

S
UFRJ/IE
TD404

ns 208111

UNIVERSIDADE FEDERAL
DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

*O Debate Keynes e os "Clássicos" Sobre os
Determinantes da Taxa de Juros: uma grande
perda de tempo?*

nº 404

José Luís Oreiro

Textos para Discussão

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

*O Debate Keynes e os "Clássicos" Sobre os Determinantes da
Taxa de Juros: uma grande perda de tempo?*¹

nº 404

*José Luís Oreiro*²



43 - 016823

Novembro de 1997

1 Esse artigo é uma versão simplificada do capítulo 2 da dissertação de mestrado deste autor, intitulada "Flexibilidade Salarial, Taxa de juros e Preferência pela Liquidez: alguns ensaios em economia Keynesiana", feita sob orientação conjunta dos Profs. Drs. Edward Amadeo (PUC-RJ) e Fernando Cardim (IE-UFRJ).

2 Doutorando em Economia pelo IE-UFRJ e Professor Assistente da Faculdade de Economia e Administração do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC).

Diretor Geral: Prof. Carlos Lessa
Diretor Adj. de Graduação: Prof. René Louis de Carvalho
Diretor Adj. de Pós-graduação: Prof. Carlos A. de Medeiros
Diretor Adj. de Pesquisa: Prof. José E. Cassiolato
Diretor Adj. Administrativo: Prof. Adilson de Oliveira
Coordenador de Publicações: Prof. David Kupfer
Projeto gráfico: Ana Lucia Ribeiro
Editoração: Jorge Amaro
Geórgia Britto
Revisão: Janaina Medeiros
Secretária: Joseane de O. Cunha
Impressão: Paulo Wilson de Novais
Olávio da Silva Inacio

UFRJ/CCJ/BIBLIOTECA EUGENIO GUDIN

DATA: 22 / 9 / 1998

REGISTRO N.

502585-0

S
UFRJ/IE
TD 404

MS 908/11

adu 210451
Ficha catalográfica

OREIRO, José Luis

O debate Keynes e os "Clássicos" sobre os determinantes da taxa de juros: uma grande perda de tempo? / José Luis Oreiro. - Rio de Janeiro: UFRJ/ IE, 1997.

32 p.; 21 cm. -- (Texto para Discussão. IE/UFRJ; n. 404)

1. Taxas de Juros. 2. Doutrina Keynesiana. I. Título. II. Série.

O Programa Editorial do IE/UFRJ (sucessor dos Programas Editoriais do IEI e da FEA/UFRJ), através das séries "TEXTOS PARA DISCUSSÃO", "TEXTOS DIDÁTICOS" e "DOCUMENTOS", publica artigos, ensaios, material de apoio aos cursos de graduação e pós-graduação e resultados de pesquisas produzidos por seu corpo docente.

Essas publicações, assim como mais informações, encontram-se disponíveis na livraria do Instituto de Economia, Av. Pasteur, 250 sala 4 (1º andar)-Praia Vermelha-CEP: 22290-240/C.P. 56028-Telefone: 295-1447, ramal 224; Fax 541-8148, A/c Sra. Joseane de O. Cunha.

SUMÁRIO

Introdução	5
1. A Teoria da Preferência pela Liquidez: a taxa de juros como um fenômeno estritamente monetário	9
2. O Debate entre Keynes e os Clássicos sobre os determinantes da taxa de juros	13
3. A réplica de Keynes a Ohlin e o motivo finanças de demanda por moeda	19
4. Conclusão	26
Notas	28
Bibliografia	29
Últimos Textos Publicados	32

INTRODUÇÃO

Existe um certo consenso na literatura econômica de que o debate entre Keynes e os "clássicos" a respeito da determinação da taxa de juros foi *teoricamente irrelevante*. Tal posição foi defendida inicialmente por Hicks em seu livro *Valor e Capital* (1939). De acordo com Hicks, o debate entre Keynes e os "Clássicos" se concentrava na determinação de qual seria o mercado no qual a taxa de juros é determinada. Com base nessa interpretação, Keynes estaria defendendo a idéia de que a taxa de juros é determinada no *mercado monetário*, por intermédio da função de demanda e de oferta de moeda; ao passo que os "Clássicos" estariam defendendo a idéia de que a taxa de juros é determinada no *mercado de fundos de empréstimo*. Contudo, devido a interdependência que existe entre todos os setores da economia, o preço de qualquer bem, serviço ou ativo deve ser determinado *em conjunto* com os preços dos demais bens, serviços e ativos existentes na Economia. Em outras palavras, nenhum mercado em particular é responsável pela determinação da taxa de juros: em equilíbrio geral, ela é determinada pelas forças de oferta e demanda de todos os bens, serviços ou ativos existentes na economia. Segue-se, portanto, que, *em equilíbrio geral*, a taxa de juros é influenciada tanto pela demanda e oferta de moeda, como é afirmado por Keynes, como pela demanda e oferta de fundos de empréstimo, como afirmam os economistas "Clássicos". Nas palavras de Hicks:

"A taxa de juros é determinada pela oferta e procura de fundos de financiamento, ou é determinada pela oferta e procura do próprio dinheiro? (...) Espero provar que não faz a menor diferença

essa forma de apresentar a questão ou se seguirmos os autores que adotam no presente momento o ponto de vista contrário. Seguidas adequadamente as duas abordagens levam aos mesmos resultados" (Hicks, 1987, p.129)

A irrelevância do debate entre Keynes e os clássicos a respeito dos determinantes da taxa de juros foi defendida também por Patinkin (1958). Para este autor, a *Teoria dos Fundos de Empréstimo* e a *Teoria da Preferência pela Liquidez* seriam apenas formas alternativas de apresentar a determinação da taxa de juros. A *Teoria da Preferência pela Liquidez* de Keynes apresentaria a taxa de juros como sendo determinada pelos estoques demandados e ofertados de ativos líquidos; ao passo que a *Teoria dos Fundos de Empréstimo*, defendida pelos economistas "Clássicos", apresentaria a taxa de juros como sendo determinada pelos fluxos de demanda e oferta dos referidos ativos. Como seria sempre possível demonstrar que o equilíbrio de estoques implica em equilíbrio de fluxos e vice-versa, segue-se que não faz a menor diferença um ou outro método de determinação da taxa de juros.

Uma análise mais atenta do debate entre Keynes e os "Clássicos", contudo, mostra que a interpretação de Hicks e Patinkin não é correta. Para os primeiros o que estava em jogo no debate em consideração não era o mercado no qual a taxa de juros é determinada, e muito menos a dicotomia fluxos-estoques, mas sim o papel que a produtividade do capital e a propensão a poupar tem sobre a determinação da taxa de juros. Para Keynes, as forças reais da produtividade do capital e da propensão a poupar não teriam nenhuma influência direta sobre a taxa de juros, ou seja, variações da produtividade do capital e da propensão a poupar teriam *impacto inicial* sobre o nível de renda e de emprego. Como resultado da *variação do nível de renda e de emprego*, haveria uma *variação concomitante da demanda transacional por moeda*, *variação* essa que, dada a oferta de moeda,

produziria uma *variação da taxa de juros*. Para os "Clássicos", as forças reais da produtividade do capital e da propensão a poupar teriam influência direta sobre a taxa de juros, isto é, o impacto inicial dos "choques" sobre as variáveis em questão se daria sobre a taxa de juros, não sobre o nível de renda e de emprego. Como resultado da *variação da taxa de juros*, poderia haver mudanças na quantidade de moeda que os indivíduos desejam reter para fins especulativos, produzindo-se uma situação de desequilíbrio no mercado de bens, a qual produziria uma mudança no nível de renda e de emprego.

Ao longo do presente artigo pretendemos demonstrar que havia, de fato, um *ponto teórico importante* sendo discutido entre Keynes e os economistas "Clássicos", a saber: a definição do *mecanismo de transmissão das flutuações da produtividade do capital e da propensão a poupar sobre a taxa de juros*. Esse aspecto é particularmente evidente no debate entre Keynes e Robertson a respeito do motivo *finanças de demanda por moeda*. Iremos demonstrar ao longo deste artigo que Keynes incorporou o motivo *finanças* a sua *Teoria da Preferência pela Liquidez* como uma resposta as tentativas dos economistas "clássicos" em demonstrar que o mecanismo indireto defendido por Keynes só seria válido num contexto em que não houvesse nenhuma relação entre os planos de compra e venda de ativos e os planos de poupança e investimento. Keynes admite a existência de uma relação entre o investimento ex-ante e a demanda por moeda, mas afirma que tal relação não invalida a idéia de que as forças reais da produtividade e da abstinência só teriam influência indireta sobre a taxa de juros. Todas as críticas que Robertson fez a *Teoria da Preferência pela Liquidez* de Keynes após a incorporação do motivo *finanças* tiveram por objetivo demonstrar que, a parte do mecanismo indireto descrito por Keynes, as forças reais da produtividade e abstinência teriam influência direta sobre a taxa de juros.

Dado esse objetivo, o presente artigo está estruturado da seguinte forma:

A primeira seção faz uma breve exposição da *Teoria da Preferência pela Liquidez* tal como ela está apresentada na *Teoria Geral* de Keynes. Será demonstrado então que a única forma pela qual as forças reais da produtividade e da abstinência podem influenciar a taxa de juros é através do nível de renda e de emprego. Tal resultado é consequência da hipótese de Keynes de que a decisão de consumo-poupança pode ser analisada *separadamente* da decisão de composição de portfólio. Tal hipótese é uma condição necessária, embora não seja suficiente, para a obtenção do resultado em consideração.

A segunda seção apresenta as críticas que a *Teoria da Preferência pela Liquidez* de Keynes recebeu de Hawtrey e Ohlin. Iremos demonstrar que as críticas desses autores a teoria do juro de Keynes tinham por objetivo provar que este último estava errado ao afirmar que as forças reais da produtividade e da abstinência só teriam influência indireta sobre a taxa de juros. Em função das críticas que recebeu, Keynes foi obrigado a introduzir o motivo finanças de demanda por moeda no processo de determinação da taxa de juros.

A terceira seção apresenta o debate entre Keynes e Robertson a respeito do motivo finanças de demanda por moeda. Ao longo desse debate Keynes tenta demonstrar que a incorporação do motivo finanças de demanda por moeda em nada altera as conclusões que ele havia chegado na *Teoria Geral*; em particular, continuaria sendo verdade que as flutuações da produtividade do capital e da propensão a poupar teriam apenas influência indireta sobre a taxa de juros. Robertson, por outro lado, tenta argumentar que a incorporação do motivo finanças ao arcabouço da *Teoria da Preferência pela Liquidez* faria com que as flutuações das variáveis em consideração tenham influência direta sobre a taxa de juros.

A quarta seção apresenta as conclusões obtidas ao longo do presente artigo.

1. A TEORIA DA PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ: A TAXA DE JUROS COMO UM FENÔMENO ESTRITAMENTE MONETÁRIO

No capítulo 13 da *Teoria Geral*, Keynes faz uma distinção entre a decisão de consumo-poupança e a decisão de composição de portfólio. A primeira de tais decisões seria governada pela *propensão a consumir*, ou seja, o conjunto de fatores objetivos e subjetivos que determinam a parcela da renda corrente que os indivíduos alocam para o gasto com bens de consumo. A segunda decisão seria governada pela *preferência pela liquidez*, isto é, pelo desejo dos indivíduos em manter a sua riqueza sob a forma de ativos líquidos (Cf. Keynes, 1936, p.166). A princípio não haveria nenhum motivo pelo qual as decisões a respeito do *ritmo de acumulação de riqueza* devam ter alguma influência sobre as decisões a respeito da *forma pela qual a riqueza é mantida ao longo do tempo*; em outras palavras, um aumento/redução da propensão a consumir não irá impor um aumento/redução da preferência pela liquidez. Sendo assim, pode-se afirmar que tais decisões podem ser analisadas separadamente uma da outra³.

Tendo feito a separação entre as decisões de consumo-poupança e de composição de portfólio, Keynes afirma que a taxa de juros está relacionada com esta última decisão, não com a primeira (Ibid, p. 166). A taxa de juros não poderia estar relacionada com a decisão de consumo-poupança porque os indivíduos podem armazenar as suas poupanças em ativos que não rendem juros como, por exemplo, a moeda. Nesse caso, o "sacrifício" envolvido na troca de consumo presente por consumo futuro não teria nenhuma recompensa, ou seja, a taxa de juros não poderia ser vista como um prêmio pela renúncia ao consumo presente⁴. Sendo assim, ela deve estar relacionada com a decisão de composição de portfólio⁵.

Numa economia sujeita a incerteza não redutível ao cálculo de probabilidades, os indivíduos valorizam a posse de ativos líquidos em seus portfólios (Cf. Keynes, 1937b, p.116). Dessa forma, eles só estarão dispostos a reter ativos ilíquidos em seus portfólios se lhes for oferecida uma recompensa explícita pela renúncia a posse de ativos líquidos. Essa recompensa é precisamente a taxa de juros (Keynes, 1936, p.167). A *Teoria da Preferência pela Liquidez* afirma, portanto, que ativos com diferentes graus de liquidez devem proporcionar aos indivíduos que os retém recompensas monetárias inversamente proporcionais ao seu grau de liquidez (Cf. Carvalho, 1992, p. 98).

Ao longo da maior parte da *Teoria Geral*, no entanto, Keynes considera uma economia na qual existem apenas dois únicos ativos: moeda e obrigações (Ibid, p. 97). O ativo moeda se constitui num agregado de ativos com alto grau de liquidez, ou seja, ativos cujo prazo de realização tem pouca ou nenhuma influência sobre o seu preço de mercado⁶. O ativo obrigações, por seu turno, seria um agregado de ativos com baixo grau de liquidez. Nesse contexto, a preferência pela liquidez se identifica com a demanda por moeda : aqueles indivíduos que desejarem reter ativos líquidos não terão outra opção a não ser a retenção do ativo moeda; em outras palavras, os motivos pelos quais os indivíduos preferem ativos líquidos aos ativos ilíquidos podem ser explicados em termos dos motivos pelos quais os indivíduos demandam moeda.

De acordo com Keynes, os indivíduos demandam moeda para atender os seguintes motivos básicos:

(i) *motivo transação*, ou seja, a demanda por moeda que se origina da divergência entre as datas de pagamento e de recebimento, no caso das famílias (*income motive*); e da falta de sincronização entre as datas de obtenção de receitas e efetivação de pagamentos, no caso das firmas (*business motive*). A retenção de moeda em portfólio, ao

invés de obrigações, evita os custos referentes a constante conversão destas em meios de pagamento.

(ii) *motivo precaução*, ou seja, a demanda por moeda que se origina da *incerteza* a respeito do comportamento futuro da taxa de juros. Tal incerteza será particularmente relevante na eventualidade de que os agentes se defrontem com a necessidade de possuir recursos líquidos para enfrentar contingências futuras desfavoráveis ou para explorar oportunidades não-antecipadas de lucro. A retenção de obrigações em portfólio implica que, se os agentes se virem forçados a vendê-las para fazer frente a tais contingências, eles estarão sujeitos a uma *perda de capital* no momento em que as mesmas forem convertidas em meio de pagamento.

(iii) *motivo especulação*, ou seja, a demanda por moeda que se origina da *divergência* de opinião entre os indivíduos a respeito do comportamento futuro da taxa de juros. Os indivíduos que acreditarem que a taxa de juros no futuro será maior do que a taxa de juros corrente, estarão antecipando em redução futura nos preços das obrigações. Sendo assim, eles esperam realizar lucros com a venda de obrigações no presente e a sua recompra no futuro. Durante esse período de tempo, eles estarão retendo moeda em seus portfólios.

Segundo Keynes, a demanda por moeda para atender aos motivos transação e precaução pode ser apresentada como uma função *estável* do nível de renda (Cf. Keynes, 1936, p.196); ao passo que a demanda por moeda para atender ao motivo especulação seria uma função inversa do nível de taxa de juros. Segue-se, portanto, que a função de demanda por moeda pode ser expressa pela seguinte equação:

$$M_d = L (Y, r) \quad \partial L / \partial Y > 0 ; \partial L / \partial r < 0 \quad (1)$$

onde: M_d corresponde a demanda real por moeda, Y corresponde ao nível de renda, r corresponde ao nível de taxa de juros.

Keynes considera que a oferta de moeda é uma variável que está totalmente sob o controle das autoridades monetárias, ou seja, a oferta de moeda é *exógena*. Supondo que a oferta de moeda (M_s) é constante e igual a M , temos a seguinte condição de equilíbrio no mercado monetário:

$$M = L(Y, r) \quad (2)$$

Supondo que Y pode ser previamente determinado à equação (2), então a taxa de juros será univocamente determinada pela referida equação⁷. A função da taxa de juros é, portanto, compatibilizar a demanda de moeda com a quantidade disponível da mesma no sistema econômico. Dada a suposta separação entre as decisões de consumo-poupança e composição de portfólio segue-se que a função $L(.)$ não guarda nenhuma relação direta com a produtividade do capital ou com a propensão a poupar. Sendo assim, a taxa de juros é um fenômeno estritamente monetário: ela está relacionada unicamente com a demanda e oferta de moeda.

Sabemos que, com base no *Princípio da Demanda Efetiva*, o nível de renda é a variável de ajuste entre as decisões de poupança e investimento (Cf. Amadeo, 1989, p. 1). Sendo assim, a *Teoria da Preferência pela Liquidez* define um mecanismo indireto pelo qual a produtividade do capital e a propensão a poupar podem influenciar a taxa de juros, a saber: por intermédio do nível de renda. As variações na produtividade do capital e na propensão a poupar terão um impacto inicial sobre o nível de renda e de emprego. À medida em que o nível de renda e de emprego se ajustarem aos novos valores das variáveis em consideração, então os indivíduos irão ajustar a quantidade de moeda que retém para atender aos motivos transação e precaução. Se a oferta de moeda não se altera durante esse processo, então a taxa de juros deverá variar na magnitude necessária para restabelecer o equilíbrio entre a demanda e a oferta de moeda.

2. O DEBATE ENTRE KEYNES E OS CLÁSSICOS SOBRE OS DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS

Logo após a publicação da *Teoria Geral* de Keynes, formou-se um debate entre esse autor e, de um lado, e Hawtrey, Robertson e Ohlin, de outro. O ponto central do debate em questão se referia a influência que as forças reais da produtividade e da abstinência tem sobre a taxa de juros. Keynes afirmava que a influência dos planos de investimento e poupança sobre a taxa de juros é apenas indireta: uma redução da propensão a poupar ou um aumento do incentivo a investir – devido a um aumento da produtividade marginal do capital – irão produzir um aumento da taxa de juros somente a medida em que produzirem um nível mais elevado de renda e de emprego. Em carta endereçada a Robertson em 13/02/1936, Keynes diz que:

"I have many pages on the theme that increasing investment involves increasing output and that this hicks back on the rate of interest by draining away more money into active circulation, so that (...) a high level of activity carries the seeds of its own destruction by raising interest too high" (CWJMK, Vol. XIV, p.91).

Tal posição não foi aceita pelos autores "clássicos". De acordo com os autores anteriormente citados, a taxa de juros seria determinada pela demanda e oferta de fundos de empréstimo. A produtividade do capital e a propensão a poupar seriam alguns dos fatores que determinariam a oferta e demanda de fundos de empréstimo, uma vez que as decisões de poupança e investimento seriam determinadas por tais variáveis. Sendo assim, *embora tais autores não negassem a existência de um mecanismo indireto*, as forças reais da produtividade e da abstinência teriam *influência direta* sobre a taxa de juros, ou seja, as flutuações de tais variáveis teriam um impacto imediato sobre a taxa de juros. Como

conseqüência da variação da taxa de juros, poderia ocorrer um aumento/redução da quantidade de moeda que os indivíduos retêm como saldos especulativos, o que por sua vez poderia levar a um desequilíbrio no mercado de bens, resultando num aumento/redução do nível de produção e de emprego. De fato, Robertson afirma que:

"Here I will only say that it seems to me a most misleading way of expressing the casual train of events to say, as it is sometimes done, that the act of trift lowers the rate of interest through lowering total incomes. I should say that it lowers the rate of interest quite directy through swelling the money stream of securities; that this fall in the rate of interest increases the proportion of resources over which people wish to keep command in monetary form and that this increase in turn is a cause of these being a net decline in total money incomes" (Robertson, 1940, p.30).

Contudo, os autores "clássicos" não acreditavam que a Teoria da Preferência pela Liquidez de Keynes fosse, em si mesma, incompatível com a Teoria dos Fundos de Empréstimo. Em particular, tais autores acreditavam que Keynes havia apresentado simplesmente uma forma alternativa de explicar o processo pelo qual a taxa de juros é determinada, sem contudo mudar a natureza do referido processo. Em outras palavras, os referidos autores acreditavam que as teorias em consideração fossem formas equivalentes de determinação da taxa de juros. Nesse contexto, a Teoria da Preferência pela Liquidez apresentaria a determinação da taxa de juros por intermédio da demanda e oferta de ativos como um estoque, ao passo que a Teoria dos Fundos de Empréstimo apresentaria o processo de determinação da taxa de juros por intermédio da demanda e oferta de ativos como um fluxo. Dado que seria sempre possível definir a condição de equilíbrio no mercado de ativos tanto em termos de fluxos como de estoques (Cf. Patinkin, 1958, pp. 303-04), segue-

se que não haveria nenhuma diferença de caráter fundamental entre as teorias em questão. Nas palavras de Ohlin :

"What governs the demand and supply of credit. Two ways of reasoning are possible. One is net and deals only with new credit, and the other is gross and includes the outstanding old credits. The willingness of certain individuals during a given period to increase their holdings of various claims and other kinds of assets minus the willingness of others to reduce their corresponding holdings gives the supply curve for the different kinds of new credit during the period (...)

A similar kind of reasoning can, of course, be applied gross, i.e including the old claims which were outstanding when the period began. People's willingness to hold different claims and other kinds of assets every day governs the supply of credit (...) It is quite obvious that this reasoning in gross terms leads to the same result as the net analysis above" (Ohlin, 1937a, p.225).

De acordo com essa linha de raciocínio, Keynes só teria negado a existência de um mecanismo direto pelo qual as forças reais da produtividade e da abstinência podem influenciar a taxa de juros por apoiar a sua teoria do juro em hipóteses muito restritivas a respeito da forma pela qual as expectativas a respeito da taxa de juros futura (*safe rate of interest*) são formadas, ou por não levar em conta as relações existentes entre as decisões de poupança e investimento, de um lado, e demanda por moeda, de outro.

Para Hawtrey, a função de demanda especulativa por moeda de Keynes teria sido construída sob a hipótese de que as expectativas dos agentes a respeito do nível futuro de taxa de juros são regressivas. Nesse caso, seria possível demonstrar que a produtividade do capital e a propensão a

poupar não tem nenhum efeito de longo-prazo sobre a taxa de juros.

Essa afirmação de Hawtrey pode ser compreendida por intermédio do seguinte raciocínio. Consideremos uma economia que se encontra em equilíbrio de longo-prazo, com o nível de preços e de produção constantes ao longo do tempo. Tal situação impõe que o mercado de bens esteja em equilíbrio, ou seja, que exista igualdade entre a poupança e o investimento planejados. Tal condição pode ser expressa pela equação abaixo:

$$I (r, \Theta) = S (r, Y_f) \quad (3)$$

onde: $I (.)$ é o investimento planejado, $S(.)$ é a poupança planejada, r é a taxa de juros, Θ é a produtividade marginal do capital e Y_f é o nível de renda de pleno-emprego.

Essa posição inicial de equilíbrio é perturbada por um choque sobre a produtividade marginal do capital, tal que a taxa inicial de juros se produz um excesso de poupança sobre o investimento. No mercado de fundos de empréstimo se produz um situação de excesso de demanda de obrigações, o que gera um aumento no preço desses ativos, ou seja, uma redução da taxa de juros.

Com a redução da taxa de juros entra em operação o motivo especulação de Keynes. Se produz uma divergência entre a taxa de juros de mercado e a taxa de juros segura, o que induz os indivíduos a deslocar uma parte de suas poupanças para a "compra" de saldos monetários. No mercado de fundos de empréstimo temos agora que :

$$D = I (r, \Theta) = S (r, Y_f) + \Delta H = O \quad (4)$$

onde: D é a demanda de fundos de empréstimo, O é a oferta de fundos de empréstimo e ΔH é o entesouramento.

Pela equação (4) observamos que o mercado de fundos de empréstimos está em equilíbrio, uma vez que o excesso

inicial de demanda de obrigações (oferta de fundos de empréstimo) é eliminado por intermédio do aumento do entesouramento. Sendo assim, o mercado de fundos de empréstimos se reequilibra. Contudo, o mercado de bens está fora do equilíbrio, ou seja, as firmas não estão conseguindo vender toda a produção que desejam aos preços de mercado. Nesse contexto, elas deverão reduzir o nível de produção e de emprego. Tal redução irá continuar até que seja restabelecido o equilíbrio entre poupança e investimento.

O que irá acontecer com a taxa de juros ao longo desse processo de declínio da atividade econômica? Consideremos que $\Delta H = L (r - r^*)$, onde r^* é a taxa de juro segura. Se o mercado de bens está em equilíbrio então $I (r, \Theta) = S (r, Y_f)$; o que implica que $L(.)$ será igual a zero, ou seja, $r = r^*$. Se r^* for constante ao longo de todo o processo de ajuste no mercado de bens, então a taxa de juros que prevalece na posição final de equilíbrio será igual a taxa de juros que prevalece na posição inicial. Nesse caso, *comparando-se a posição de equilíbrio final com a posição de equilíbrio inicial*, o "choque" sobre a produtividade marginal do capital não teve nenhuma influência sobre a taxa de juros⁸. A taxa de juros é, nesse caso, um fenômeno estritamente monetário.

Para Hawtrey, contudo, a hipótese de expectativas regressivas não era relevante para se entender a forma pela qual os investidores formavam suas previsões a respeito do nível futuro de taxa de juros. Em concreto, Hawtrey não acreditava que as oscilações da taxa de juros de mercado não tivessem nenhuma influência sobre as previsões dos agentes a respeito do nível futuro de taxa de juros (CWJMK, vol. XIV, p. 4). Para esse autor, uma hipótese mais realista a respeito da formação das expectativas a respeito do nível futuro de taxa de juros corresponderia ao que hoje em dia é conhecido como *padrão adaptativo de formação de expectativas*. Em outras palavras, Hawtrey acreditava que r^* deveria acompanhar os movimentos observados na taxa de juros de mercado. Nesse caso, na posição de equilíbrio final a taxa de

juros de mercado será menor do que a prevalecente na posição inicial de equilíbrio.

Deve-se observar que, com base na argumentação de Hawtrey, mesmo no caso em que as expectativas são regressivas, as forças reais da produtividade e da abstinência tem efeito direto sobre a taxa de juros de mercado, ainda que temporário. Tal argumentação não corresponde ao mecanismo indireto pelo qual Keynes acreditava que as forças em consideração poderiam influenciar a taxa de juros. Para Keynes, o impacto imediato de uma variação da poupança ou do investimento seria sobre o nível de renda, não sobre a taxa de juros. Isso porque, como foi visto na seção anterior, Keynes acreditava que as decisões a respeito do ritmo de acumulação de capital poderiam ser analisadas separadamente das decisões referentes a forma pela qual essa riqueza seria acumulada. Nesse contexto, não haveria nenhum motivo pelo qual uma variação na poupança e/ou no investimento planejado tivesse alguma influência direta sobre a demanda por moeda ou sobre a demanda de obrigações. Dito de outra forma: a *Teoria da Preferência pela Liquidez* não necessita da hipótese de que as expectativas a respeito do nível futuro da taxa de juros sejam regressivas; basta apenas que as decisões de consumo-poupança e de composição de portfólio sejam separáveis entre si.

Esse ponto foi notado por Ohlin (1937a). Para esse autor, qualquer análise que abstraísse das relações existentes entre as decisões de compra e venda de ativos e os planos de poupança e investimento estaria *incompleta*. De acordo com Ohlin, a demanda por obrigações e demais ativos financeiros seria, em parte, determinada pelas decisões de poupança dos agentes econômicos (Cf. Ohlin, 1937a, p.226). Dessa forma, a separação entre as decisões de consumo-poupança e de composição de portfólio proposta por Keynes seria um absurdo. No mundo real, tais decisões estariam relacionadas entre si. Nas palavras de Ohlin :

"Consumers buy consumption goods, business men buy capital goods, i.e invest in a real sense, but there is a third kind of purchases to be explained - namely ' financial investments', i.e purchases of bonds, shares and bank deposits (...). It is noteworthy that Keynes, who has presented so interesting an analysis of the desire to vary cash holdings and the psychology of financial investment (...) pays so little attention to the connection between changes in production, income and savings on the one hand and the ability to make financial investment on the other, without a consideration of this later circumstance, the analysis of the markets for claims of different maturity, where the rates of interest are determined, is incomplete (grifo nosso)" (Ohlin, 1937a, p. 226).

3. A RÉPLICA DE KEYNES A OHLIN E O MOTIVO FINANÇAS DE DEMANDA POR MOEDA

Esta última observação de Ohlin parece ter forçado Keynes a rever a sua posição a respeito da determinação da taxa de juros. Na réplica a Ohlin publicada no *Economic Journal* em Junho de 1937, Keynes afirma que havia uma *oposição radical* entre a sua teoria da taxa de juros e a teoria dos fundos de empréstimo (Cf. Keynes, 1937b, p.202). Contudo, ele aceita que a análise apresentada na *Teoria Geral* era incompleta. Isso porque ela nada dizia a respeito da forma pela qual os empresários financiam a compra de bens de capital⁹.

Keynes afirma que uma decisão de investimento em capital fixo pode produzir um aumento temporário da demanda por moeda, devido ao fato de que os empresários neces-

sitam de *cash* para cobrir o intervalo de tempo entre a tomada e a implementação da decisão de investimento. Em outras palavras, os empresários precisam possuir moeda *anteriormente* a realização dos gastos de investimento. De fato, Keynes diz que:

"Planned investment - i.e investment ex ante - may have to secure its financial provision before (grifo nosso) the investment takes place (...) There has, therefore, to be a technique to bridge this gap between the time when the decision to invest is made and the time when the correlative investment and saving actually occur" (Keynes, 1937b, pp.207-208).

Esse é o chamado *motivo finanças* de demanda por moeda. A introdução do motivo finanças levaria naturalmente a conclusão de que a produtividade do capital seria um dos determinantes da demanda por moeda. Isso porque, dado o investimento *ex-ante* é um dos determinantes da referida demanda, então as flutuações da produtividade do capital deveriam ter efeito *direto* sobre a mesma. Nesse contexto, a produtividade do capital passaria a ter *efeito direto* sobre a taxa de juros¹⁰.

No entanto, Keynes rejeita veementemente esse tipo de conclusão. Ele afirma que a pressão adicional sobre a demanda por moeda, devido as necessidades impostas pelo motivo finanças, pode produzir um aumento da taxa de juros. Entretanto, diz Keynes, isso só irá ocorrer *no caso em que o investimento estiver aumentando ao longo do tempo*. Em estado-estacionário, o *finance* que é exigido pelos planos correntes de investimento é fornecido pelo *finance* que foi liberado pela realização dos gastos dos gastos de investimento que foram planejados no período anterior. Nas palavras de Keynes:

" If investment is proceeding at a steady-state, the finance (or the commitment to finance)

required can be supplied from a revolving fund of more or less constant amount, one entrepreneur having his finance replenished for the purpose of a projected investment as another exhausts his os paying for his completed investment" (Keynes, 1937b, p.209).

Uma possível interpretação para essa afirmação de Keynes é fornecida por Bibow (1995). De acordo com esse autor, se a economia se acha em *estado-estacionário*, ou seja, se o investimento é constante ao longo do tempo; então a demanda por moeda para atender o motivo finanças é indistinguível da demanda por moeda para atender o motivo transação. Nesse caso, pode-se apresentar tanto uma como a outra como sendo determinadas pelo nível de renda corrente; mantendo-se inalterada a análise apresentada por Keynes na *Teoria Geral*¹¹. Nas palavras de Bibow:

"For a given level of economic activity, each expenditure (or transactions in general) has to be planned and before it can be executed finance has to be secured. Seen from this perspective, the need to finance a particular volume of planned investment at a particular level of general economic activity is part of the continuous circular flow of transactions, and , hence, is one of the factors that is covered by the transactions motive" (Bibow, 1995, p. 650).

Para Robertson, contudo, o motivo finanças de demanda por moeda se constituía no reconhecimento implícito da parte de Keynes de que as forças reais da produtividade e da abstinência tem influência direta sobre a taxa de juros. Nas palavras de Robertson:

"Thus he (Keynes) has not only remedied the inconsistency pointed out above, but also (...) made a far longer (...) back than he yet realizes to towards the ortodox view of the status of the

shedule of marginal productivity of loanable funds as a principal determinant of the rate of interest" (Robertson, 1940, p.23).

No entanto, argumenta Robertson, Keynes não teria chegado explicitamente a essa conclusão por considerar que o multiplicador de investimento opera instantaneamente. Robertson considera que o *finance* necessário para a realização dos gastos de investimento é fornecido pelos bancos comerciais. Toda a vez que eles concedem empréstimos para atender a demanda por *finance* por parte das firmas, o seu grau de liquidez, medido pela relação reservas/depósitos à vista se reduz. Conseqüentemente, eles serão forçados a aumentar a taxa de juros sobre os empréstimos em consideração. A liquidez dos bancos só será restaurada se e quando os empréstimos forem pagos. Nesse contexto, a taxa de juros só não será influenciada pela demanda por *finance* se os investimentos realizados no período anterior tiverem produzido uma *poupança voluntária* na magnitude suficiente para que os empréstimos contraídos naquela data sejam pagos. Nesse caso, e apenas nesse caso, é que pode se afirmar que a liquidez dos bancos é reposta com a realização dos gastos de investimento. Nas palavras de Robertson:

"The model can be set as follows. In period 1 entrepreneur A plan capital outlays of value C1, and in preparation therefore borrow C1 from the banks. In period 2 entrepreneur B perform capital outlays C2 and borrow C2 from the banks. Simultaneously, the public buy new issues N2 (=C1) from the entrepreneur A, thus enabling the to repay C1 to the banks at the same time entrepreneur B borrow C2. If C2=C1, the volume of bank loans and the rate of interest will remain constant; but if C2 exceeds C1 (...) the rate of interest will rise" (Robertson, 1938, p.316).

Para que os empréstimos sejam pagos, contudo, é necessário o término do processo do multiplicador. Ao final

do mesmo, terá sido produzida uma *poupança desejada* em magnitude suficiente para fazer o *funding* das dívidas de curto-prazo em obrigações de longo prazo. Em outras palavras, a poupança planejada pelas famílias terá aumentado exatamente na magnitude necessária para que elas possam adquirir as obrigações de longo-prazo, que são emitidas pelas firmas com o objetivo de obter recursos suficientes para pagar os empréstimos contraídos junto aos bancos comerciais.

Se o multiplicador for instantâneo, então a simples realização dos gastos de investimento produzirá o volume de poupança necessária para a realização das operações de *funding*, e a conseqüente restauração do estado de liquidez dos bancos comerciais. Caso contrário, pergunta Robertson:

"How is any revolving fund automatically realeased, any willingness to illiquidity set free for futher employment, by the mere act of the entrepreneur in spending his loan? The bank has simply become a debtor to other persons instead of its borrowing entrepreneur, the borrowing entrepreneur remais a debtor to the bank; and the bank assets remain unchanged in amount and liquidity" (Robertson, 1938, p.315).

A réplica de Keynes a Robertson foi dada no artigo *Mr Keynes and Finance*, publicado no *Economic Journal*, em junho de 1938. Nesse artigo, Keynes reafirma a sua posição de que a liquidez é restaurada, não pelo pagamento dos empréstimos bancários, mas pela efetivação dos gastos de investimento (Cf. Keynes, 1938, p.230).

A resposta de Keynes a Robertson se baseia em dois argumentos principais. Em primeiro lugar, argumenta Keynes, a *Teoria da Preferência pela Liquidez* não afirma que a taxa de juros seja determinada exclusivamente pelo estado de liquidez dos bancos. A taxa de juros depende, isto sim, do estado de liquidez do sistema econômico como um todo, o qual depende apenas em parte do estado de liquidez dos

bancos comerciais. Por outro lado, a demanda por *finance* pode ser atendida por outros *meios que não através dos bancos*. Em particular, a demanda por *finance* pode ser atendida diretamente através da venda de obrigações e títulos financeiros nos mercados secundários dos ativos em consideração. Em outras palavras, a argumentação de Robertson estaria errada ao *identificar* a demanda por *finance* com demanda por crédito bancário. A demanda por *finance* é, antes de mais nada, demanda por moeda; demanda essa que pode ou não ser atendida por crédito bancário. Nas palavras de Keynes :

"A large part of the outstanding confusion is due, I think, to Mr. Robertson's thinking of 'finance' as consisting in bank loan; whereas (...) I introduced this term to mean the cash temporarily held by entrepreneurs to provide against the outgoings in respect of an impeding new activity" (Keynes, 1938, p.229).

Em segundo lugar, a demanda por *finance* para atender o motivo *finanças* é fundamentalmente demanda por encaixes ativos (Cf. Keynes, 1938, p.230). Como tal, exerce uma pressão sobre a disponibilidade de moeda para atender os motivos *precaução* e *especulação*. Em outras palavras, um aumento da demanda por encaixes ativos irá, *ceteris paribus*, produzir uma pressão adicional sobre a taxa de juros, pressão essa que será aliviada no momento em que os investimentos forem realizados. Nesse momento, o dinheiro que estaria sendo retido pelo motivo *finanças* estará disponível para atender a demanda por encaixes inativos, reduzindo a pressão sobre a taxa de juros. Nas palavras de Keynes :

"The rate of interest is determined by the total demand and total supply of cash or liquid resources. The total demand falls into two parts: the inactive demand due to the state of confidence and expectation on the part of the

owners of wealth, and the active demand due to the level of activity established by the decisions of entrepreneurs. The active demand in its turn falls into two parts : the demand due to the time lag between the inception and the execution of the entrepreneurs decisions, and the part due to the time lags between the receipt and the disposal of income by the public (...) an increase in activity raises the demand for cash, first of all to provide for the first of these time lags in circulation (...) Thereafter the demand for cash falls away unless the completed activity is being succeeded by a new activity. A given stock of cash provides a revolving fund for a steady flow of activity; but an increased rate of flow needs a increased stock to keep the channels filled" (Keynes, 1938, p.230).

Se a demanda por moeda para atender o motivo *finanças* é fornecida, portanto, por um fundo rotativo de liquidez; segue-se que, *em estado estacionário*, a produtividade do capital e a propensão a poupar não terão nenhuma influência direta sobre a taxa de juros. Tais variáveis influenciarão a referida taxa unicamente por intermédio do nível de renda e de emprego. De fato, Keynes diz que:

"The congestion in the capital market can only be relieved by something which reduces the demand or increases the supply of cash (...) If the reduction in consumption posited by Mr. Robertson leaves aggregate income unchanged, there is no reason to suppose that it will reduce the demand for cash or relieve congestion" (Keynes, 1938, p.232)

Deve-se ressaltar, contudo, que a incorporação do motivo *finanças* de demanda por moeda obrigou Keynes a rever as conclusões a que havia chegado na *Teoria Geral* a

respeito do papel que as forças reais da produtividade do capital e da abstinência tem na determinação da taxa de juros. Se em *estado estacionário* tais variáveis só teriam influência indireta sobre a referida taxa, o mesmo não seria verdade no caso de uma economia na qual o investimento estivesse aumentando ao longo do tempo. Nesse caso, a demanda por *finance* seria crescente ao longo do tempo, de forma que, se a oferta de moeda não acomodasse o aumento na demanda, a taxa de juros deveria se elevar continuamente, independentemente de qualquer variação prévia do nível de renda e de emprego. Eis uma importante *qualificação* a ser feita com respeito ao processo de determinação da taxa de juros, qualificação essa que, embora não torne a *Teoria da Preferência pela Liquidez* equivalente a *Teoria dos Fundos de Empréstimo*, torna menos nítida a diferença entre as teorias em consideração. Esse ponto foi percebido pelo próprio Keynes, o qual afirma que:

"When the flow of investment is at steady-state, so that the flow of ex-ante investment is equal to the flow of ex post investment, the whole of it can be provided (...) without any change in the liquidity position. But when the rate of investment is changing in the sense that the current rate of ex ante investment is not equal to the current rate of ex post investment, the question needs further consideration (grifo nosso)" (CWJMK, Vol. XIV, p.220)

4. CONCLUSÃO

Ao longo do presente artigo, procuramos demonstrar que o ponto fundamental em debate entre Keynes e os "Clássicos" a respeito da determinação da taxa de juros se referia a *definição do mecanismo de transmissão dos "choques" sobre a produtividade do capital e da propensão a*

poupar sobre a taxa de juros. Nesse contexto, a *Teoria da Preferência pela Liquidez* enfatiza que o mecanismo de transmissão é indireto: as flutuações da produtividade do capital e da propensão a poupar têm impacto inicial sobre o nível de renda e de emprego; como consequência das variações do nível de renda e de emprego ocorre uma variação da demanda por moeda para atender aos moticos precaução e transação, o que terá efeito sobre a taxa de juros, dada a oferta de moeda. Por outro lado, a *Teoria dos Fundos de Empréstimo* enfatiza que o mecanismo em consideração é direto: os "choques" sobre a produtividade do capital e a propensão a poupar têm impacto inicial sobre a taxa de juros; como resultado da variação da taxa de juros se produz uma variação na quantidade de moeda destinada ao motivo especulação, variação essa que, ao fazer com que o mercado de bens fique em desequilíbrio, pode induzir a variações no nível de renda e de emprego.

A incorporação do motivo finanças de demanda por moeda, contudo, obrigou Keynes a fazer uma revisão parcial das conclusões a que tinha chegado na *Teoria Geral*. Em concreto, Keynes afirmou que as forças reais da produtividade e da abstinência só teriam efeito indireto sobre a taxa de juros numa *economia em estado-estacionário*. Nesse contexto, o *finance* exigido pelo investimento *ex-ante* seria fornecido pelo *finance* liberado pela realização dos gastos de investimento planejados no período anterior. No entanto, numa economia na qual o investimento estivesse aumentando ao longo do tempo seria impossível negar que a produtividade do capital tem influência direta sobre a taxa de juros.

D.O.G

NOTAS

3 As condições necessárias e suficientes para a separabilidade entre as decisões de consumo-poupança e de composição de portfólio são derivadas em Oreiro (1996).

4 Essa afirmação pode ser entendida de outra forma. A teoria "Clássica" (Fisheriana) da taxa de juros afirma que a existência de uma taxa de juros positiva se deve ao fato de que os consumidores só estarão dispostos a abrir mão de consumir a totalidade de seus recursos hoje – ou seja, só estarão dispostos a poupar – se e somente se tiverem acesso a uma *quantidade* maior de bens no futuro. Keynes afirma que tal explicação a respeito da existência de uma taxa de juros positiva é *incompatível* com o fato empiricamente observado de que os indivíduos acumulam uma parte de sua riqueza sob a forma de ativos que não rendem juros. Isso porque se o objetivo do ato de poupança fosse a obtenção de uma taxa de juros explícita por que os indivíduos irão destinar uma parte de suas poupanças para o aumento de suas reservas monetárias?

5 Nas palavras de Keynes: " *It should be obvious that the rate of interest cannot be a return of saving or waiting as such. For if a man hoards his savings in cash, he earns no interest, though he saves just as much as before*" (Keynes, 1936, pp.166-167).

6 Essa definição de liquidez corresponde a que é utilizada por Hicks (1989, p.226).

7 Essa é a parte mais frágil da argumentação de Keynes de que a taxa de juros é um fenômeno estritamente monetário. Para que o nível de renda possa ser previamente determinado à condição de equilíbrio no mercado monetário é necessário que a condição de equilíbrio no mercado de bens, qual seja, poupança = investimento, seja suficiente para determinar a referida variável. Para que isso seja possível, contudo, a taxa de juros não deve aparecer como argumento nas funções de poupança e investimento; em outras palavras, as decisões de poupança e investimento devem ser juro-inelásticas. Tal hipótese, ainda que empiricamente relevante, tem o efeito de reduzir a teoria Keynesiana ao status de um caso particular de um modelo mais geral, no qual tais funções apresentam

a taxa de juros como argumento. Oreiro (1996) demonstra que a resolução desse impasse envolve a substituição do modelo estático apresentado por Keynes na *Teoria Geral* por um modelo sequencial à la Robertson.

8 Deve-se ressaltar, contudo, que Keynes não afirma que as forças reais da produtividade do capital e da propensão a poupar não tem nenhum efeito sobre a taxa de juros. Ele apenas afirmou que tais forças atuam sobre a taxa de juros de uma maneira indireta, ou seja, através do nível de renda e de emprego.

9 Deve-se observar que, de acordo com o mecanismo do multiplicador, haverá sempre um volume de poupança equivalente ao investimento realizado na economia. Isso não quer dizer, contudo, que a referida poupança possa ser utilizada para financiar os gastos de investimento; uma vez que, ela só estará *disponível* para os agentes *ao final do processo do multiplicador*. Em outras palavras, a poupança só estará disponível um certo período de tempo *após* a realização dos referidos gastos. Subsiste, portanto, o problema relacionado à forma pela qual os empresários conseguirão obter *poder de comando* sobre os bens de capital dos quais necessitam para implementar os seus projetos de investimento.

10 Dito de outra forma, a equação de demanda por moeda deveria apresentar o seguinte formato: $Md = L(r, Y, I^*)$; onde I^* é o investimento *ex-ante*.

11 Uma demonstração formal da validade da afirmação de Bibow é fornecida por Oreiro (1996, pp.96-97).

BIBLIOGRAFIA

AMADEO, E.J & FRANCO, G. (1989). *Entre Keynes e Robertson: finance, poupança e investimento*. Pesquisa e Planejamento Econômico.

AMADEO, E.J (1989). *Keynes's Principle of Effective Demand*. Edward Elgar, Aldershot.

- BIBOW, J. (1995). *Some Reflections on Keynes's 'Finance Motive' for the Demand for Money*. Cambridge Journal of Economics, 7.
- CARVALHO, F.C (1992). *Mr Keynes and the Post Keynesians*. Edward Elgar, Aldershot.
- (1994). *Sorting the Issues Out : the two debates (1936/37; 1983/86) on Keynes's finance motive revisited* . Anais do XXII Encontro Nacional de Economia. Florianópolis.
- HARRIS, L. (1981). *Teoria Monetaria* . Fondo de Cultura, México.
- HICKS, J.R (1987). *Valor e Capital*. Nova Cultural, São Paulo [tradução da edição original de 1939]
- (1989). *Dinero, Interés y Salarios*. Fondo de Cultura, México.
- KEYNES, J.M (1973). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan, Londres [edição original : 1936]
- (1937a). *The Theory of the Rate of Interest in The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres, Vol. XIV
- (1937b). *Alternative Theories of the Rate of Interest in The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres, Vol. XIV
- (1938). *Mr Keynes and Finance in The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres, Vol. XIV.
- (1973). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres, Vol. XIII-XIV [no texto CWJMK]
- OHLIN, B. (1937a). *Some Notes on Stockholm Theory of Savings and Investment II*. Economic Journal, Junho.
- (1937b). *Alternative Theories of the Rate of Interest : a rejoinder*. Economic Journal, Setembro.
- OREIRO, J.L (1996). *Flexibilidade Salarial, Taxa de Juros e Preferência pela Liquidez: alguns ensaios em economia Keynesiana*. Dissertação de Mestrado, PUC-RJ.

- PATINKIN, D. (1958). *Liquidity Preference and Loanable Funds : Stock and Flow Analysis*. *Economica*, 25.
- PRESLEY, J.R (1978). *Robertsonian Economics*. Macmillan, Londres.
- ROBERTSON, D. (1937). *Alternative Theories of The Rate of Interest: a rejoinder*. *Economic Journal*, Setembro.
- (1938). *Mr. Keynes and Finance*. *Economic Journal*, Junho.
- (1940). *Essays in Monetary Theory*. P.S.King, Londres.
- ROGERS, C. (1989). *Money, Interest and Capital*. Cambridge University Press, Cambridge.

UFRJ/CCJE
Biblioteca Eugênio Gudin

ÚLTIMOS TEXTOS PUBLICADOS

403. PROCHNIK, Victor. Alianças Estratégicas Internacionais e Transferência de Tecnologia para o Brasil. Victor Prochnik. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (43 pág.)
402. SABOIA, João Luiz Maurity. Redução do Tamanho dos Estabelecimentos da Indústria de Transformação; Causas Conjunturais e Estruturais. João Sabóia. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (32 pág.)
401. SABOIA, João Luiz Maurity. Proposta de Indicadores para o Mercado de Trabalho no Brasil; maior homogeneização com Deterioração nas Principais Regiões Metropolitanas. João Sabóia. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (23 pág.)
400. SICSÚ, João. A negação da ineficácia da política monetária: a alternativa de Keynes e dos pós-keynesianos. João Sicsú. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (44 pág.)
399. ALBUQUERQUE, Eduardo de Motta e. National systems of innovation and non-OECD countries: notes about a rudimentary and tentative "tipology". Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (64 pág.)
398. SICSÚ, João. Keynes e os novos-keynesianos. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (37 pág.)
397. POSSAS, Mário Luiz. Competition, strategic behavior and antitrust policy: an evolutionary approach. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (46 pág.)
396. PONDÉ, João Luiz. Concordância e mudança institucional em um enfoque evolucionista. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (37 pág.)
395. CARVALHO, Fernando José Cardim de. Sistema financeiro internacional: tendências e perspectivas. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (50 pág.)
394. MACHADO, João Bosco Mesquita. A ALCA e a estratégia negociadora brasileira. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1997. (32 pág.)