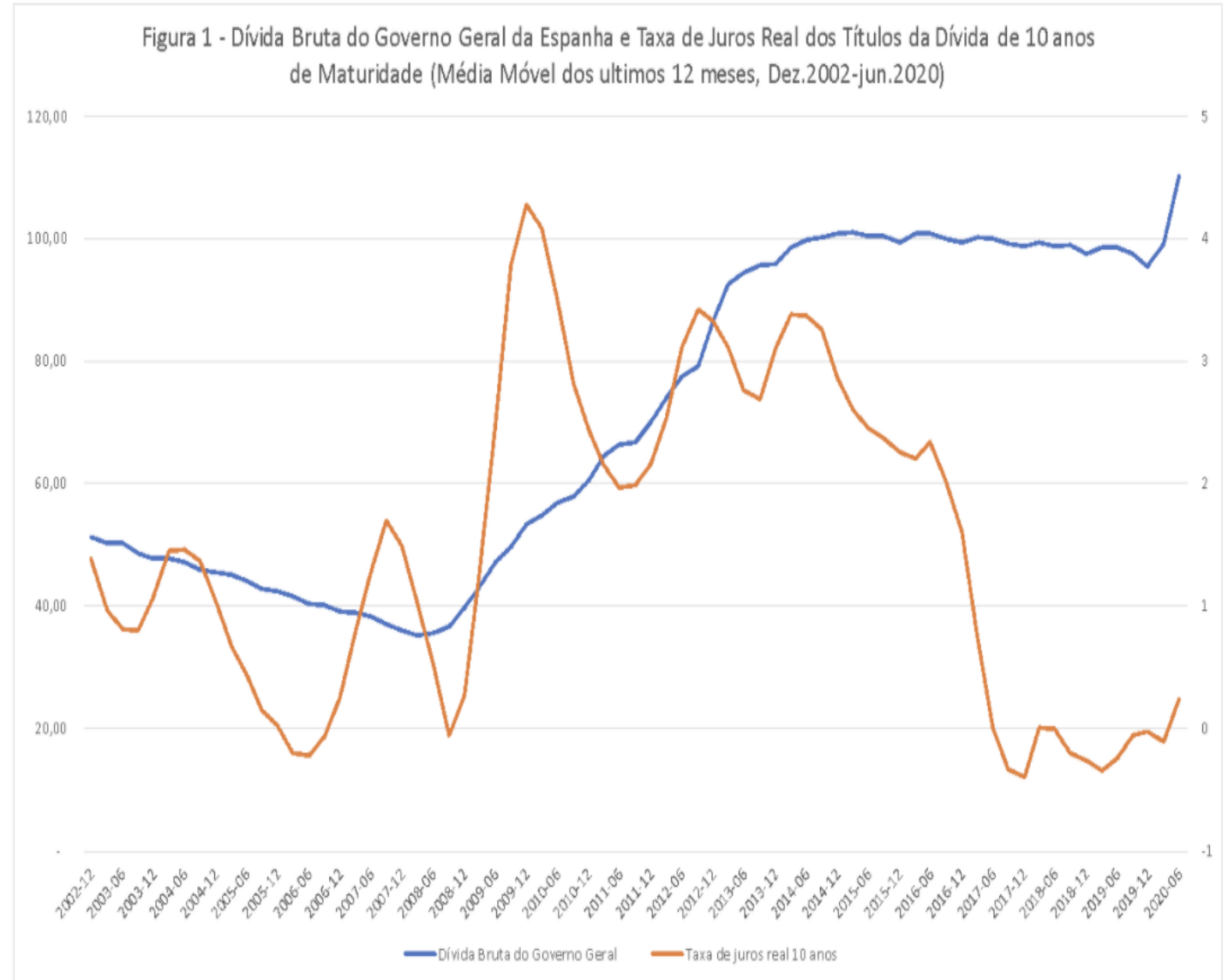
Mario Draghi's 2012 Speech



- And so we view this, and I do not think we are unbiased observers, we think the euro is irreversible. And it's not an empty word now, because I preceded saying exactly what actions have been made, are being made to make it irreversible.
 - But there is another message I want to tell you.
- Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.



A Espanha e a política do “whatever it takes”



O Papel Defensivo do Banco Central

- Não existe nada que limite a criação de crédito e dinheiro além da prudência dos bancos e da auto-contenção dos tomadores.
- Por que os Bancos Centrais focam na fixação de metas para a taxa de juros ao invés de metas para os agregados monetários?
- Poole (1970): A curva LM é mais instável do que a curva IS, logo uma meta de taxa de juros é mais eficaz para estabilizar o nível de produção do que uma meta para agregados monetários.
- Visão pós-keynesiana: O Banco Central precisa esterilizar os fluxos de entrada e saída do sistema de pagamentos, do contrário as flutuações diárias da taxa de juros seriam gigantescas.

Novos Desenvolvimentos na Implementação da Política Monetária

- Fracasso do monetarismo: Adoção das metas de inflação como a nova estratégia de política monetária.
- Ocorreram, contudo, mudanças na implementação da política monetária, particularmente o reconhecimento explícito de que o instrumento de política monetária é a taxa de juros.
- “As Mosler (2002, p.419) put it “The federal open market committee’s target rate has been the focus of activity under previous FED policies as well and the difference is that prior to 1994 the target rate was known only by the FED, whereas currently is disclosed to the general public” (Lavoie, 2022, p. 231).

Princípios Básicos da Implementação da Política Monetária

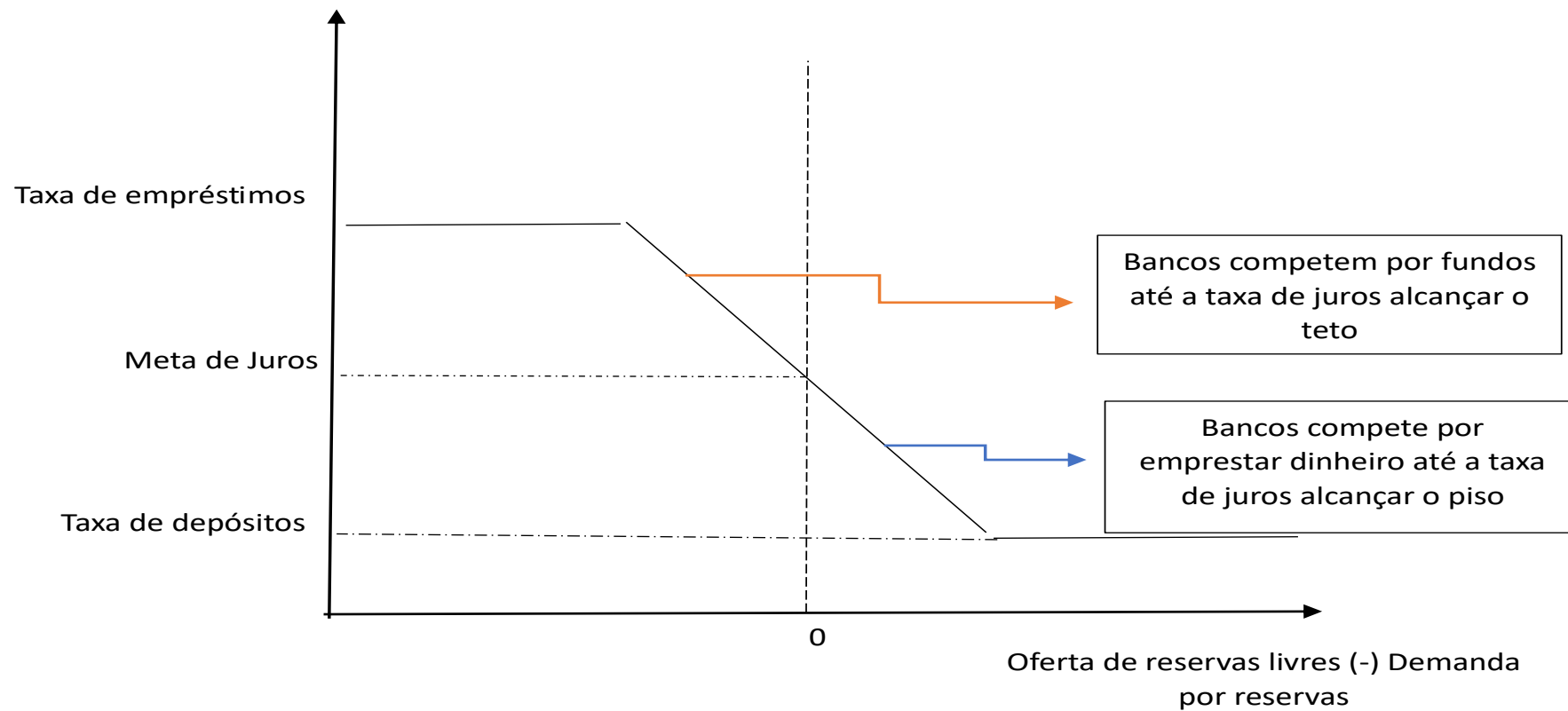
- 1 – A meta operacional é necessariamente uma meta de taxa de juros
- 2 – As operações diárias do Banco Central referem-se ao sistema de pagamentos, não ao requerimento de reservas.
- 3 – As operações do Banco Central acomodam as demandas de reservas por parte dos bancos comerciais por intermédio da esterilização de variações no seu balanço que são contrárias a essa acomodação.
- 4 – As reservas compulsórias tem por objetivo suavizar a demanda por reservas, não tendo nenhuma relação direta com o controle dos agregados monetários.
- 5 – A implementação de uma nova taxa de juros não exige nenhuma mudança na oferta de reservas.

O Sexto Princípio

- “We can add a sixth principle: the ability of the Central Bank to fix interest rates is not so much related to its monopoly over the issue of high-powered money; Rather, it has to do with the fact that the Central Bank is part of the clearing-house arrangements, and that ultimately banks and other direct clears are required by law to settle their clearing accounts on the books of the Central Bank” (Lavoie, 2022, p.232).
- O advento da moeda digital e o abandono das reservas compulsórias não diminuem o poder dos bancos centrais de controlar a taxa básica de juros.

O sistema de Corredor Simétrico

- O Banco Central define a meta para a taxa de juros no mercado interbancário, bem como uma taxa de empréstimos para os bancos que fecharem o dia com posição negativa na câmara de compensação e uma taxa de juros de depósitos para os bancos que fecharem o dia com posição positiva na câmara de compensação.
- Nesse sistema a taxa de juros pode ser fixada independentemente do volume de reservas bancárias.



Afrouxamento de crédito e afrouxamento quantitativo

- A primeira vista as políticas de afrouxamento quantitativo são políticas monetaristas porque são baseadas em agregados monetários ao invés de metas para a taxa de juros.
- Deve-se distinguir entre afrouxamento de crédito e afrouxamento quantitativo.
- No caso de afrouxamento de crédito, o Banco Central faz um swap com os bancos comerciais, tomando emprestado ou comprando ativos privados ilíquidos em troca de notas do tesouro altamente líquidas.
- “The swap have no repercussion on reserves, because the purchases of private assets are ‘sterelized’ by the sale of treasury bills to the commercial banks. This, however, cannot go forever, because at some point the Central Bank will run out of Treasury bills” (Lavoie, 2022, p. 239).
- O tesouro americano adotou o programa SFP – Supplementary Financing Programm – no qual ele vendeu T-Bills para as Instituições Financeiras, drenando reservas que foram criadas pelas diversas operações de crédito do Banco Central
- O dinheiro obtido com essas vendas é depositado na conta do Tesouro no Banco Central.
- O credit easing não aumenta o tamanho do balanço do Banco Central, ao passo que o quantitative easing aumenta.

Banco Central		Bancos Comerciais	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
T-Bills: - 100	Depósitos do Governo: + 100	T-Bills: + 100	Depósitos
Títulos privados e obrigações de longo-prazo: + 100	Reservas: + 100	Títulos privados e obrigações de longo-prazo: -100	Capital próprio
Crédito para os bancos comerciais: +100		Reservas: + 100	Crédito do Banco Central: + 100

Objetivos e Puzzles do afrouxamento quantitativo

- Embora o afrouxamento de crédito tenha o objetivo óbvio de evitar que os preços dos ativos privados despenquem e também o de proporcionar liquidez para o setor financeiro, a justificativa para o afrouxamento quantitativo quando as condições financeiras se estabilizaram não é clara.
- Três justificativas para a continuidade do Q.E
 - Teoria Pós-Keynesiana: a compra de títulos do governo e ativos financeiros privados eleva os preços desses ativos, reduzindo a taxa de juros de longo-prazo, permitindo assim as empresas emitir títulos e ações a um custo mais baixo para financiar seus investimentos. Além disso, essas operações geram ganhos de capital para os rentistas estimulando-os a aumentar o seu consumo. Numa economia aberta os rendimentos baixos também geram depreciação cambial (a “guerra cambial” do Mantega).
 - Efeito suavização: o Q.E aumenta a inflação esperada, reduzindo a taxa real de juros. O aumento dos preços dos ativos aumenta o colateral dos tomadores de empréstimos, proporcionando um aumento do crédito.
 - Monetarismo: os vendedores desses ativos irão depositar seus recursos nos bancos que poderão fazer mais empréstimos.
- O Q.E tem por objetivo final reduzir o endividamento das instituições não-financeiras com as instituições financeiras, tendo assim pouco impacto sobre a oferta de moeda.

Preferência pela Liquidez

- A hipótese de mercados eficientes vê os mercados financeiros atuando essencialmente na arbitragem quando percebem pequenos desvios dos preços dos ativos financeiros com relação ao seu valor fundamental.
- Os mercados financeiros garantem que os recursos são alocados de forma eficientes, mas não recursos.
- Um elemento que está totalmente ausente do modelo de mercados eficientes é a liquidez: a estabilidade do preço de mercado de um ativo depende da existência de um conjunto grande de agentes que esteja disposto a comprar os ativos que outro conjunto de agentes está querendo vender.
- Existe muita controvérsia entre os pós-keynesianos estruturalistas e horizontalistas baseada em duas confusões:
 - A primeira sobre o significado da “taxa de juros”
 - A segunda sobre o significado de preferência pela liquidez.
- “Broadly speaking, I think it is fair to say that horizontalists post-keynesians have the target interest rate of the Central Bank in mind when They talk of the “rate of interest”. This is for then the base rate of interest. On the Other hand, structuralist post-keynesians view long-term rate of interest as ‘the’ rate of interest” (Lavoie, 2022, p. 245).

Preferência pela Liquidez

- Quando Keynes define a preferência pela liquidez como o determinante da taxa de juros, não está claro se ele se refere a taxa curta, a taxa longa ou ao spread entre as duas.
- A taxa de juros básica não é determinada pela preferência pela liquidez do público. Essa taxa é determinada pelo Banco Central.
- Para entender o papel da preferência pela liquidez é necessário ampliar o seu escopo para todos os agentes da economia e todos os instrumentos financeiros, ao invés de ficar limitado as famílias e a moeda como Keynes fez na Teoria Geral ou é feito no modelo IS/LM.
- Com base num escopo mais amplo, a preferência pela liquidez pode ser medida pelo diferencial entre a taxa de juros de curto-prazo e a taxa de juros de longo-prazo.
 - Dow e Dow (1989, p.148): “Liquidity preference, then, in practice determines the difference between the interest rate on liquid deposits and less liquid substitutes. The monetary authorities set the rate at the short-term end of the spectrum; liquidity preference (along with other considerations) determines the mark-up to long-term rates”
- Embora o Banco Central determina a taxa básica de juros é possível debater se a “operação do mercado” ou o lobby do setor financeiro determina a taxa convencional que o Banco Central deseja fixar.

Taxa de Juros na Teoria Geral

- Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda: capítulos 13-15.
- Como a taxa de juros é determinada?
- Antes de mais nada, deve-se ter em mente que a taxa de juros é conceitualmente distinta da eficiência marginal do capital. A igualdade entre essas duas variáveis é uma condição de equilíbrio, mas isso não quer dizer que a taxa de juros seja determinada pela eficiência marginal do capital.
 - Essa observação se faz necessária para não se confundir a teoria de juros de Keynes com as teorias neoclássicas (wicksellianas) do juro que afirmam que a taxa de juros é determinada pela produtividade marginal do capital.
 - Aliás, o conceito de eficiência marginal do capital também não é equivalente ao conceito de produtividade marginal do capital. Este representa o acréscimo na quantidade produzida decorrente de um acréscimo no estoque de capital. A eficiência marginal do capital é a taxa de desconto que equaliza o fluxo de caixa esperado de um bem de capital recentemente produzido com o seu preço de oferta.

Taxa de juros ...

- Keynes também afirma que a taxa de juros não pode ser determinada pela “impaciência inter-temporal” dos indivíduos, como ocorre nos modelos de inspiração Fisheriana.
 - A crítica de Keynes a essa idéia é que a taxa de juros não pode ser entendida como uma recompensa pela renúncia ao consumo presente (ou seja, uma recompensa pela poupança) porque se um indivíduo decide manter a sua poupança na forma de moeda (entesouramento) ele não estará obtendo nenhuma remuneração (explícita) pelo seu não-consumo.

Taxa de juros ...

- Sendo assim, a taxa de juros deve ser entendida como uma recompensa pela renúncia a liquidez.
- Por que a liquidez é um atributo *desejável* pelos indivíduos? Ou seja, por que razão as pessoas podem estar dispostas a pagar (ou seja, renunciar a obtenção de uma remuneração explícita) para manter ativos líquidos no seu portfólio?
- É aqui que a *incerteza* assume um papel fundamental na teoria de Keynes. A *Preferência pela Liquidez* é uma decorrência direta da *incerteza forte* que mencionamos anteriormente.

Taxa de juros ...

- A incerteza gera dois tipos de comportamento: cria demanda por proteção contra eventos imprevistos (motivo precaucional) e cria demanda por flexibilidade, ou seja, capacidade de adaptar-se a mudanças não-previstas no ambiente econômico.
- A liquidez é a resposta a essas duas necessidades.
- O que é liquidez?
- A liquidez é definida como o grau de conversibilidade de um ativo em meio de pagamento. Essa conversibilidade envolve duas dimensões: (i) o intervalo de tempo decorrido entre a decisão de venda de um ativo e a implementação dessa decisão; (ii) o preço de realização de um ativo.
- Nesse contexto, um ativo será tão mais líquido quanto menor for a influência do prazo de realização desse ativo sobre o seu preço de venda.

Taxa de juros

- Com base nessa definição, o ativo mais líquido na economia é a moeda, pois se trata do único ativo que é simultaneamente o meio de pagamento da economia, de forma que a sua conversão da função “reserva de valor” para a função “meio de pagamento” está assegurada a priori, a taxa de 1 para 1, 24 horas por dia, 7 dias na semana.
 - *“O dinheiro é um meio de pagamento. Acima de tudo, o dinheiro garante que alguém possa pagar suas despesas, aconteça o que acontecer. É por isso que as pessoas guardam dinheiro, apesar dos custos de fazê-lo em relação aos ativos de alto rendimento ou bens e serviços desejáveis”* (Martin Woolf, 2014, As Transições e os Choques. Companhia das Letras: Rio de Janeiro)
- Todos os demais ativos tem um grau de liquidez menor do que a moeda, e que varia com base no nível de organização dos mercados secundários nos quais eles são transacionados.

Taxa de juros ...

- A posse de liquidez permite que o agente econômico lide com os potenciais efeitos negativos de um evento imprevisto (por exemplo, uma queda não-antecipada na receita da firma, a operação inesperada da sogra, etc) pois ativos líquidos podem ser facilmente convertidos em meio de pagamento.
- Além disso, a posse de ativos líquidos confere flexibilidade ao portfólio dos agentes econômicos.
 - Face a chegada de novas informações, o investidor pode mudar tão mais rapidamente e sem custos o seu portolio quanto maior for a proporção de ativos líquidos em carteira.

Taxa de juros

- Na estrutura de agregação suposta por Keynes na Teoria Geral só existem dois ativos financeiros : títulos do governo (longo-prazo) e moeda (inclui as notas de curto-prazo do Banco Central).
- Nesse contexto, a única alternativa disponível para aqueles que estão dispostos a renunciar a posse de ativos líquidos é a compra de títulos do governo que pagam a taxa de juros.
 - Num modelo mais desagregado (e, portanto, mais realista) deve-se considerar a existência de títulos com diversos prazos de maturidade, ou seja, a assim chamada curva de rendimentos.
- A preferência pela liquidez se resume, portanto, a uma teoria dos determinantes da demanda por moeda.

Taxa de juros ...

- Motivos de demanda de moeda:
 - Motivo transação: cobrir o intervalo de tempo compreendido entre a obtenção de receitas e a realização de despesas.
 - Motivo precaução: formar um “buffer stock” a ser usado para se proteger contra a ocorrência de eventos desfavoráveis no futuro.
 - Motivo especulação: apostar num aumento futuro da taxa de juros (e, portanto, numa redução dos preços dos títulos do governo). Esse motivo está relacionado com a diferença entre a taxa de juros corrente e o valor dessa taxa tido como “normal” pelos agentes econômicos.

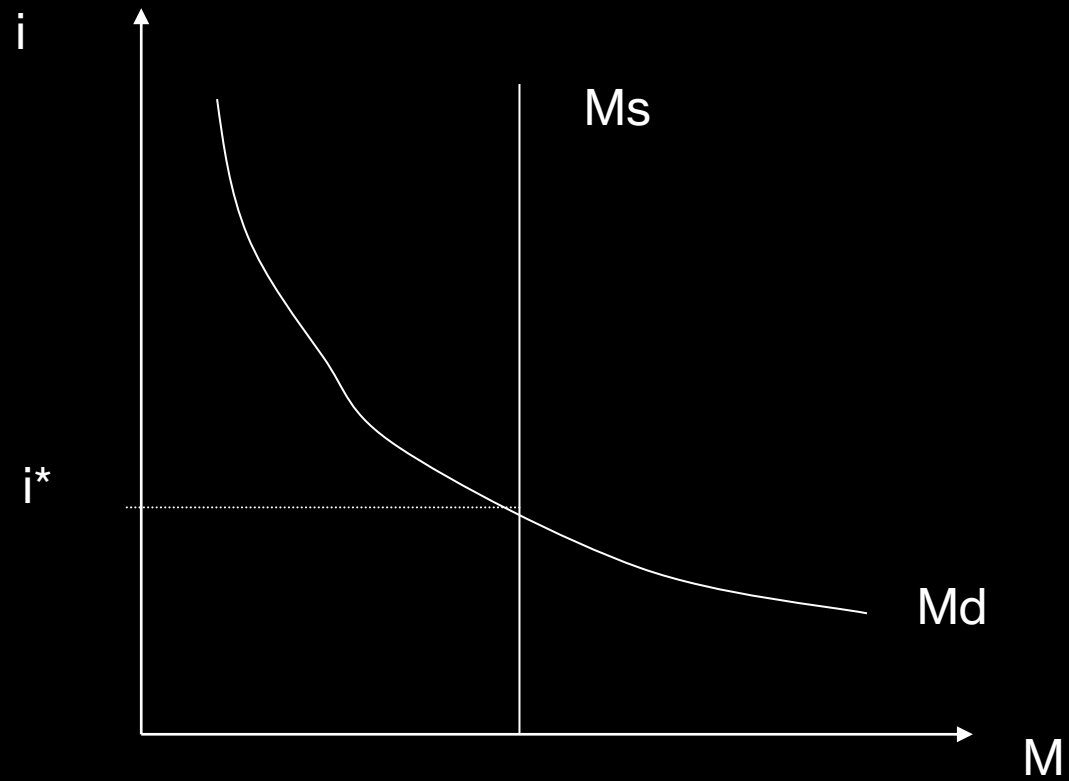
A Demanda Especulativa

- A demanda especulativa de moeda decorre da divergência de opiniões a respeito do comportamento futuro da taxa de juros, ou seja, a respeito do comportamento futuro da política monetária.
- Nas palavras de Keynes: *“Este fenômeno tem muita analogia com o que já abordamos, com certa amplitude, ao tratar da eficiência marginal do capital. Assim como achamos que a eficiência marginal do capital não é determinada pela “melhor” opinião e sim pela avaliação do mercado tal como ela resulta da psicologia de massas, assim também as expectativas quanto ao futuro da taxa de juros, fixada pela psicologia de massa, têm seus reflexos na preferência pela liquidez; com o acréscimo, porém, de que o indivíduo, para quem as futuras taxas de juros estarão acima daquelas previstas pelo mercado, tem motivos para conservar em caixa dinheiro líquido, ao passo que quem diverge do mercado em sentido oposto terá motivos para pedir dinheiro emprestado a curto prazo, a fim de adquirir débitos a prazo mais longo. O preço do mercado se fixará no nível em que a venda dos “baixistas” se equilibrar com as compras dos “altistas””* (Keynes, 1936, p.176)

Taxa de juros ...

- $L = L_1 + L_2 = L(Y) + L(i)$
 - Função de demanda de moeda de Keynes
- Na Teoria Geral, Keynes supõe que o Banco Central conduz a política monetária com base na fixação ou controle da quantidade de moeda
 - A experiência dos bancos centrais no mundo inteiro tem mostrado, desde o início da década de 1980, que Bancos Centrais não conseguem controlar a quantidade de moeda em circulação, mas apenas a taxa (básica) de juros.

Taxa de juros ...



Incerteza e Preferência pela Liquidez

- “The General Theory of Employment” (1937): uma das inovações da Teoria Geral foi analisar a relação entre incerteza e demanda de moeda.
- A incerteza consiste numa situação onde não é possível conceber o universo de resultados possíveis de um experimento.
- Nesse caso os agentes não podem se proteger por intermédio de seguros: a alternativa é a posse de moeda.
- Essa proposta não foi bem compreendida nem pelos colaboradores mais próximos de Keynes como Richard Kahn.
 - Para De Vroey (2016) embora Keynes tivesse afirmado no artigo de 1937 de que a conexão entre incerteza e decisão de investimento fosse o aspecto fundamental de sua teoria, o fato é que na Teoria Geral a incerteza é explorada apenas no capítulo 12, não guardando nenhuma conexão com o resto do livro.

Incerteza...

- A moeda ao ser o instrumento no qual todas as obrigações contratuais são especificadas e liquidadas é poder de compra na forma geral.
- Se o futuro é incerto então os agentes precisam de proteção contra eventos imprevistos e não-especificáveis.
- Só a moeda pode oferecer isso.
- A confiança só é um elemento no processo de tomadas de decisão em condições de incerteza, pois só nessa situação que o tomador de decisão tem consciência das limitações nas quais qualquer previsão é feita.

Incerteza ...

- Em suma, Keynes criticou seus debatedores por não entenderem que:
 - 1. A incerteza faz com que a demanda de moeda resulte da falta de confiança nas suas expectativas sobre o futuro, dando origem assim a uma demanda por saldos inativos.
 - 2. A taxa de juros é uma medida desse grau de desconfiança.
 - 3. Quando a incerteza percebida aumenta, a taxa de juros sobe e o investimento cai.

Incerteza ...

- Um dos pontos centrais da Teoria Geral consiste em mostrar que a taxa de juros não é o preço que equaliza investimento e poupança, mas o preço que equilibra o desejo de reter riqueza na forma de moeda com a quantidade disponível da mesma.
- A preferência pela liquidez é introduzida inicialmente na Teoria Geral como resultado dos motivos precaução e especulação, sendo que ambos resultam da incerteza sobre o valor futuro da taxa de juros.
- A demanda precaucional de moeda é resultado da necessidade de se precaver contra contingências que exijam a realização súbita de um gasto ou para se aproveitar oportunidades lucrativas, mas não inicialmente previstas, de compra de ativos.
 - É interessante observar que nessa definição os termos incerteza, confiança ou inquietação aparecem nessa definição.
- Antes de introduzir o motivo especulação, Keynes dá volta a trás e agrupa o motivo precaução com o motivo transação.
 - A demanda precaucional de moeda torna-se então uma simples variante do motivo transação que pode ser omitida do argumento sem perda de substância.
 - O comportamento defensivo advindo da incerteza simplesmente desaparece do modelo formal da Teoria Geral.

Incerteza ...

- Por que razão Keynes fez isso?
- A hipótese mais provável é que na Teoria Geral Keynes quis discutir os mecanismos que explicam o desemprego involuntário ao invés de levantar argumentos mais revolucionários mas que se baseavam em conceitos mais obscuros como a incerteza fundamental e seu papel no sistema econômico.

Incerteza ...

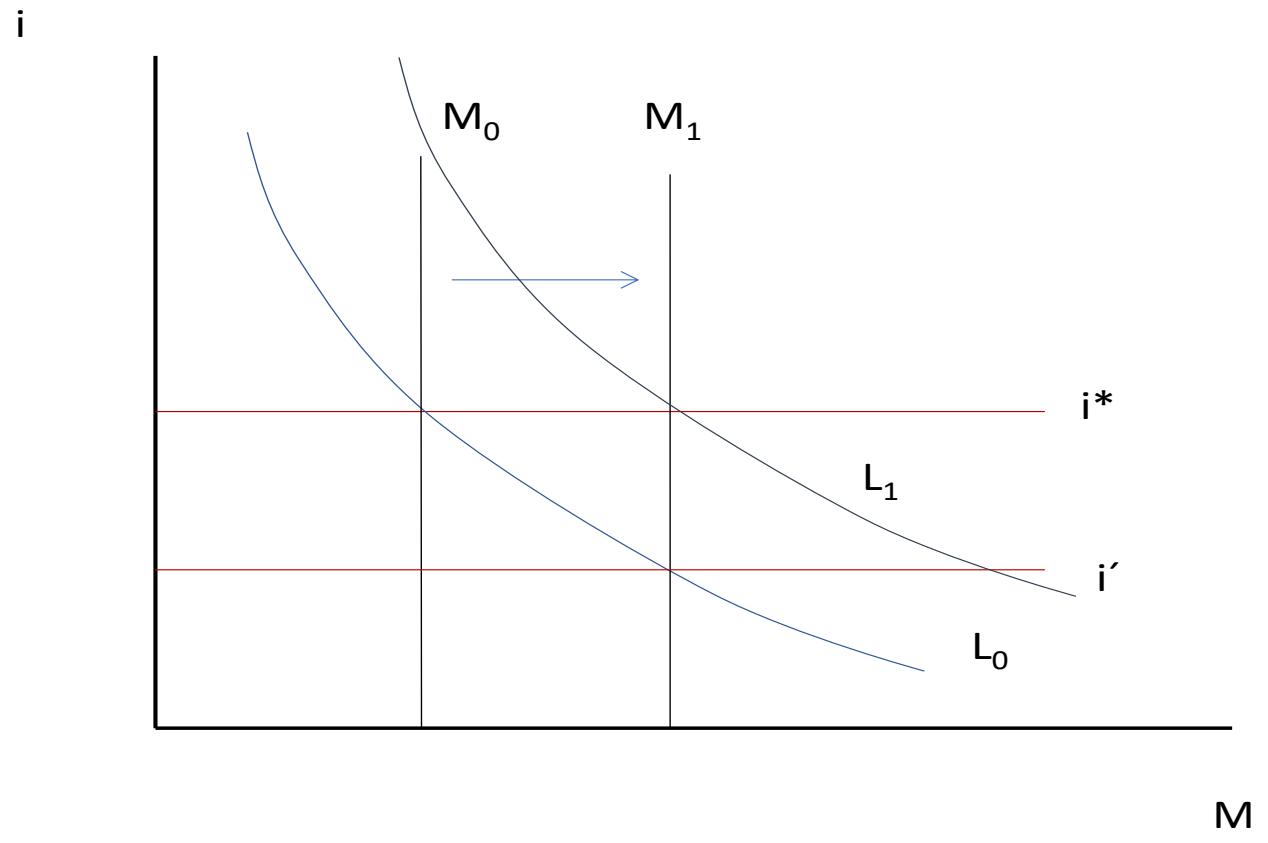
- Para Kahn (1972) é difícil separar os motivos precaução e especulação pois ambos lidam com os saldos inativos.
- O motivo precaução, contudo, está relacionado com a mudança da taxa de juros ao passo que o motivo especulação é uma aposta numa certa direção de mudança da taxa de juros (altistas versus baixistas).
- Diferentes grupos de pessoas enfrentam diferentes fontes de incerteza.
 - Risco renda: variabilidade do fluxo de rendimentos de uma carteira de ativos.
 - Risco capital: variabilidade dos valor nominal de uma carteira de ativos.
- A distinção acima é relevante segundo Kahn porque o risco renda é mais importante para um grupo de pessoas do que o risco de capital; de forma que um aumento da incerteza percebida pelos agentes levará a um aumento da demanda precaucional de títulos ao invés de moeda.

Incerteza ...

- Proposições da solução de Kahn:
 - É um erro agrupar os motivos transação e precaução porque a demanda precaucional é uma demanda por saldos inativos. Além disso, a interação entre a demanda especulativa e a demanda precaucional evita o surgimento de portfólios especializados.
 - Reconhecer a inter-relação entre os motivos precaução e especulação não invalida a ideia de que a sensibilidade juro da demanda de moeda é explicada pelo ultimo. A demanda precaucional determina a posição da curva de preferência pela liquidez no plano taxa de juros-moeda.

A Taxa de Juros Segura

- O Banco Central pode manipular a taxa de juros a curto-prazo, mas não a taxa de juros de longo-prazo, pois esta depende da convenção prevalecente a respeito do valor considerado “normal” ou “seguro” no longo-prazo.
- Nas palavras de Keynes: *“A autoridade monetária controla, com facilidade, a taxa de juros a curto prazo, não só pelo fato de não ser difícil criar a convicção de que sua política não mudará sensivelmente em um futuro muito próximo, como também em virtude de a possível perda ser pequena, quando comparada com o rendimento corrente (a não ser que este chegue a ponto de ser quase nulo). Mas a taxa a longo prazo pode mostrar-se mais recalcitrante no momento em que caia a um nível que, com base na experiência passada e nas expectativas correntes da política monetária futura, a opinião abalizada considera “inseguro” “ (Keynes, 1936, p.203)*



Política Monetária e a Taxa de Juros de Longo-Prazo.

- Para que a política monetária possa afetar a taxa de juros de longo-prazo é necessário que a mesma seja capaz de alterar as convenções prevalecte a respeito do valor seguro da taxa de juros.
- Para isso é necessário, contudo, que a autoridade monetária tenha credibilidade, ou seja, o público deve entender que o curso de ação adotado é razoável e compatível com o interesse público.
- Nas palavras de Keynes: *“Assim sendo, uma política monetária que a opinião pública considere experimental em sua natureza e facilmente sujeita a mudanças pode falhar no seu objetivo de reduzir consideravelmente a taxa de juros a longo prazo, porque M2 pode levar a um aumento quase sem limite em resposta a uma redução de r abaixo de certa cifra. A mesma política, por outro lado, pode ser facilmente bem-sucedida se a opinião pública julgá-la razoável e compatível com o interesse público, baseada em convicção sólida e promovida por uma autoridade que não corra risco de ser suplantada”* (Keynes, 1936, p. 203-204)

A Taxa de Juros Neutra e a Taxa de Juros Segura

- Definição de taxa neutra: é o valor da taxa de juros que é compatível com o pleno-emprego da força de trabalho.
- Deve-se observar que a taxa neutra **não é um centro de gravidade** para o qual a taxa de juros irá convergir inexoravelmente no longo-prazo.
- Isso porque o valor de longo-prazo da taxa de juros depende da convenção prevalecente a respeito do “valor seguro” a respeito da taxa em consideração, o qual pode permanecer durante décadas acima do valor requerido para o pleno-emprego da força de trabalho.
- Nas palavras de Keynes: *“Talvez fosse mais exato dizer que a taxa de juros seja um fenômeno altamente convencional do que basicamente psicológico, pois o seu valor observado depende sobremaneira do valor futuro que se lhe prevê. Qualquer taxa de juros aceita com suficiente convicção como provavelmente duradoura será duradoura; sujeita, naturalmente, em uma sociedade em mudança a flutuações originadas por diversos motivos, em torno do nível normal esperado. Em particular, quando M_1 aumenta mais depressa que M , a taxa de juros subirá e vice-versa. Mas pode flutuar durante décadas ao redor de um nível cronicamente elevado demais para permitir o pleno emprego — particularmente se prevalecer a opinião de que o ajuste da taxa de juros se faz de maneira automática, se se julgar que o nível estabelecido pela convenção tenha suas raízes em bases objetivas, muito mais firmes que a convenção, uma vez que de modo algum está associada na mente do público ou das autoridades a ideia de não ser possível alcançar um nível ótimo de emprego, com a existência de uma gama inadequada de taxas de juros”* (Keynes, 1936, p.204)