

O problema do racionamento de crédito: uma possível convergência das abordagens pós-keynesianas e novo-keynesianas

Paulo Sérgio Oliveira Simões Gala¹
Vladimir Fernandes Maciel²

Resumo: a função do presente artigo é analisar o problema do racionamento de crédito na economia à luz dos programas de pesquisa pós e novo-keynesiano. O principal objetivo dessa análise será o de mostrar como diferentes matrizes teóricas macroeconômicas, que partem de pressupostos distintos sobre o comportamento do agente e do funcionamento da economia, podem convergir no tocante à análise da questão. O artigo segue dividido em uma introdução e quatro partes. A primeira será responsável por delimitar sucintamente as diferenças gerais e os pontos comuns entre a matriz pós-keynesiana e a matriz novo-keynesiana. A segunda parte fará a exposição do problema da administração de crédito do ponto de vista dos novos-keynesianos. A terceira parte apresentará a análise dos pós-keynesianos quanto a questão do financiamento e mecanismos de 'criação' e 'destruição' de moeda. Ambas análises estarão centradas no comportamento dos bancos por assumirmos que estes são a chave para o entendimento do controle do financiamento no sistema econômico. A última parte do artigo tecerá as considerações finais e a conclusão.

Palavras-chave: racionamento de crédito, pós-keynesianos; novo-keynesianos

Introdução

Na macroeconomia de curto prazo, cujo foco está nas flutuações cíclicas do produto e da demanda agregada, a variável chave para explicar a insuficiência de demanda efetiva é o investimento abaixo do nível socialmente necessário. Uma das explicações possíveis é dada pela questão das expectativas sobre os rendimentos do

¹ Economista pela FEA-USP e mestrando em Economia de Empresas pela FGV-SP.

² Economista pela FEA-USP, mestrando em Economia de Empresas pela FGV-SP, professor das universidades Mackenzie e Paulista, e assessor econômico do gabinete da Secretaria da Fazenda de São Paulo.

projeto de investimento, que são afetadas pela incerteza quanto ao futuro ou simplesmente pelo elevado custo de oportunidade na presença de uma política monetária restritiva. Essa é a explicação keynesiana clássica. Mas e o modo como esse investimento é financiado? E a disponibilidade de crédito para tal financiamento? Será que não são determinantes chaves para explicar também a insuficiência de investimentos na economia?

Neste artigo investigaremos como bancos e firmas agem no tocante ao financiamento do investimento. Não basta estar disposto a investir, pois a forma como esse investimento é custeado e a disposição dos bancos em conceder os empréstimos são absolutamente relevantes da determinação do investir ou não e de quanto investir.

Apresentaremos duas abordagens distintas para o problema: a dos novo-keynesianos e a dos pós-keynesianos. Mostraremos que apesar de hipóteses diferentes, o modo como tratam o problema é convergente³. Há um possível ponto de diálogo entre essas duas correntes, uma considerada *mainstream* e outra “relegada à heterodoxia”, e esse ponto passa, como será mostrado, pela discussão do modo pelo qual é feito o financiamento do investimento.

1. Pós e Novos-Keynesianos: as distinções e as aproximações

Antes de mais nada é sempre mais fácil começarmos por aquilo que é comum às duas matrizes teóricas. A escola novo-keynesiana (de agora em diante NK) apresenta, em linhas gerais, algumas semelhanças com a escola Pós-Keynesiana (PK) em termos de “visão de mundo” e portanto funcionamento de uma economia monetária de mercado. Três proposições seriam comuns a todos os keynesianos⁴:

1. Durante alguns períodos - por vezes longo - existe um excesso de oferta de trabalho ao nível de salários prevalecente (e às expectativas concernentes a salários futuros e preços);
2. O nível agregado de atividade econômica flutua de forma expressiva, seja qual for a forma em que seja medido. Essas flutuações tem magnitude e características bem diferentes do que teriam quaisquer mudanças de curto-prazo em tecnologia, preferências ou demografia;

³ A controvérsia entre complementariedade ou oposição entre os programas de pesquisa pós e novo-keynesiano já tem longa data no debate econômico. Como mostra Rosser (1996) em geral existem dois extremos: os “complementaristas” e os “oposicionistas”. O presente artigo se encaixa, obviamente, na primeira categoria.

⁴ Conforme GREENWALD, BRUCE E STIGLITZ, JOSEPH; "New and Old Keynesians". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, Número I, Winter 1993, págs. 23-44.

3. Moeda importa, pelo menos a maioria das vezes, embora a política monetária seja ineficaz em alguns períodos (como a Grande Depressão).⁵

O ponto crucial de convergência é a noção da incapacidade do sistema de mercado de alocar eficientemente os recursos escassos das sociedades modernas, de sorte que a “macroeconomia keynesiana alega que as sociedades capitalistas são vulneráveis a grandes e dispendiosas falhas de mercado. Os indivíduos estariam dispostos a ofertar mais trabalho e outros recursos em troca de bens e serviços, e o emprego destes recursos possibilitaria a eles consumir agora ou no futuro, mas eles não conseguem implementar essa disposição nas transações do mercado”⁶.

A matriz NK possui duas vertentes principais. A primeira trabalha com a idéia de rigidez nominal de curto prazo ou ineficiência dos mercados numa economia que utiliza moeda como intermediador de transações. A segunda tem na informação assimétrica⁷ sua principal hipótese de trabalho para explicar as falhas de mercado. Seus principais modelos buscam microfundamentar posições sub-ótimas do ponto vista alocativo a partir de conceitos de racionalidade maximizadora e falhas de mercado (como informações assimétricas, custos de ajustamento de preços etc.).

A primeira vertente NK se considera tradicionalista⁸, e logo acredita que:

1. Alterações na política monetária causam importantes efeitos na atividade real da economia;
2. Baseando-se em evidência microeconômica, acreditam que a "lentidão" do ajustamento dos preços é a melhor explicação para a não-neutralidade da moeda;
3. Sendo assim, a não neutralidade da moeda e a rigidez de preços têm papel central na análise de flutuações de curto prazo.

A importância da moeda sustenta-se na constatação de que em numerosos episódios históricos, contrações da oferta monetária (choques) foram acompanhadas de queda na atividade econômica. O motivo de não-neutralidade da moeda reside,

⁵ Os novos-keynesianos enfatizam a não neutralidade da moeda no curto prazo.

⁶ TOBIN, JAMES (1993); “Price Flexibility and Output Stability: An Old Keynesian View”. *Journal of Economics Perspectives*, Vol.7, Número I, Winter 1993, págs. 45-65

⁷ Conforme exposto em MACIEL, V. F.; *Keynes está morto? Os Microfundamentos e a Macroeconomia - A Abordagem dos Novos Keynesianos*. Monografia, FEA-USP, Outubro de 1997; a informação é assimétrica quando algum agente tem alguma *informação privada* útil: uma parte da informação é diferente e melhor do que a de qualquer outro agente. Sendo assim, na presença de assimetria de informação, os agentes criam mecanismos institucionais, como contratos e/ou outras exigências e mecanismos, para resguardarem seus interesses, dado que os outros participantes possuem informações privadas, isto é, que não são conhecimentos comuns.

⁸ Ver BALL, LAURENCE & MANKIW, N. G. ; *A Sticky-Price Manifesto*. Mimeo, 1992.

para esses economistas, na existência de imperfeições nominais, cujo candidato mais realista é a rigidez de preços. Para os NK dessa vertente o custo de menu⁹ seria responsável por essa rigidez. Esta abordagem é de fato muito conservadora. É na verdade uma abordagem de cunho monetarista. No fundo, pouco se avançou em relação ao passado ao considerar que a rigidez nominal é a causa das flutuações econômicas e da existência das relações de curto prazo expostas pela Curva de Phillips. A novidade, no entanto, é que não se assume pura e simplesmente a rigidez dos preços, mas sim a possibilidade de haver *custos de menu* que afetam a disposição das firmas alterarem seus preços.

Neste artigo centraremos nossa análise na segunda vertente NK, esta sim muito mais próxima de um diálogo com os PK. Para esta corrente, o grande problema da economia não está centrado na questão das rigidezes nominais, mas sim no fato da informação ser assimetricamente distribuída e na existência de contratos incompletos na economia¹⁰. Com essas hipóteses iniciais obtém-se resultados não convencionais, que ressaltam o caráter das flutuações no nível de atividade e no nível de emprego nas economias capitalistas. Sob a hipótese de assimetria de informação, é construído um arcabouço teórico, que microfundamentando a análise macroeconômica, valida conclusões keynesianas. O objetivo é reabilitar os aspectos mais relevantes da análise keynesiana, porém não considerando como principal hipótese a questão da rigidez nominal de preços e salários. O grande problema de uma economia de mercado na presença de problemas na distribuição e no acesso a informações é, portanto, a sua própria essência: a tomada descentralizada de decisões por parte dos agentes econômicos.

A visão PK atual partilha da idéia de incapacidade alocativa dos mercados com a escola NK, porém fundamenta tal posição sobre um arcabouço teórico distinto. Essa matriz “explica” a possível falha alocativa dos mercados com o conceito de incerteza pós-keynesiana. Ou seja, não é um problema de rigidez de preços ou malfuncionamento dos mercados no sentido clássico; usando uma analogia, um problema de “engrenagens não-perfeitas”. A falha alocativa pode ocorrer, segundo a escola PK, como decorrência lógica de comportamentos individuais sob condições de não ergodicidade¹¹.

⁹ O custo das firmas em ajustar os preços em resposta a aumentos da inflação.

¹⁰ Maciel (1997); *op.cit.*

¹¹ Dizemos que há ergodicidade quando os eventos passados tendem a se repetir no futuro sob as mesmas condições, ou intuitivamente, o futuro imita o passado. Logo, não ergodicidade implica que cada momento no tempo é único e historicamente determinado, não se repetindo mais. Em termos mais específicos, as médias espaciais do processo coincidem com sua média temporal.

Um processo não-ergódico no sentido de Davidson (1995) ocorre quando um agente não é capaz de “construir” uma função de distribuição de probabilidade para dada situação pois não existe um processo gerador “underlying”. Como mostra Cardim (1994), esse fato ocorre em situações que contêm decisões cruciais (entendidas aqui como atitudes que modificam o setting do experimento), ou seja, aparece a noção de não replicabilidade de experimentos. Num experimento não replicável, o agente não é capaz de aprender ou entender o processo pois este é incerto num sentido forte. Como diria Keynes, “*we simply don’t know*”.

Assim, na presença de incerteza PK, o agente passa a seguir outros “*patterns*” de comportamento que constituem um racionalismo mais genérico ou menos estrito. Alguns mercados perdem, portanto, a qualidade de alocadores ótimos pois a hipótese de plena informação e previsibilidade devem ser relaxadas segundo essa linha de pensamento. Num mercado de informação incompleta, significando aqui não ergodicidade em seu setting, os agentes passam a se comportar, por exemplo, seguindo convenções, e portanto não agem como (“*as if*”) conhecessem o resultado do processo em curso.

No modelo keynesiano original, a situação de desemprego involuntário, caracterizada pela insuficiência de demanda efetiva fundamenta-se na idéia de que os mercados-chave para a determinação do investimento, a saber, o de títulos financeiros e de ativos duráveis, são tipicamente não ergódicos. Logo não existe uma solução “de mercado” automática que equilibra o “preço” da liquidez, preço de duráveis e preço do trabalho e que elimina os respectivos excessos de demanda e oferta. O sistema de preços walrasiano pode não se sustentar sobre os princípios de não-ergodicidade e racionalidade “convencional”¹².

2. Assimetria de Informação e Insuficiência de Investimentos para os Novos Keynesianos

A discussão deste tópico requer a análise dos seguintes conceitos: a) informação imperfeita e assimetria; b) firmas avessas ao risco e comportamento de precaução; c) bancos avessos ao risco e racionamento de crédito

2.1- Informação imperfeita e assimetria

¹² Na presença de não-ergodicidade, os agentes passam a demandar liquidez ou moeda como forma de proteção. Nesse caso, não existe um vetor de preços capaz de equilibrar o excesso de demanda por moeda e o excesso de oferta de mão de obra existente no mercado de trabalho. Esse ponto está discutido com bastante clareza no Capítulo 17 da Teoria Geral.

No contexto estritamente de teoria dos jogos¹³, a informação imperfeita ocorre quando um dos jogadores não sabe o que os outros fizeram anteriormente, não conhecendo a ação tomada por aqueles que jogaram primeiro. Um caso particular é o de informação assimétrica, isto é, a informação é distribuída assimetricamente entre os agentes, de sorte que um deles possui uma informação privada útil, que o coloca em vantagem em relação aos outros (sendo essa informação privada passível de exploração). Portanto, numa transação econômica, uma das partes sabe mais sobre o produto que está sendo negociado do que a outra.

Quando os atores econômicos têm informação assimétrica, vários resultados não convencionais, isto é, não-walrasianos, podem ocorrer (mesmo sob a hipótese de racionalidade e de otimização).

2.2 - Firmas avessas ao risco e comportamento de precaução

A análise da firma se dá através da “teoria do portfólio” (carteira), cuja base é o comportamento avesso ao risco. Esta consiste na interpretação de que a firma escolhe simultaneamente suas ações - preço, salário, emprego, produção e etc. - levando em conta o risco (covariância e variância) e o retorno esperado no espectro de decisões. Calculando as conseqüências de várias de suas ações, a firma olha para os efeitos das mesmas em seus ativos - dinheiro no caixa, maquinários, funcionários, consumidores etc. Havendo alteração nas condições econômicas, altera-se a disposição da firma em enfrentar riscos, assim como altera-se a sua percepção dos riscos ou do valor dos ativos - fato que resulta na mudança na composição da carteira. Em suma, mudanças na conjuntura levam a mudanças no portfólio e a uma análise dos riscos associados a cada mudança.

A firma avessa ao risco será sensível a qualquer ação (ou inação). A produção é um risco em si mesmo, pois leva tempo e não há nenhum mercado futuro para bens de consumo final. As firmas estão geralmente incertas sobre as conseqüências de suas ações, e sua incerteza cresce com o tamanho da mudança a ser feita. Em geral, as firmas sabem mais sobre o *status-quo* que sobre o que poderá acontecer caso elas mudem suas ações - daí o comportamento avesso ao risco/conservador.

O comportamento da firma será conservador (no sentido de não se arriscar em novos projetos de investimento, a não ser que possua muito dinheiro em caixa) pois o endividamento pode comprometer a firma no futuro, dado que esta irá se deparar com obrigações monetárias fixas e um fluxo de caixa incerto; no limite, se o projeto não der frutos, a firma pode falir. Há ainda um outro fator negativo relacionado à questão do endividamento: o fluxo de caixa da empresa tende a ficar ainda mais comprometido, pois ela pode não possuir dinheiro em caixa suficiente

¹³ Ver TIROLE, JEAN; *The Theory of Industrial Organization*. MIT Press, 1997, cap. 11.

para aumentar a produção, a fim de tentar responder a um aumento da demanda - levando-a a contrair mais empréstimos, objetivando maior liquidez - o que aumentará o montante de sua dívida.

2.3 - Bancos avessos ao risco e racionamento de crédito

O banco, assim como a firma, é uma empresa avessa ao risco e a cada ação também calcula os riscos a elas associados. A diferença é que o produto que o banco tem a oferecer é o crédito. Tal crédito não é alocado em um processo de leilão, em que aquele que está disposto a pagar a maior taxa é o que receberá o empréstimo. Ao invés disso, os emprestadores devem encarar o risco de que o empréstimo não seja pago. Por isso, essas instituições erguem barreiras na concessão de crédito - racionando o mesmo.

Os bancos são naturalmente empresas bastante alavancadas, com obrigações fixas (os depósitos dos clientes) e ativos de risco, além de haver um natural descasamento de prazos (o passivo é líquido, exigível a curto prazo e o ativo é ilíquido, exigível a médio/longo prazo) - por isso mesmo as instituições bancárias devem estar atentas ao risco de falência. É sabido que as altas taxas de juros podem ter efeitos adversos, tanto na composição das aplicações de empréstimos quanto nos incentivos aos tomadores para assumirem atividades de risco. Esses incentivos adversos e os efeitos seletivos podem ser tão fortes que o retorno esperado dos emprestadores diminui a medida em que subam as taxas de juros. Isto leva ao racionamento de crédito. A taxa de juros do empréstimo se equilibra no ponto em que o retorno esperado dos emprestadores é máximo, e a esta taxa de juros há um excesso de demanda por crédito.

Em suma, o racionamento de crédito acontece justamente pelo problema de seleção adversa enfrentado por bancos avessos ao risco: quanto maior a taxa de juros, maior é o incentivo de tomadores mais arriscados buscarem crédito, pois quanto maior o risco maior o retorno (e a perda também). Logo, a probabilidade de “*default*” é maior quando as taxas de juros são elevadas. Se o banco é avesso ao risco, portanto, ele não vai restringir a oferta de crédito através de taxas elevadas de juros, mas através de racionamento da quantidade ofertada em si. Paralelamente, o banco aplica seus recursos restantes em ativos mais líquidos e seguros, como os títulos públicos. Enfim, o retorno do banco por cada real emprestado pode reduzir-se com o aumento da taxa de juros, tanto porque este aumento pode afetar a composição dos tomadores¹⁴, como também pode levá-los a não investirem em

¹⁴ Com taxas mais elevadas há o aumento da participação de tomadores de recursos mais propensos ao risco e que tenham projetos mais arriscados, cujo retorno é mais incerto. Isto é, há uma piora na qualidade da composição dos tomadores.

projetos mais arriscados. Então, é possível que a uma taxa de juros que iguale a demanda e a oferta de empréstimos, o retorno do banco seja menor do que a uma taxa de juros menor; nestas condições constata-se o racionamento de crédito.

O banco que se preocupa com o risco de falência opera sob uma administração avessa ao risco. Ainda haverá racionamento de crédito mesmo que as taxas de juros sejam aquelas que maximizam a utilidade esperada do emprestador, ou o retorno esperado menos o risco de falência. Os mesmos fatores que afetam as empresas avessas ao risco afetam os bancos avessos ao risco. A principal característica destes é tomar recursos de curto prazo através dos depósitos à vista e aplicá-los no fornecimento de empréstimos a prazos maiores aos tomadores. Esse processo é fundamental, pois é o canal por onde a política monetária faz-se sentir de forma mais intensa, como será visto adiante. A atividade de concessão de crédito é arriscada, de tal sorte que os princípios expostos para a firma com aversão ao risco são válidos: uma redução no patrimônio líquido dos bancos e um aumento no risco conjuntural de seu meio levam-nos a contrair seu produto, *i. e.*, fazer menos empréstimos. Quando as condições econômicas pioram, a percepção dos bancos sobre os riscos relativos de empréstimos aumenta, logo, a qualquer nível de empréstimos, a taxa de juros sobe, já que o risco associado é maior. Então, as condições econômicas ruins são acompanhadas de altas taxas de juros. No entanto, taxas de juros elevadas pioram o “*pool*” de tomadores¹⁵, de sorte que os bancos avessos ao risco se tornarão menos dispostos a emprestar. Dessa forma buscarão ativos mais líquidos, que necessariamente são relativamente menos lucrativos. Portanto, a participação do ativo líquido dos bancos aumenta, no entanto os lucros diminuem, de tal forma que o patrimônio líquido destes tende a diminuir.

Em resumo, a resposta natural dos bancos nessas condições é comprar mais títulos do governo, fazendo com que o seu portfólio seja composto de ativos mais seguros. O equilíbrio no mercado de empréstimos se dará a uma alta taxa de juros, que por sua vez desencorajará as atividades de investimento. Os bancos não estão dispostos a aumentar ainda mais as taxas de juros, pois temem os efeitos adversos sobre os tomadores, pois isso os incentiva a assumirem atividades mais arriscadas. Logo, racionar o crédito torna-se o resultado normal.

3. Teoria da firma bancária pós-keynesiana

Esta seção tem por objetivo descrever uma possível teoria do comportamento dos bancos, baseando-se em uma das vertentes PK atuais para depois aplicá-la na comparação com os modelos NK. A discussão estará baseada em três conceitos primitivos da matriz utilizada, a saber : a) teoria da preferência pela liquidez; b)

¹⁵ Incentiva os tomadores com projetos mais arriscados.

modelo de alocação de ativos keynesiano; c) teoria de posturas financeiras de Minsky

O tema de comportamento de bancos tem se caracterizado por um frequente debate entre os pós-keynesianos sobre a questão da endogeniedade da moeda. As posturas assumidas nas discussões dividem-se, em geral, em dois extremos: os verticalistas, que trabalham com a hipótese de exogeneidade da moeda, ou seja, uma curva de oferta de moeda vertical, determinada pela base monetária (M1) controlada pela autoridade monetária; e, no outro extremo, os horizontalistas, que postulam a endogeniedade da moeda a partir da idéia de que bancos comerciais e empresas financeiras suprem a demanda de crédito de modo infinitamente elástico a partir da determinação da taxa de juros pela autoridade monetária.

Não é propósito desse texto entrar na discussão acima mencionada. A postura aqui utilizada será a sugerida por Cardim (1998) que visa a conciliar as duas posições, absorvendo o que se considera suas contribuições específicas. Será mostrado abaixo que o modelo proposto por Cardim decorre da dedução lógica da aplicação dos conceitos explicitados no começo desta seção, e que, portanto, tem grande possibilidade de ser considerado a base de um modelo PK consensual sobre teoria da firma bancária.

O modelo de alocação de ativos proposto por Keynes, no capítulo 17, serve de base para a modelagem do comportamento bancário aqui sugerido. Fazendo-se uma rápida rememoração, sabe-se que são quatro os atributos de todos os ativos encontrados na economia e que o equilíbrio entre demanda e oferta por cada um deles se dará a partir da equalização de seus retornos medidos em termos desses mesmos atributos. Ou seja, em equilíbrio, o ativo n deverá render ao seu proprietário o mesmo retorno esperado medido em termos de $q-c+l+a$ quando comparado a outros ativos econômicos. Assim, no equilíbrio :

$$q_{n-1}-c_{n-1}+l_{n-1}+a_{n-1} = q_n - c_n + l_n + a_n^{16}$$

q = renda futura gerada pelo ativo

c = custos de carregamento do ativo

l = prêmio de liquidez do ativo

a = potencial apreciativo ou depreciativo do ativo

No modelo proposto por Cardim, o comportamento bancário nada mais é do que uma aplicação desta postura alocativa proposta por Keynes à carteira de ativos e passivos bancários, com especial ênfase ao atributo liquidez, pois este, como é sabido empiricamente, é a variável chave para a sobrevivência da firma bancária.

¹⁶ Esta condição está claramente explicitada Na Teoria Geral, p. 179.

Um empréstimo comercial, por exemplo, oferece um retorno (q) maior do que um título público, mas tem um risco de crédito maior ou menor grau de liquidez (l); bancos com o mesmo passivo alocariam percentualmente seus ativos de forma a maximizar sua função preferência por liquidez *versus* retorno; um banco mais agressivo teria a maior parte de seu ativo em empréstimos e, inversamente, um banco conservador teria a maior parte de seu ativo em títulos públicos.

Em termos mais objetivos, os bancos administram tanto seus ativos quanto passivos de forma a maximizar seu lucro ou retorno monetário sobre as operações, dada sua preferência pela liquidez. Esse modelo passa a ser mais rico pois amplia a proposição simplificadora que Keynes faz para analisar a formação da taxa de juros unicamente a partir da existência de títulos e moeda. Como mostra Cardim, um possível balanço ampliado de um banco seria composto da seguinte forma:

Ativo	Passivo
Moeda	Depósitos a Vista
Títulos do Governo	Depósitos a Prazo
Títulos Privados	Empréstimos
Empréstimos interbancários	Interbancários
Securities de Longo Prazo	
Adiantamentos Comerciais	

Um banco agiria portanto administrando sua carteira de forma a otimizar a relação liquidez *versus* retorno, e desta decisão dinâmica decorreria o montante de moeda creditícia disponível no sistema. Nas palavras de Minsky¹⁷:

“Os bancos e banqueiros não são gerentes passivos da moeda para emprestar ou investir, eles estão em negócios para maximizar lucros. Eles solicitam de forma ativa empréstimos a clientes, empreendendo compromissos financeiros, construindo conexões com negócios e outros banqueiros e procurando fundos”¹⁸

¹⁷ Citado por Luiz Fernando Rodrigues de Paula (1999)

¹⁸ Minsky, 1986, pp229,230

A dinâmica da criação de moeda ou fragilização financeira proposta por Minsky ocorre na medida em que os agentes financeiros vão alavancando suas posições líquidas no sentido de posição ilíquidas. A partir dessa caracterização¹⁹, pode-se ainda definir três posturas básicas de comportamentos financeiros : a) hedgers : agentes que privilegiam o casamento de datas ou liquidez de seus ativos e passivos; b) especulativos : financiam posições de longo prazo com recursos de curto período; c) Ponzi : caso extremo de especulação onde o banco necessita de crescimento constante de endividamento para rolar o próprio endividamento.

Partindo-se dessas posturas, do modelo de alocação de portfólio, da existência de preferência pela liquidez e das restrições impostas pela autoridade monetária pode-se, portanto, explicar o comportamento da oferta monetária como sendo *quasi-endógena* (ou *quasi-exógena*) como propõe Cardim.²⁰

Como último ponto, é interessante notar que é possível entender a postura dos bancos em relação a preferência pela liquidez através da leitura de seus balanços. Assim, uma instituição conservadora (ou “*bearish*”) tenderá a possuir uma maior proporção de ativos líquidos ou *quasi-líquidos* em seu ativo e um passivo com grande casamento de datas de vencimento; um banco com postura mais especulativa (“*bullish*”) provavelmente apresentará alto nível de alavancagem em seus depósitos à vista e boa parte de seus ativos alocados em empréstimos mais rentáveis e portanto mais ilíquidos. Nas palavras de Cardim,

*“For a given state of expectations, banks’ liquidity preference will determine the desired profile of the assets they purchase and their prices, that is, the rate of returns each type of asset must offer to compensate for their degree of illiquidity. - Thus, we can read banks’ liquidity preference from their balance sheets.”*²¹

4. Incerteza e informação incompleta: a convergência de Pks e Nks

Feitas as apresentações sucintas dos modelos novo-keynesiano e pós-keynesiano, segue-se na análise de suas semelhanças, como proposta do atual texto. O ponto de convergência específico dá-se, como pôde-se observar, no chamado fenômeno de racionamento de crédito. Ou seja, o sistema bancário assume nas duas

¹⁹ Citado por Luiz Fernando Rodrigues de Paula (1999)

²⁰ Esta descrição da oferta monetária aplica-se para situações não inflacionárias. Em casos de inflação crônica, a oferta de moeda passa a assumir um caráter claramente endógeno, como já mostrado por diversos autores. Deve-se frisar aqui também que a criação de moeda endógena dá-se pelo processo de fragilização financeira proposto por Minsky.

²¹ Cardim 1998

teorias uma postura ativa na criação ou destruição de crédito. No caso específico de restrição creditícia, a hipótese de aversão ao risco novo-keynesiana muito se assemelha a uma postura de grande demanda por liquidez da matriz PK. Nesse caso, o fluxo de financiamento é bloqueado pois um aumento de crédito implica em assumir uma posição menos líquida por parte dos bancos.

A natureza da firma bancária é captada pelas duas teorias. Ou seja, o problema colocado pela realidade econômica é captado da mesma forma por instrumentais diferentes. O fato do banco atuar com recursos de terceiros, cuja liquidez é maior do que os ativos bancários, determina a sua atitude precaucional. A descrição desse comportamento é muito semelhante nas duas correntes, apesar das diferentes terminações e conceitos empregados. Essa seria uma das possíveis convergências.

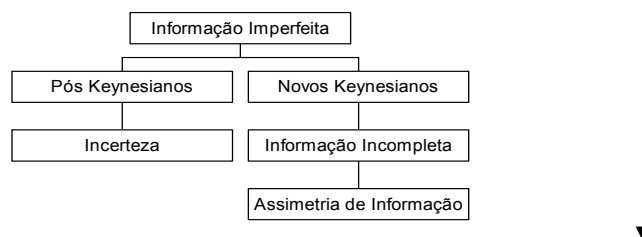
Mas, pode-se ir mais a fundo na questão da convergência. Ambas teorias conseguem construir uma explicação do comportamento bancário que restringe crédito com base na questão da informação. Isto é, para ambas as matrizes a questão da informação é a chave para a explicação. No entanto, à primeira vista pode-se estar comparando água e vinho, pois uma explicação está calcada na incerteza keynesiana e a outra no risco, que é sabido serem distintos. Mas, se for dirigido um olhar mais atento para a questão da informação será percebido que na essência os conceitos utilizados possuem uma mesma raiz. Prestar atenção na definição dos problemas informacionais parece dizer mais sobre a convergência do que a distinção risco/incerteza sobre a divergência. O que aqui se sugere é que a incerteza pode ser vista como uma espécie de informação incompleta, que nada mais é do que o desconhecimento que um dos jogadores têm sobre as características do rival que a “natureza” escolhe em cada jogada²². Dessa forma, o conhecimento prévio não existe, já que a “natureza” pode mudar aleatoriamente²³ o tipo de rival que o jogador enfrenta em cada rodada de decisões.

Como a informação incompleta é uma situação de informação imperfeita (o jogador não sabe em que ramo da árvore de possibilidades ele se encontra) com a presença do jogador “natureza”, e a informação assimétrica é um caso específico da informação incompleta, o ponto de convergência no tocante ao “setting” informacional parece estar claro. A incerteza está para o pós-keynesiano da mesma forma que a informação assimétrica está para o novo-keynesiano, e mais ainda, ambas possuem a mesma origem comum enquanto conceito (*conforme figura 1*). Daí a possibilidade de compatibilidade e convergência entre essas diferentes matrizes teóricas.

²² Tirole (1997); *op. cit.*

²³ Essa aleatoriedade deve ser entendida como causadora do que Davidson (1995) chama de “ontological uncertainty”

Quadro 1 - Esquema de Axiomas sobre Informações do Setting



Em específico, no modelo pós-keynesiano, situações de não ergodicidade/incerteza, como já demonstrado, representam casos onde existe uma impossibilidade lógica de previsão do futuro.

O teorema da preferência pela liquidez decorre da aceitação da hipótese de não-ergodicidade; em processos econômicos não-ergódicos (existência de véu de ignorância) um ativo líquido representa a opção de “não decisão”. Logo, se encararmos o ambiente de operação da firma bancária como não ergódico, temos o racionamento de crédito como consequência lógica do argumento.

Na vertente NK ocorre semelhante processo de dedução lógica, pois a existência de assimetria de informações na concessão de crédito torna o empréstimo uma situação de risco, não só pela posição ilíquida que o banco assume, mas também pela possibilidade de *default* por parte do tomador, situação essa que foge da capacidade de previsão e de escrutínio do banco, pois cada tomador (com sua informação privada útil) é um caso específico e cada risco associado é também específico. Logo, como o banco trabalha essencialmente com recursos de terceiros, a única saída é racionar o crédito e privilegiar posições de maior liquidez e menores riscos, como títulos públicos.

Temos, portanto, que a possível convergência entre PK e NK se refere ao financiamento do investimento e ao papel chave dos bancos na criação de moeda creditícia e no seu racionamento (que implica investimentos abaixo do nível socialmente necessário para manter a economia a pleno-emprego). A raiz desses problemas está para ambos (PK e NK) em falhas no *setting* de informações dos agentes decisórios. Logo, parece claro que, apesar das diferenças metodológicas, pós e novos-keynesianos podem ser encarados como faces diferentes de uma mesma moeda.

Obviamente, se ambas alegam serem keynesianas, teria que haver alguma semelhança no modo como enxergam o funcionamento da atividade econômica. O ponto é que muitas vezes o que se ressalta é o conflito e a divergência e não a

convergência. A importância de tal convergência é a construção de um diálogo mais amplo, aberto e construtivo entre os economistas das duas escolas, possibilitando a soma de esforços de pesquisa e a troca de “*insights*” que podem potencializar o avanço do campo de conhecimento econômico.

CREDIT RATIONING PROBLEM: A POSSIBLE CONVERGE BETWEEN POST AND NEW-KEYNESIANS PROGRAMS

Abstract: The objective of the present article is to analyze the credit rationing problem in a capitalist economy based on two research programs: the post and the new-keynesians. Its main purpose is to show that two different theoretical projects can arrive at the same conclusions departing from distinct hypothesis about the agent's behavior and the operation of the economic system. The article proceeds divided in an introduction and four parts. The first will be responsible for defining briefly the general differences and the common points of the two research programs. The second part will discuss the problem of credit administration from the new-keynesians' point of view. The third part will present the analysis of the post-keynesians based on the mechanisms of creation and destruction of credit-money. Both analyses will be centered in the behavior of the banks for we assume that these are the keys for the understanding of the control of the financing in the economic system. The last part of the article will make the final considerations and the conclusion

Keywords: credit rationing problem; post-keynesian program; new-keynesian program.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BALL, LAURENCE & MANKIW, N. G. ; *A Sticky-Price Manifesto*. Mimeo, 1992.
- CARVALHO, F.C.; “On Banks Liquidity Preference”. *Journal of Post Keynesian Thought Workshop*, 1998.
- CARVALHO, F.C.; *Mr Keynes and the Post Keynesians*. Edward Elgar, 1992.
- DAVIDSON, P.; “Reality and Economic Theory”. *Post keynesian Thought Internet Seminars*, 1995.
- DAVIDSON, P.; *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Edward Elgar, 1994.
- GREEWALD, BRUCE & STIGLITZ, JOSEPH ; "New and Old Keynesians". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, Número I, Winter 1993, págs. 23-44.

- KEYNES, JOHN MAYNARD; *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan, 1973.
- LIMA, SÍCSU & DE PAULA(ORGS.); *Macroeconomia Moderna*. Rio de Janeiro: Campus, 1999, Cap. 7 - Teoria da Firma Bancária.
- MACIEL, VLADIMIR FERNANDES; *Keynes está morto? Os Microfundamentos e a Macroeconomia - A Abordagem dos Novos Keynesianos*. Monografia, FEA-USP, Outubro de 1997.
- OLIVEIRA LIMA, LUIS A.; *Estudo sobre a Economia do Capitalismo*; São Paulo: Biental, 1997.
- ROSSER, B.; “Complex Dynamics in New Keynesian and Post Keynesian Economics”. *Post Keynesian Thought Internet Seminars*, 1996.
- STIGLITZ, JOSEPH; “Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies”. *European Economic Review*, número 36, 1992, North-Holland, págs. 269-306.
- TIROLE, JEAN; *The Theory of Industrial Organization*. MIT Press, 1997, Cap. 11.
- TOBIN, JAMES (1993); “Price Flexibility and Output Stability: An Old Keynesian View”. *Journal of Economics Perspectives*, Vol.7, Número I, Winter 1993, págs. 45-65.