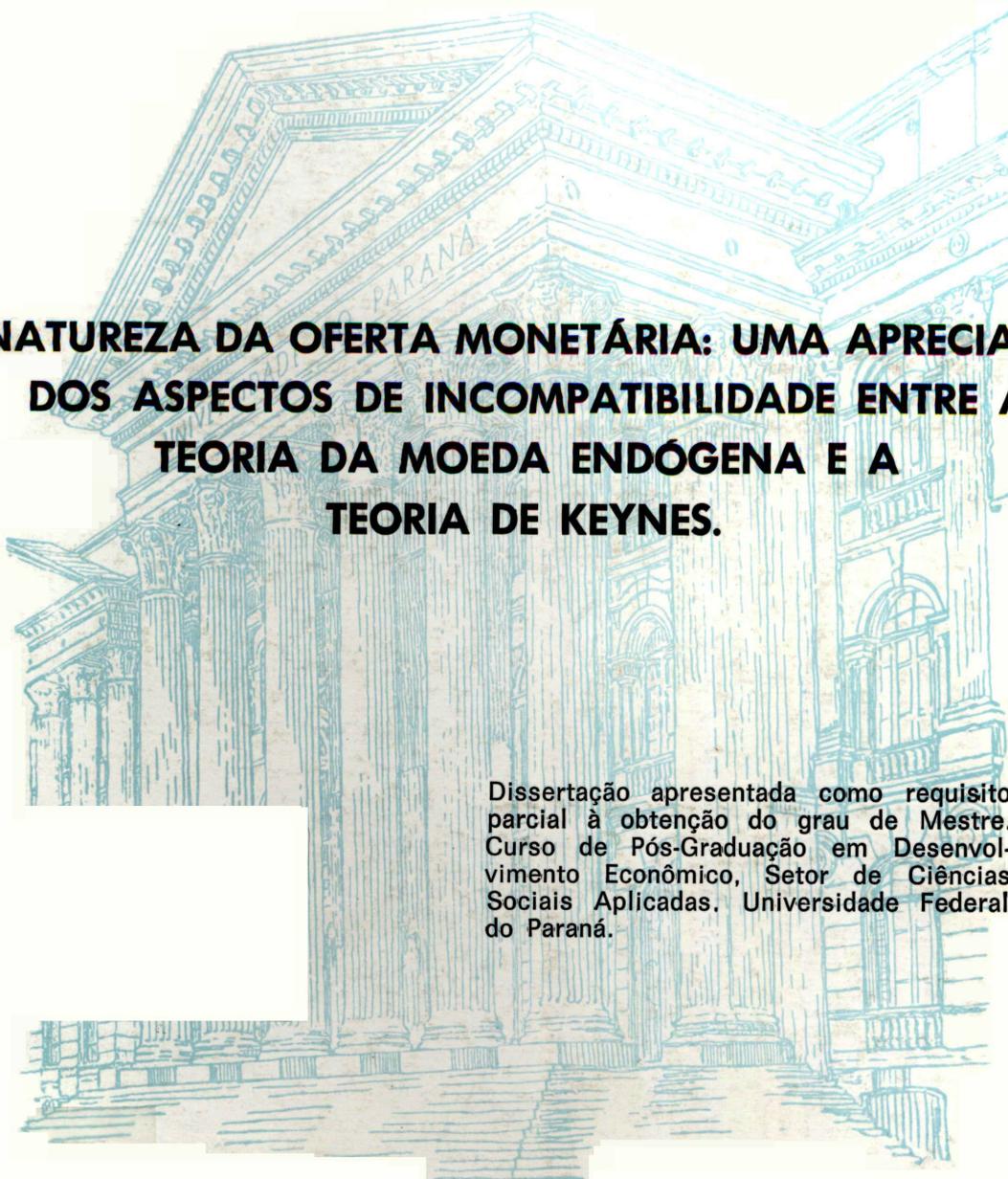


TEREZINHA SARACINI



**A NATUREZA DA OFERTA MONETÁRIA: UMA APRECIÇÃO
DOS ASPECTOS DE INCOMPATIBILIDADE ENTRE A
TEORIA DA MOEDA ENDÓGENA E A
TEORIA DE KEYNES.**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre. Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Universidade Federal do Paraná.

CURITIBA

1998

TEREZINHA SARACINI

**A NATUREZA DA OFERTA MONETÁRIA: UMA APRECIÇÃO
DOS ASPECTOS DE INCOMPATIBILIDADE ENTRE A
TEORIA DA MOEDA ENDÓGENA E A
TEORIA DE KEYNES.**

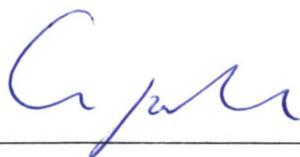
Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre. Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Universidade Federal do Paraná.

CURITIBA
1998

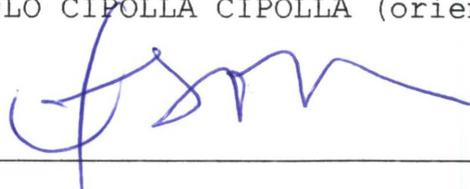
TEREZINHA SARACINI

A NATUREZA DA OFERTA MONETÁRIA: UMA APRECIÇÃO DA TEORIA DA
MOEDA ENDÓGENA DE BASIL MOORE

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de mestre, sob a orientação do professor Dr. Francisco Paulo Cipolla. Curso de Pós Graduação em desenvolvimento Econômico, Setor de Ciências Sociais aplicadas, Universidade Federal do Paraná.



Professor Dr. FRANCISCO PAULO CIPOLLA CIPOLLA (orientador)



Professor Dr. GERSON PEREIRA LIMA



Professora Dra. MÁRCIA REGINA CÂMARA GABARDO

Curitiba, nove de março de 1998.

À família Saracini:

Otávio e Amélia (pais)

Sílvio e Eliane (irmão e cunhada)

Cecília e Altair (irmã e cunhado)

Lourdes e Maria Inês (irmãs)

Alexandre, Carlos, Jaqueline, Lucas, Luíza, Nicole,

Vinícius (as "crianças")

Eloise Regina e Marilene (as "quase-irmãs")

AGRADECIMENTOS

A elaboração da presente dissertação somente foi possível a partir da colaboração e do apoio de várias pessoas, cujos nomes serão destacados. A simples menção, porém, não traduz na íntegra o sentimento de gratidão:

Aos professores:

Professor orientador: Dr. Francisco Paulo Cipolla (UFPr), e demais componentes da banca examinadora: professor Dr. Gerson Pereira Lima (UFPr) e professora Dra. Márcia Regina Gabardo Câmara (UEL);

Ao professor Walter Tadahiro Shima, pela grande contribuição na forma de proveitosas sugestões;

Ao professor Carlos Roberto Ferreira, chefe do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Londrina, e demais colegas professores pela compreensão, estímulo e "torcida";

Aos "inesquecíveis" amigos do Mestrado:

Eduardo Malheiro Guedes, Mário Homero Pellegrini, Mayra Taiza Sulzbach e, à grande companheira e incentivadora Miriam Scheneider Braum.

Aos alunos do curso de Economia da UEL.

Às amigas da UFPr: Dirce, Ivone e Rosa.

RESUMO

Basil Moore, em trabalho recente, desenvolve sua concepção de moeda endógena. Dentre as implicações, entende que sua teoria apresenta incongruências em relação a algumas partes da teoria de Keynes. Esta dissertação procura, através de uma abordagem descritiva analítica, avaliar os aspectos de incompatibilidade apontados por Moore.

ABSTRACT

Basil Moore, at recent work develop his conception of endogeneous money. Into the implications, understand that his theory present incongruencies in relation the some parts the Keynes's theory. This dissertation search, throug an approach analitic descritive, to avaliate the aspects the incompatibility aimed for Moore.

SUMÁRIO

CAPITULO I

1.0 INTRODUÇÃO	10
----------------------	----

CAPITULO II

A NATUREZA DA OFERTA MONETÁRIA

2.1 A visão "convencional" e a exogeneidade da oferta monetária.....	16
2.2 Evidências da análise exógena.....	17
2.3 Evidências da análise endógena.....	24
2.3.1 <i>Tract On Money Reform</i>	24
2.3.1.1 <i>Treatise On Money</i> (volume I) "The Pure Theory Of Money" livro I.....	26
2.3.1.2 <i>Treatise On Money</i> (volume I) livro IV.....	28
2.3.4 <i>Treatise On Money</i> (volume II) "The Applied Theory Of Money".....	30
2.3.4.1 <i>Treatise On Money</i> (volume II)- livro VII.....	30
2.3.5 <i>A Teoria Geral do Emprego dos Juros e da Moeda</i>	32
2.4 A taxa de juros segundo a preferência por liquidez..	37

CAPÍTULO III**A TEORIA PURA DE BASIL MOORE**

3.1 A posição horizontalista.....	44
3.2 Variações na oferta monetária e crescimento da demanda agregada.....	51
3.3 O juro segundo Moore.....	58

CAPÍTULO IV**ASPECTOS DE INCOMPATIBILIDADE ENTRE A TEORIA DA MOEDA ENDOGENA DE MOORE E A TEORIA KEYNESIANA**

4.1 O multiplicador Keynesiano.....	65
4.2 O multiplicador Keynesiano versus o processo de <i>convenience lending</i>	72
4.2.1 A explicação da igualdade entre poupança e investimento	73
4.2.2 O financiamento do investimento.....	76
4.2.3 Categorias endógenas e exógenas de gasto.....	78
4.3 A abordagem da Teoria Geral em termos do modelo IS-LM.....	79
4.3.1 O modelo IS-LM.....	80
4.4 Aspectos de incompatibilidade entre o modelo IS-LM e a moeda endógena.....	87
4.5 A determinação do juro segundo a preferência por liquidez versus taxa de juro exógena.....	91
CONCLUSÕES.....	94
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	98

*Vim pelo caminho difícil,
a linha que nunca termina,
a linha que bate na pedra,
a palavra que quebra uma esquina,
mínima linha vazia,
uma linha, uma vida inteira,
palavra, palavra minha.*

Paulo leminski.

1.0 INTRODUÇÃO

Uma questão muito controversa dentro da macroeconomia é a que se refere à natureza da oferta monetária. O debate iniciou-se nos anos vinte, envolvendo Currency School e Banking School ¹, e ressurgiu nos anos sessenta, quando a discussão foi retomada por Monetarista e Pós-Keynesianos.

O Pós-Keynesianismo apresenta como principal característica a concepção de moeda endógena.

Alguns pontos comuns entre os autores Pós-Keynesianos podem ser destacados: a moeda é derivada do crédito e determinada pela demanda; aumentos no agregado monetário ocorrem com aumentos nos empréstimos de acordo com as necessidades do setor produtivo, e não pela intervenção das Autoridades Monetárias; a moeda é "conseqüência" e não "causa" do nível de atividades; as inovações financeiras ² afetam a endogeneidade da moeda, e a taxa de juros é variável determinada de modo exógeno pelo Banco Central.

¹ *Currency School* trata a moeda como variável exógena e, associam a oferta monetária à inflação e, *Banking School* trata a moeda como endógena, pois decorre de alterações na demanda por liquidez.

² São instrumentos financeiros que podem ser rapidamente convertidos em moeda e por isto, são conhecidos como "quase-moedas".

Existem basicamente dois tipos de argumentação sustentando à teoria da endogeneidade da moeda: um de ordem política e outro de ordem técnica.

A teoria da endogeneidade acomodativa, tendo como principais defensores Kaldor, Moore e Weintraub, postula a oferta monetária como horizontal ao nível da taxa de juros estabelecida pelo Banco Central, como decorrência da forma de ação das Autoridades Monetárias, que não tem outra opção que não sancionar a oferta de moeda demandada pelo sistema. A teoria estrutural propõe que à medida em que surgem inovações, é possível que os bancos fujam do controle de reservas por parte das Autoridades Monetárias e expandam seus empréstimos, tornando inviável o controle da oferta monetária ³. São os principais proponentes desta visão autores como Minsk e Rosseas, entre outros.

Na perspectiva da teoria acomodativa o Banco Central acomoda a demanda e, ao sancionar o aumento das reservas não emprestáveis, afeta o custo, mas, em sua função de "assistência financeira de liquidez" não exerce restrições quantitativas sobre reservas dos bancos comerciais.

Na outra perspectiva, o Banco central consegue efetivar o controle das reservas via *open*, o que induz

³ Moore considere a existência das "quase-moedas", embora elas não ocupem papel central, como ocorre na teoria da endogeneidade parcial.

os bancos comerciais a adotarem técnicas inovadora de administração de passivo, implicando a geração de reservas no âmbito da própria estrutura financeira, embora o nível das reservas fornecidas não seja necessariamente o adequado.

Existem divergências quanto ao próprio conceito de endogeneidade. Autores como Kaldor e Moore apresentam posicionamento extremista, defendendo a moeda como totalmente endógena ao sistema ⁴; enquanto outros postulam a moeda em parte determinada pelo crédito e em parte determinada pelas ações do Banco Central.

A teoria da endogeneidade total configura a posição *Horizontalista*, segundo a qual a oferta perfeitamente elástica é uma condição para o funcionamento do sistema e, por conseguinte, deve ser representada por uma curva horizontal no espaço juros-dinheiro. A taxa de juros é o preço de oferta das reservas, determinada pelo Banco Central, dentro de uma faixa delimitada por objetivos políticos.

Em oposição, a análise econômica hegemônica propõe o *Verticalismo*. Dentro desta visão, o Banco Central altera a oferta nominal de moeda, através de mudanças na base monetária, e como a oferta é dada, sua curva deve ser vertical (ou, pelo menos acentuadamente

⁴ Cotrell denomina esta teoria de endogeneidade radical, em oposição à teoria, e da endogeneidade parcial.

inclinada para cima). A taxa de juros é determinada por flutuações na demanda por entesouramento.

Outra fonte de divergências dentro da tradição Pós-Keynesiana refere-se às implicações da endogeneidade da moeda.

Os defensores da endogeneidade radical acreditam que a noção de oferta monetária endógena é incompatível com a teoria da preferência por liquidez para determinação da taxa de juros, pois o corolário da endogeneidade radical é de que a taxa de juros é definida exogenamente pelo Banco Central.

Stephen Rousseas (1986) e Vitória Chick (1993), entre outros, defendem a idéia de que a endogeneidade da moeda invalida a teoria da preferência por liquidez, na medida em que, segundo esta teoria, a taxa de juros é endógena, uma vez que responde às variações na preferência por liquidez por parte dos agentes.

Contrapõem esta visão autores como Sheila Dow (1996), Randall Wray (1992), dentre outros. Dow argumenta que a teoria da preferência por liquidez deve ser estendida aos bancos, os quais poderiam estar racionando o crédito. Moore, um dos principais nomes do *Horizontalismo*, em trabalho recente, deriva coisas importantes a partir da concepção de moeda endógena.

O autor argumenta que existem incongruências entre a concepção de moeda endógena e algumas parte da teoria de Keynes, como a análise do multiplicador, a

teoria da preferência por liquidez e, ainda, com a formulação elaborada pela Síntese Neoclássica (IS-LM)⁵.

Esta dissertação procura reexaminar algumas "construções teóricas" de Keynes, para verificar possíveis aspectos de incompatibilidade com a moeda endógena.

O trabalho utilizará como método o instrumental descritivo-analítico ⁶. Deste modo, no capítulo dois será feita uma revisão sobre o tratamento dispensado por Keynes à moeda. Os principais elementos da teoria de Basil Moore serão apresentados no capítulo três, e no capítulo quatro será feito um contraponto entre os dois autores e, finalmente, serão apresentadas as conclusões.

⁵ IS-LM não é Keynes, mas, como vários autores têm ressaltado, não há registros de uma opinião contrária por parte de Keynes, dando a entender a aquiescência à formulação elaborada pela Síntese Neoclássica. Isto justifica a inclusão do modelo entre os aspectos de incompatibilidade com a moeda endógena.

⁶ No transcorrer do trabalho foram feitas diversas traduções de referências e citações. Portanto, erros de qualquer natureza, são de nossa responsabilidade.

CAPÍTULO II

A NATUREZA DA OFERTA MONETÁRIA

2.1 A "visão convencional" e a exogeneidade da oferta monetária

A análise econômica hegemônica ⁷ supõe que o Banco Central ao determinar a base monetária define o estoque nominal de moeda, ou seja, defende a posição "Verticalista".

A base monetária é constituída pela moeda efetivamente emitida (*currency*), ou seja, papel moeda e moeda metálica e, às reservas dos bancos comerciais mantidas junto ao Banco Central. Estas reservas devem garantir a conversão de depósitos em moeda corrente e, portanto, garantir a liquidez das instituições.

Os bancos obtêm recursos através de depósitos efetuados pelos clientes (depósitos lastreados) e realizam operações de empréstimos, efetuando novos depósitos (sem lastro).

De acordo com a abordagem da "visão convencional" o Banco Central obriga os bancos comerciais à manterem uma razão (estável) entre o nível de reservas e depósitos. Por conseguinte, a base monetária pode ser aumentada ou diminuída através de variações nas reservas

⁷ Análise econômica hegemônica, visão convencional, o paradigma prevalecente, ortodoxia, são termos correlatos.

exigidas e, portanto, é o Banco Central que determina a base monetária.

O Banco Central, supridor de liquidez para o sistema, pode por exemplo, definir uma política monetária expansiva elevando a base monetária através de "injeções de reservas", podendo gerar excesso de reservas (excesso de oferta monetária).

Outro tipo de argumentação é de que existe um mecanismo multiplicador que atua sobre depósitos (pessoas gastam o mesmo dinheiro ao mesmo tempo) e, a base monetária é dada pela seguinte fórmula: o multiplicador vezes a base monetária. Sendo a base monetária o passivo dos Bancos Centrais, a oferta de dinheiro é determinada de modo exógeno ao sistema, pelo Banco Central (MOORE, 1988, p.15).

A análise econômica hegemônica utiliza-se de argumentos em Keynes como provas da concepção de moeda exógena. Moore, resgata e discute argumentos desta natureza, reexaminando a posição de Keynes.

Assim, nas duas seções seguintes serão apresentados argumentos resgatados por Moore ou obtidos diretamente das obras de Keynes.

2.2 Evidências da análise exógena

2.2.1 *Treatise On Money* (volume I) " The Pure Theory Of Money" - livro I

Na parte introdutória deste volume, Keynes inicialmente diferencia dinheiro bancário – simplesmente o reconhecimento de um débito privado –, do dinheiro do Estado (dinheiro, propriamente dito). Depois, descreve o processo de criação de dinheiro pelos bancos ao emprestar e investir, supondo uma economia não monetária, fechada, onde os empréstimos bancários não são limitados (KEYNES, citado por MOORE, 1988, p.185).

Na seqüência, afirma que o comportamento de um banco individual segue o comportamento médio dos outros como um todo. Os bancos deveriam ter reservas de recursos para converter seus depósitos em moeda corrente e, concluiu que no agregado, o crescimento médio das reservas determina o "passo do sistema", estando as mesmas sob controle do Banco Central, que por fim exerce controle (global) das notas emitidas e depósitos dos bancos (KEYNES, citado por MOORE, 1988, p.185).

2.2.2 *Treatise On Money* (volume 2) "The Applied Theory Of Money" - livro VII

Uma das mais fortes argumentações "verticalistas" podem ser extraídas diretamente do capítulo trinta e

dois, "Métodos de Administração Nacional", quando Keynes afirma que:

A primeira necessidade de um Banco Central, responsável pela administração do sistema como todo, é assegurar um incontestável controle sobre a criação de dinheiro bancário criado pelos bancos membros. Nós vimos anteriormente o controle, rigidamente ou dentro de certos limites, do volume de dinheiro bancário pelo nível de reservas dos bancos membros. A primeira questão, portanto, é como o Banco Central pode controlar o nível de reservas de seus bancos membros (KEYNES, 1971, p.201) ⁸ .

Pode-se observar que nesta passagem Keynes ressalta a função controle da oferta monetária por parte do Banco Central, contra a função de assistência de liquidez ao sistema.

Apesar de, na seqüência, admitir a dificuldade na consecução de tal controle, Keynes dedicou-se a estudar os melhores métodos de implantação, fazendo várias considerações a este respeito.

2.2.3 Teoria Geral do Emprego dos Juros e da Moeda

De acordo com a "visão convencional", na principal obra de Keynes, encontram-se muitas indicações de que estava tratando o estoque monetário como dado.

⁸ "The first necessity of a central bank, charged with responsibility for the management of the monetary system as a whole, is to make sure that it has an unchallengeable control over the total volume of bank money created by its members banks. We have seen that the latter is determined, either rigidly or within certain defined limits, by the amount of the bank's members reserve resources. The first question, therefore, is how

Mesmo em notas preparatórias da Teoria Geral, Keynes teria suposto que a forma de ação das Autoridades Monetárias é de manter a quantidade de dinheiro constante (MOORE, 1988, p.174).

Outras observações importantes podem ser obtidas diretamente em Keynes.

No início do capítulo treze (seção III), por exemplo, ao apresentar sua "Teoria Geral da Taxa de Juros", Keynes deixa claro sua posição ao dizer que "introduzimos, assim, a moeda em nosso nexos causal e podemos ter uma primeira idéia de como as variações na quantidade de moeda intervêm no sistema econômico" (KEYNES, 1985, p.125).

Neste capítulo Keynes avalia a possibilidade de usar um aumento na quantidade de moeda como estratégia de elevar o emprego, e alerta sobre as limitações que se enfrenta ao ver a moeda como estímulo às atividades. Em suas palavras:

Embora seja de se esperar que, *ceteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda reduza a taxa de juros, isto não ocorrerá se a preferência por liquidez aumentar mais que a quantidade de moeda; e, conquanto se possa esperar que, *ceteris paribus* uma baixa na taxa de juro estimule o investimento, isto não ocorrerá se a escala da eficiência marginal do capital cair mais rapidamente que a taxa de juros; quando, enfim, se possa esperar que, *ceteris paribus*, um aumento no fluxo do investimento faça aumentar o emprego, isto não se produzirá se a propensão a consumir estiver em declínio (KEYNES, 1985, p. 125).

Ou seja, o argumento denota o entendimento da moeda, não como o resultado das atividades, isto é, o efeito; mas como o elemento que provoca a passagem de um nível geral de atividades para outro mais elevado (causa).

Keynes retoma a questão no capítulo dezenove ao considerar outra possibilidade de elevar o emprego, qual seja, através de reduções salariais e conclui que "se a quantidade for virtualmente fixa, é evidente que por meio de uma redução adequada dos salários, a quantidade de moeda pode ser aumentada indefinidamente" (KEYNES, 1985, p.184).

No entanto, na seqüência, diz que o mesmo efeito pode ser obtido aumentando-se a quantidade de moeda sem alterar o nível de salários, e alerta sobre as limitações do método, uma vez que, "assim como um acréscimo moderado na quantidade de moeda pode exercer uma influência inadequada sobre a taxa de juros de longo prazo, um acréscimo excessivo pode por seus efeitos perturbadores sobre a confiança, outras vantagens que apresenta" (KEYNES, 1985, p.184).

Tanto no capítulo treze quanto no dezenove, pode-se verificar que aumentos (exógenos) na quantidade de moeda são medidas possíveis, apesar de apresentarem limitações em termos de eficiência como método de elevar o emprego.

Na parte final do capítulo treze, ao prestar esclarecimentos sobre a preferência pela liquidez, Keynes reitera o acima mencionado ao dizer que o entesouramento é igual a quantidade de moeda menos o que se requer para satisfazer o motivo transação, ressaltando que a quantidade de moeda não é determinada pelo público, e a preferência por liquidez apenas fixa a taxa de juros que equaliza o desejo de entesourar à disponibilidade de moeda (KEYNES, 1985, p.126).

Referindo-se aos incentivos à liquidez (capítulo quinze da Teoria Geral), Keynes afirma que os agentes tende a manter um montante de dinheiro superior ao requerido pelos motivos transação e precaução, com propósitos especulativos, e esta intenção se efetivará como detenção de moeda segundo a disposição das Autoridades Monetárias em criar este montante de recursos líquidos.

Ainda neste capítulo, ao apresentar o motivo "especulação", novamente refere-se ao efeito de variações na quantidade de moeda sobre o sistema econômico: segundo Keynes, os motivos de retenção de moeda para transação e precaução requerem um montante de moeda que resulta do nível geral de atividades, ou seja, não sofrem efeitos outros que não de uma alteração no nível das atividades e da renda, enquanto aquele terceiro motivo de retenção é sensível à taxa de juros (KEYNES, 1985, p.140).

Keynes concluiu afirmando que "a administração monetária (ou, em sua ausência, as mudanças fortuitas que podem advir da quantidade de moeda) faz sentir seus efeitos sobre o motivo especulação" (Keynes, 1985, p.140).

Continuando a análise dos incentivos à liquidez afirma que existe uma taxa de juros para cada montante da quantidade de moeda criada pela Autoridade Monetária (KEYNES, 1985, p.145).

No capítulo dezoito, ele definiu como variáveis independentes: os três fatores (propensão a consumir, eficiência marginal do capital e a preferência por liquidez), a unidade salarial e a quantidade de moeda tal como é determinada pelo Banco Central, e como variáveis dependentes o nível da renda nacional e o correspondente volume de emprego (KEYNES, 1985, p.171).

No capítulo vinte e um da Teoria Geral, Keynes analisa a relação entre variações na quantidade de moeda e preços, e admite que, em longo prazo, aumentos de preços dependem de aumentos nos salários, e considera a possibilidade de escassez da moeda:

Se a quantidade de moeda continuar sendo muito escassa por um longo tempo, porém, a solução seria encontrada normalmente na mudança do padrão ou do sistema monetário que aumentaria a quantidade de moeda, preferivelmente a uma compressão da unidade salarial, que conseqüentemente aumentaria a carga de débitos (KEYNES, 1985, p.211-212).

Quer dizer, a possibilidade de moeda escassa está relacionada à hipótese de quantidade de moeda fixa e Keynes, inclusive, apresenta a melhor solução para sanar as deficiências.

2.3 Evidências da análise endógena

2.3.1 *Tract on Money Reform*

Neste trabalho de 1923, ao falar sobre o sistema da Grã-Bretanha, Keynes aproxima-se do reconhecimento de que formalmente a oferta monetária é determinada de maneira endógena pela demanda por crédito, ao afirmar que na Grã-Bretanha o nível de preços é principalmente determinado pelo montante de crédito bancário criado pelos bancos: "Dinheiro é ofertado *ad libitum* nas quantidades demandadas, e o ouro é imobilizado" (KEYNES, citado por Moore, 1988, p.183).

Na seqüência, ele admite o volume de papel moeda como totalmente determinado pelo grau de desenvolvimento comercial, taxa bancária de desconto e política do Tesouro. O objetivo do governo seria estabilidade comercial, de preços e do emprego; e o volume de moeda bancária seria uma consequência do primeiro e um instrumento do segundo. Esta estabilidade deveria ser

perseguida via regulação da taxa de juro de curto prazo (MOORE, 1988, p 184).

Ainda no *Tract on Money Reform*, Keynes afirma que o Banco da Inglaterra regula, ao invés de fixar, a taxa bancária, e que desconhece qualquer caso em que o método de utilizar operações de *open market* tenha sido conduzido à *l'outrance* (KEYNES, citado por MOORE, 1988, p.193), atribuindo este fato à timidez do Banco Central para tomar medidas que fazem o volume de dinheiro sair totalmente de seu nível normal, quer para se tornar excessivo, como para se tornar deficiente.

Nesta passagem Keynes não reconheceu as implicações deste argumento para a endogeneidade da moeda,⁹ pois tais medidas deveriam ser tomadas diante do pretense controle exógeno do estoque monetário.

A ausência de tais medidas mostra que a demanda por moeda criada pelas necessidades do setor produtivo foi "acomodada" pelo Banco Central e, por sua vez, implica em uma reversão da direção de causalidade na equação quantitativa. A moeda é o "efeito" do nível de atividades e de preços, e não a "causa" (MOORE, 1988, p.193).

⁹ Provavelmente Keynes não admitiu explicitamente a moeda como endógena ou exógena porque não estava interessado nesta discussão.

2.3.2 *Treatise On Money* (rascunhos)

Em rascunhos do que posteriormente seria publicado (em 1930) como o *Tratado Sobre a Moeda*, Keynes reconhece que o comportamento dos bancos é de acomodar a demanda por crédito, e ressalta que é exatamente esta a importância do sistema bancário para a regulação da taxa de investimento, uma vez que, se a acomodação não fosse providenciada, ocorreria a desorganização da produção e emprego (MOORE, 1988, p.195).

Frente a maior demanda por crédito bancário (ao nível de preços existentes) as forças do sistema tenderiam a elevar o volume de dinheiro bancário, podendo gerar uma elevação dos preços, diminuindo o volume de saldos reais. É inerente ao sistema monetário moderno, a associação de flutuações na demanda por crédito – em função de variações na demanda por capital instrumental – , com flutuações no nível de preços (MOORE, 1988, p.194-195).

Keynes está sugerindo que, ao invés de uma política de estabilização de preços sem levar em conta os efeitos sobre a oferta de crédito para investimentos em capital instrumental, deveria procurar-se meios de cobrir esta nova demanda sem provocar reações na estabilidade dos preços, as quais têm sido comuns em experiências passadas.

2.3.3 *Treatise On Money*

2.3.3.1 *Treatise On Money* (volume I) "The Pure Theory Of Money" - livro I

Remetendo-se diretamente a Keynes, capítulo dois, pode-se constatar que são os empréstimos que criam depósitos e não o contrário (KEYNES, 1971, p.26).

Keynes define as duas formas de criação de depósitos: criação passiva, quando o depósito é a contrapartida da entrega de recursos líquidos ao banco, e criação ativa, quando o depósito resulta de lançamentos contábeis referentes aos empréstimos realizados. A taxa à qual depósitos podem ser criados ativamente (de forma segura) guarda uma relação com a criação de depósitos passivamente (KEYNES, 1971, p.20-21).

Na seqüência, explica a criação do dinheiro bancário: o processo inicia-se com o empréstimo junto ao banco, o qual efetua um depósito passivamente (fictício, sem a entrega de dinheiro ou cheque), ou seja, através de lançamentos nos livros contábeis, autorizando saques até o valor integral do empréstimo, ou autoriza transferências do direito de saque à terceiros (cheques). Se, quem tomou o empréstimo pagar a terceiros que depositam em dinheiro ou cheque no próprio banco credor, há uma nova criação (ativa) de depósito (contra a efetiva entrega de dinheiro ou cheques). Todavia, se o

tomador pagar a terceiros que fazem depósitos em outro banco, a criação ativa de depósitos se dará no outro banco. O banco credor ficará enfraquecido (diminuíram seus depósitos), e o outro ficará fortalecido (aumentaram seus depósitos) (KEYNES, 1971, p.22-23).

Assim, considerando o sistema bancário globalmente, pode-se dizer que os empréstimos criam novos depósitos, em função da multiplicação monetária resultante de sucessivas rodadas de criação de depósitos. Quer dizer: o dinheiro sob a forma de crédito foi ofertado na medida em que foi demandado, e depósitos foram sendo criados acompanhando a oferta monetária.

2.3.3.2 *Treatise On Money* (volume I)- livro IV

Analisando diretamente este livro denominado "A dinâmica do Nível de Preços", pode-se obter novas evidências. No capítulo quinze "Circulação Industrial e Circulação Financeira", Keynes afirma que a circulação industrial determina a renda. A quantidade total de dinheiro se divide entre: necessidades da indústria, sendo os recursos destinados à manutenção do processo produtivo, distribuição e pagamento aos fatores, constituindo a circulação industrial, e necessidades financeiras, que permite a posse de títulos de riqueza, especulação, ou seja, circulação financeira (KEYNES, 1971, p.217-218).

Esta argumentação mostra as duas formas pelas quais o dinheiro entra na economia: na circulação industrial, quando os bancos dão suporte aos agentes, especialmente firmas demandando capital instrumental, e na circulação financeira.

Na circulação financeira as Autoridades Monetárias exercem grande influência, uma vez que, através de uma variação na taxa de juro, nas operações de *open-market*, podem fazer com que os agentes (inclusive bancos) optem, por substituir em seus *portfólios*, moeda por títulos ou vice-versa.

MOORE B.(1988, p.187) resgata mais evidências: no capítulo dezessete Keynes afirma que recorrer ao mecanismo monetário como deflacionador da renda, não é boa estratégia, porque ele só consegue diminuir ganhos de eficiência de forma indireta, provocando perdas para os empresários e desemprego para os trabalhadores.

Ressalta, ainda, que aumentos no investimento somente são acompanhados por aumentos no volume de produção, com uma substancial mudança nas condições monetárias, o que exige consentimento das autoridades bancárias (KEYNES, citado por MOORE, 1988, p.187).

Novamente, diretamente no capítulo vinte, intitulado "Um exercício na Teoria pura do Ciclo do crédito", deve-se observar a posição de Keynes, quando

traça a hipótese beta, à qual refere-se a seguinte proposição:

... os bancos criam dinheiro adicional exatamente suficiente à circulação industrial, após tolerar toda flutuação no montante de circulação financeira, para permitir que recursos produtivos desempregados sejam convertidos em empregados, a uma taxa constante (KEYNES, 1971, p.275) ¹⁰.

Logo em seguida complementa dizendo que:

... enquanto a renda não muda, ou muda a taxa constante, a afirmação acima indica que a velocidade de circulação dos depósitos é constante (KEYNES, 1971, p.276) ¹¹.

De acordo com MOORE B.(1988, p.188), embora a primeira vista, o exercício poderia fazer monetaristas concluírem que a mudança na renda foi totalmente "causada" por mudanças no estoque monetário, na verdade, mostra a admissão explícita da oferta monetária totalmente acomodada e, conseqüentemente, a curva LM como horizontal.

¹⁰ "It is assumed that the banks create just enough additional money for the industrial circulation, after allowing for any fluctuations in the amount of the financial circulation, to allow the absorption of the unemployed factors of production into the employment at a steady rate, so that the last unemployed factors will just have been brought into employment when one production period has passed by.

¹¹ "When money incomes are unchanged or are changing at a constant rate, the above means that the income deposits carried forward at the end of each week are a constant proportion of the week's income and that the velocity of circulation of the income deposits is constant".

2.3.4 *Treatise On Money* (volume II) "The Applied Theory Of Money"

2.3.4.1 *Treatise On Money* (volume II) livro VII

De acordo com MOORE B. (1988, p.191), na discussão sobre a "administração monetária", Keynes afirma que o sistema não controla diretamente a quantidade de dinheiro. É característico da modernidade do sistema que o Banco Central seja preparado para comprar, a dinheiro, alguma quantidade de certos *securities* (autorizados) à taxa de desconto estipulada, então, concluiu ser a taxa de desconto o elemento que regula o sistema, sendo o único fator sujeito ao arbítrio da autoridade central.

Keynes enfatiza os limites impostos aos Bancos Centrais no controle da quantidade de dinheiro, afirmando que o Banco Central será hábil para controlar o volume de dinheiro bancário em circulação, se ele puder controlar os ativos de sua propriedade", o que pode ser incompatível com os objetivos do Banco Central em sua função de "assistência à liquidez (KEYNES, citado por MOORE, 1988, p.191).

Na seqüência, discute os meios pelos quais este controle poderia ser implementado, apontando como o ideal as operações de *open-market*, pelo qual o Banco da Inglaterra teria controle sobre a criação de dinheiro pelos bancos membros (MOORE, 1988, p.191).

Deve-se atentar para o fato que através do *open* a taxa de juros é determinada e, a partir desta taxa, os agentes, inclusive os bancos, definem em seus *portfólios* a quantidade de moeda e outros ativos.

Referindo-se ao sistema financeiro da Grã-Bretanha e dos Estados Unidos, Keynes afirma que para a viabilidade da execução de tal política, uma mudança substancial na taxa bancária seria necessária para estimular a preferência do público por ativos não monetários. Evidências empíricas comprovam a estabilidade desta taxa, indicando que o Banco Central, na prática, ofertou endogenamente as reservas demandadas; mas Keynes não reconheceu a endogeneidade (MOORE, 1988, p.191).

Os bancos colocam reservas disponíveis para o sistema de acordo com as oportunidades de empréstimos e das taxas de juros, para obter reduções no montante de empréstimos, o Banco Central deveria mexer na taxa, portanto, a estabilidade da mesma significa que a demanda foi toda atendida.

Keynes afirmou ser o volume de dinheiro bancário governado pelo nível salarial e volume de emprego (necessidades de capital instrumental), embora não percebeu que o mesmo ocorre com depósitos bancários, como foi mostrado anteriormente (MOORE, 1988, p.192).

2.3.5 A Teoria Geral do Emprego dos Juros e da Moeda

Em relação à *Teoria Geral* em artigo publicado em 1938, Keynes esclarece que a análise não se fundamenta na hipótese de que a quantidade de dinheiro é constante (MOORE, 1988, p.175).

Embora no capítulo dezoito da *Teoria Geral* a quantidade de moeda tenha sido incluída entre os fatores que seriam considerados dados, neste mesmo capítulo, Keynes esclareceu que a definição daquelas variáveis como dadas não significava que elas não poderiam variar, ou seja, a quantidade de dinheiro não está sendo explicitamente considerada como dada.

Faz parte de seu método de análise isolar algumas variáveis para tornarem-se mais fáceis à manipulação:

A posição de equilíbrio será, portanto, afetada por estas repercussões e também por outras. Além disso, não há um só dos elementos anteriores que não estejam sujeitos a variar sem aviso prévio e, às vezes, substancialmente. Como consequência, a extrema complexidade do curso real dos acontecimentos. Em todo caso, estes parecem ser os fatores que é conveniente e útil isolar (KEYNES, 1985, p.173).

A mais pertinente passagem, da proximidade em reconhecer a moeda como determinada endogenamente, é a afirmação de Keynes, no prefácio à edição francesa, onde admitiu ter concebido a *Teoria Geral* como fuga a visão implícita na Teoria Quantitativa de estoque monetário

exógeno ¹² (KEYNES, citado por MOORE, 1988, p.172).

Ao fornecer maiores esclarecimentos sobre a poupança e o investimento, Keynes novamente esteve muito próximo do reconhecimento final do dinheiro endógeno, quando se referiu à premissa de que os agentes retinham a quantidade de moeda que desejavam e, necessariamente, um aumento nesta retenção se igualava à quantidade de moeda que os bancos criam, porém, ao invés de reconhecer que a oferta ocorreu como resposta à variações na demanda, interpretou a *lá Teoria Quantitativa*, concluindo que os preços e a renda mudaram, tornando o montante que os agentes desejam reter igual ao montante fornecido pelo sistema bancário (MOORE, 1988, p.196).

Estas constatações são realçadas pela suposição de que o Banco Central manipula a taxa de juros mudando a oferta monetária:

Se a Autoridade Monetária estivesse disposta a operar nos dois sentidos, com dívidas de qualquer vencimento e, mais ainda, se estivesse disposta a operar com dívidas de riscos variáveis, a relação entre o complexo de taxas de juros e a quantidade de moeda seria direta. O complexo de taxas de juros exprimiria apenas, os termos em que o sistema bancário estivesse disposto a adquirir ou ceder as dívidas, e a quantidade de dinheiro seria igual ao montante que pudesse encontrar retenção na posse de indivíduos que - considerando todas as circunstâncias relevantes - preferisse o controle de recursos líquidos à cedê-los em troca das dívidas, nas condições indicadas pela taxa de juros do mercado (KEYNES, 1985, p.145).

¹² Moore (1988, p.177) sugere algumas razões pelas quais Keynes falhou nesta tentativa.

Cabe aqui um aparte, para uma importante observação de CARVALHO F.C. (1993, p.114), o qual afirma que já no *Tract on Money Reform*, Keynes sugere que os bancos, em suas aplicações, procuram conciliar lucratividade e liquidez. Através da administração de ativos dos bancos (que depende da preferência por liquidez e da incerteza percebida) serão feitas opções, as quais vão afetar de diferentes maneiras a circulação industrial ou financeira.

Segundo o autor, este é o sentido da endogenia postulado por Keynes: uma estratégia adversa por parte dos bancos pode confirmar, atenuar ou contrapor a política das Autoridades Monetárias.

Quer dizer: a política do Banco Central procuraria induzir mudanças na composição da carteira dos bancos, via taxa de juros. O objetivo seria atingido de acordo com as escolhas dos bancos, que levariam em conta a rentabilidade e a sua posição de liquidez.

Depois da publicação da *Teoria Geral*, Keynes procurou responder às críticas, especialmente quanto a falta de uma abordagem completa sobre o financiamento do investimento, em artigos publicados em 1937, nos quais encontram-se novas evidências sobre o posicionamento de Keynes.

Em sua discussão com ROBERTSON D.H. (1937) desenvolveu a "Teoria Da Taxa De Juros *Ex Ante*", onde

afirma que *finança* é um fundo rotativo, então, não precisa haver primeiro formação de poupança, e toda demanda é atendida sem que os recursos sejam exauridos.

A oferta de liquidez depende dos bancos quererem ou não se tornarem menos líquidos, porque ao efetuarem empréstimos os bancos aceitam trocar ativos menos líquidos por moeda (100% líquida). Keynes atribuiu papel chave aos bancos na passagem de um nível mais baixo de atividades para outro mais alto (KEYNES, citado por MOORE, 1988, p.203).

O motivo *finanças* invalida a hipótese de independência entre as curvas de oferta e demanda por moeda e, por conseguinte, esta forma de retenção de moeda é o argumento conclusivo da endogeneidade da oferta monetária.

Esta constatação pode ser reiterada através dos argumentos ao analisar as não usadas "facilidades de saques a descoberto" colocadas à disposição dos clientes dos bancos:

A existência de saque a descoberto para cobrir a demanda é clara evidência que de fato os bancos não "permanecem rígidos" em resposta a uma maior demanda por liquidez, mas antes aumentam a oferta de crédito bancário demandados endogenamente (KEYNES, citado por MOORE, 1988, p.203-204).

Apesar disto, novamente, Keynes parece não ter atentado para o fato que esta era a chave para a endogeneidade do estoque monetário.

A breve análise do pensamento de Keynes ao longo de seus principais trabalhos, apresentada nas duas últimas seções, sugerem a existência tanto de "espaço" para a concepção de dinheiro endógeno como para o dinheiro exógeno, o que permite diferentes interpretações. Surge, então, um impasse: a julgar pelo teor dos argumentos apresentados no *Tract on Money reform* e no *Treatise On Money* a interpretação mais adequada seria a suposição do dinheiro determinado de modo endógeno ao sistema.

Quanto à *Teoria Geral*, especialmente no que se refere à teoria da preferência por liquidez, parte mais conhecida da teoria monetária de Keynes, e em relação às recomendações de política monetária, a coerência lógica somente é mantida do ponto de vista da concepção do dinheiro exógeno.

Em busca de uma saída para o impasse, seguindo a sugestão de CHICK V. (1993b, p.125), é possível verificar (em relação a teoria monetária) uma evolução das idéias: do *Tract* para o *Treatise* e deste para a *Teoria geral*.

O próprio Keynes sugeriu que a *Teoria Geral* era um aprimoramento dos trabalhos anteriores e esclareceu que a análise ali exposta substituiria algumas partes do *Treatise*, porém, a ênfase com que foi recebida aquela que seria "uma revolução na maneira de pensar sobre os

problemas econômicos”, os trabalhos anteriores foram obscurecidos.

Deste modo, embora não seja totalmente correto afirmar categoricamente a natureza exógena da moeda em Keynes, do ponto de vista da coerência “interna” de sua teoria, é razoável aceitar esta hipótese.

2.4 A taxa de juros segundo a preferência por liquidez

Keynes procurou desenvolver sua teoria da determinação da taxa de juros como alternativa à teoria da Escola Clássica, segundo a qual a taxa de juros é o fator que equilibra oferta de fundos (poupança) com a demanda (investimento) e à Neoclássica dos fundos emprestáveis.

No início do capítulo treze da Teoria Geral, Keynes apresenta o conceito da taxa de juros:

... a simples definição da taxa de juros diz-nos, literalmente, que ela é a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado, pois a taxa de juros não é, em si, outra coisa senão o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo, por um período determinado, do poder de comando da moeda em troca de uma dívida (KEYNES, 1985, p.122).

Na seqüência, depois de sintetizar o conceito da taxa de juros como “o preço mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível” (KEYNES, 1985, p.122),

indaga que fatores poderiam tornar conveniente a posse de moeda sob a forma líquida, diante da existência desta recompensa. Pode-se extrair de sua análise três fatores:

a) A manutenção da moeda na forma líquida garante a transição entre o intervalo de recebimento da renda e desembolso inerente às transações;

b) A existência de incertezas quanto as taxas de juros futuras; se as taxas futuras fossem inferidas das presentes (iguais para dívidas de qualquer prazo), a melhor opção seria ter dívidas ao invés de dinheiro, mas como elas são incertas, na conversão da dívida pode ocorrer perdas (riscos de reveses);

c) A existência de um mercado organizado que permite a negociação de débitos possibilita ganhos futuros por alguns agentes que "apostem" em cenários futuros divergentes da maioria, caso concretizem-se suas previsões.

Estes fatores justificam a preferência por liquidez, sendo esta "representada por uma escala do volume de seus recursos, medidos em termos monetários ou de unidades de salário, que deseja conservar em forma de moeda em diferentes circunstâncias" (KEYNES, 1985, p.122).

Cabe destacar, da análise de Keynes (ainda no capítulo treze da Teoria Geral), as principais

conclusões sobre o efeito de variações da quantidade de dinheiro no sistema econômico: embora em resposta a um aumento na quantidade de moeda a taxa de juro seria reduzida, este resultado será frustrado se a preferência por liquidez aumentar mais que proporcionalmente ao aumento na oferta monetária. Ainda, caso seja previsto que a queda no juro impulsione os investimentos, isto não se verificará caso a escala de eficiência caia mais rapidamente que a taxa de juros, e o aumento no volume de emprego decorrente do nível mais elevado do fluxo de investimento não se concretiza, caso a propensão marginal a consumir estiver em queda. Por outro lado, um aumento do nível de emprego poderia provocar aumento de preços; em parte por exercer efeito sobre a preferência por liquidez (talvez se torne necessário aumentar a quantidade de moeda para garantir as transações à uma dada taxa de juros) e, em parte devido a tendência de aumento nos salários nominais (KEYNES, 1988, p.125).

No início do capítulo dezessete da Teoria Geral, As Propriedades Essenciais dos Juros e do Dinheiro, pode-se extrair uma das principais conclusões de Keynes a respeito da taxa de juros:

A taxa de juros sobre o dinheiro parece, portanto, representar um papel especial na fixação de um limite ao volume de emprego, visto marcar o nível que deve alcançar a eficiência marginal do capital para que ele se torne objeto de nova produção (KEYNES, 1985, p.157).

Posteriormente, Keynes analisa os fatores que possam justificar a importância da taxa de juro monetária e conclui que, apesar da existência de uma taxa de juros associada à cada mercadoria, a moeda apresenta algumas características que tornam sua taxa específica de juros mais resistente à baixa quando sua produção aumenta ¹³ :

Se alguma outra mercadoria pudesse ter certos atrativos como reserva de riquezas, possuindo um valor estável, essa vantagem seria neutralizada pelos custos de manutenção da dita riqueza, sob a forma de custos de armazenagem, desgaste, etc. Portanto, além de um certo nível, conservar um estoque maior leva a um prejuízo maior (KEYNES, 1985, p.163).

Assim, na análise de KEYNES (1985, p.164) o significado da taxa monetária de juros está relacionado a algumas características da moeda, que sob a influência do motivo liquidez, fazem com que:

a) Não ocorram grandes mudanças na proporção de riquezas mantidas sob a forma monetária em relação a riqueza mantida em forma de outros ativos (reais e financeiros). Caso a proporção de riqueza mantida sob a forma de outros ativos aumente, a taxa de juros não se altera de forma significativa. Por outro lado, caso a proporção mantida sob a forma de moeda sofra uma elevação, havendo concentração da demanda sob a moeda, a taxa de juros também não se altera muito (ela é dada através da

¹³ Exemplo: capital instrumental (ex. máquina) e de consumo (casa).

intervenção oficial). Devido a este e outros fatores a moeda é um padrão de valor mais estável que outro qualquer.

b) Esta concentração na demanda não pode ser atendida pelo emprego de mais trabalho para produzir moeda (apresenta baixa ou nula elasticidade de produção).

c) Também não haveria como introduzir outro fator (mesmo que barato) para produzir os mesmos serviços que a moeda, ou seja, a moeda apresenta baixa elasticidade de substituição.

Deste modo, se a demanda se concentrar na moeda, a solução seria aumentar a quantidade de moeda ou aumentar o seu valor pela elevação da taxa de juros. Entretanto, a consequência do aumento da taxa de juros seria o adiamento da produção nos setores em que a produção de riquezas é sensível (elástica) à taxa de juros sem, em contrapartida, estimular a produção de moeda (perfeitamente inelástica). Em síntese:

A taxa monetária de juros, determinando o nível de todas as demais taxas de juros de mercadorias, refreia o investimento para produzir essas mercadorias, sem poder estimular o investimento necessário para produzir moeda, que por hipótese, não pode ser produzida (KEYNES, 1985, p.164).

Em todo o capítulo dezessete da Teoria Geral as razões pelas quais a taxa de juros não se ajusta para restabelecer automaticamente o equilíbrio de pleno emprego são apontadas. A conclusão de KEYNES J.M. (1985,

p165) é que o investimento não pode aumentar se a mais alta taxa de juros da mercadoria específica (dinheiro), for igual a mais alta taxa de EMC dos bens, ambas medidas no mesmo padrão (dinheiro):

"Em condições de pleno emprego, esta condição satisfaz-se necessariamente, mas, ela pode ser satisfeita antes que o pleno emprego seja alcançado, se houver um bem cuja elasticidades de produção e substituição sejam negligenciáveis, e cuja taxa de juros decline conforme sua produção aumente, mais lentamente que as eficiências marginais de bens de capital medidas em termos deste bem" (KEYNES, 1985, p.165).

Por outro lado, a poupança resulta do nível de investimento, portanto, é um efeito, e a demanda por fundos cria sua própria oferta. Poupança e investimento são afetados: pela eficiência marginal do capital (EMC), propensão a consumir e taxa de juros. Deste modo, não é a taxa de juros, mas sim a renda (conjugada com outros fatores) que iguala poupança e investimento. O juro não pode ser visto como o elemento que estabelece esta igualdade, pois não é determinado na esfera da produção (setor real), mas na esfera monetária, pela oferta/demanda de moeda, segundo a preferência por liquidez.

A relação entre taxa de juro e montante do investimento, repousa no fato que para um projeto de investimento ser empreendido será feita uma comparação entre o retorno esperado, dado pela eficiência marginal

do capital (EMC) ¹⁴ e a taxa de juro prevalecente no mercado. O investimento não deve aumentar se a taxa de juros do dinheiro for igual à mais alta taxa de EMC dos bens, quer dizer, somente se justifica o investimento se a taxa de juros for menor que a EMC dos demais bens. Sendo a taxa de juros superior à EMC ela reprime o investimento e, portanto, à produção destas mercadorias, e não estimula a produção de moeda que não é produtível com trabalho.

¹⁴ A escala de eficiência marginal do capital, revela até onde vai o fluxo de investimento à taxa de juros prevalecente no mercado.

CAPÍTULO III

A TEORIA PURA DE BASIL MOORE

3.1 A posição *Horizontalista*

Dentre os vários conceitos possíveis de oferta monetária, os relevantes nas modernas economias são aqueles onde o crédito é o principal componente, uma vez que, "nosso mundo" é regido pelo dinheiro-crédito.

Diante da preponderância do crédito a constatação é de que são as necessidades do setor produtivo que geram demanda por crédito bancário, e esta por sua vez determina a magnitude do estoque monetário.

Para que ocorra o crescimento da economia é necessário que alguém queira ficar menos líquido, trocando ativos de menor liquidez por moeda ("liquidez por excelência") no processo de financiamento do investimento. Esta é a especialidade dos bancos e, por conta disto, o balanço patrimonial dos bancos é constituído de ativos menos líquidos que os passivos.

O Banco Central supre as deficiências de reservas e liquidez, definindo à que taxa fará, isto é, determina, de modo exógeno, a taxa de juros, segundo alguma meta da sua política, e oferece qualquer quantidade de reservas sem alterar a taxa cobrada.

Este é um fator fundamental para os agentes que contraem empréstimos (MOORE, 1988, p.18).

Mesmo considerando outras definições do agregado monetário, a impossibilidade de restrição aos mesmos se revela porque o comportamento dos bancos de sancionar os aumentos da demanda por crédito, e expandir seu *portfólio* de ativos e passivos proporcionalmente, não é compatível com a consecução de tal objetivo.

Os bancos comerciais modernos são agentes vendedores de crédito que, como outras mercadorias, dependem da demanda para sua produção. Tanto no mercado de depósitos como no mercado de empréstimos os bancos agem como "fixadores" de preços e "tomadores" de quantidade, isto é, na captação estipulam os preços sobre os depósitos e aceitam qualquer quantidade e, nos empréstimos, estipulam o preço e fornecem qualquer quantidade.

Assim, aumentos da oferta monetária não decorrem de "injeções" de reservas realizadas pelo Banco Central, e os empréstimos são criados a partir da iniciativa dos agentes econômicos.

Com referência à forma de operacionalização dos bancos, Moore afirma que empréstimos geram depósitos, contrariando a suposição da teoria ortodoxa da oferta monetária, segundo a qual, pela hipótese do excesso de reservas e o multiplicador, os bancos individualmente somente aumentam seus empréstimos após os depositantes

aumentarem seus saldos em conta corrente (teoria dos empréstimos por conta dos outros).

Na verdade, os depositantes seguem gastando como se tivessem conservado o dinheiro e os tomadores gastam o mesmo dinheiro, e ao mesmo tempo.

A criação de depósitos precede no tempo a criação de reservas, e prevalece a função do Banco Central como "emprestador de última instância", em detrimento à de controlador, o qual deve necessariamente acomodar a demanda, garantindo a liquidez das instituições, especialmente dos bancos e das obrigações emitidas por elas.

O processo de criação de moeda inicia-se a partir de um aumento na demanda de crédito de curto prazo pelas empresas, para suprir necessidades de capital instrumental (em função de aumentos no volume a ser produzido). Os bancos concedem empréstimos, e ao efetuarem depósitos em nome dos emprestadores, aumentam a oferta de moeda.

Posteriormente, os bancos analisam a razão entre depósitos e as reservas correspondentes, e caso seja constatada uma deficiência de reservas, os bancos solicitam recursos ao Banco Central para cobrir o nível de reservas.

Desta forma não resta outra alternativa ao Banco Central que não sancionar o volume de moeda necessária para manter a liquidez do sistema.

Assim, a oferta monetária responde endogenamente às alterações nas variáveis reais da economia. A acomodação da oferta à demanda ocorre através do mercado de crédito. Aumentos salariais criam necessidade de maior disponibilidade de capital instrumental, e os empreendedores podem emprestar dos bancos a partir de linhas de crédito previamente estabelecidas (MOORE, 1988, p.154).

Os agentes sujeitam-se aos termos ditados pelas Autoridades Monetárias ao fornecedor os recursos necessários:

O preço é estabelecido pelo banco Central, ofertador último de liquidez ao sistema. Uma oferta de crédito perfeitamente elástica no curto prazo é uma pré condição para a perpetuação da liquidez do sistema. Desde que a função oferta monetária é horizontal no espaço juros-dinheiro esta posição deve ser denominada *Horizontalista* (MOORE, 1988, xi) ¹⁵.

Como mencionado em passagens anteriores, parte-se do pressuposto de que os recursos necessários para manter as reservas dos bancos comerciais sempre são fornecidas pelos empréstimos do Banco Central.

O volume de oferta monetária é determinado pela demanda, e impulsionado pelo crédito. Conseqüentemente,

¹⁵ "This price is set by central banks as the the ultimate supplier of fiat money. A perfectly elastic supllly of credit money in the short run is a necessary precondition for the perpetuation of system liquidity. Since the implied money supply function is horiaontal in interest-money space, this will be termed the *Horizontalist* position".

é inconcebível a hipótese de excessos de oferta monetária.

Deve-se observar que considerando-se qualquer tipo de moeda (metálica, papel moeda ou moeda creditícia) a entrada da mesma no fluxo de atividades, somente ocorre em resposta à demanda porque sua criação depende de um plano de gastos.

Nesta abordagem (da moeda endógena), enfatizam-se os efeitos dos fatores reais sobre os fatores monetários e, por isto, não existe a possibilidade de existência de moeda indesejada.

Quanto à igualdade entre oferta e demanda monetária, o primeiro pressuposto que garante o ajuste automático entre oferta e demanda de moeda é o de que os bancos mantêm um custo mais ou menos constante no fornecimento: o custo das reservas, em curto prazo, é determinado pelo Banco Central, e os bancos comerciais aplicam um *markup* e atendem às solicitações de crédito.

Pode haver "acionamento" de crédito à iniciativa dos bancos, desencadeado por aumentos no custo ou maiores exigências de garantias (ampliando as margens de segurança).

A "visão Horizontalista" se opõe à forma convencional de se conceber a oferta monetária: de acordo com análise econômica hegemônica a oferta de moeda é uma função direta da base monetária. As

Autoridades Monetárias, impondo regras ao sistema bancário, criam uma conexão entre a oferta de crédito e alguma base primária (passivo bancário, oferta de ouro, reservas cambiais estrangeiras, etc). Desta forma, a base monetária pode ser considerada uma variável exógena ao sistema, uma vez que pode ser controlada (MOORE, 1988, p.15).

De acordo com MOORE B. (1988, p.15-17) porém, nas economias modernas, caracterizadas pela existência de dinheiro creditício, há uma assimetria na capacidade do Banco Central em alterar a base monetária: o Banco Central consegue facilmente expandir a base monetária, mas o mesmo não acontece com reduções na base monetária, uma vez que geralmente não são desejáveis.

O Banco Central pode elevar a base monetária através de compras no *open market*, (gerando excesso de reservas) trocando dinheiro por papéis, aumentando o volume de dinheiro em circulação.

Ao comprar ativos o Banco Central (ou mesmo um banco comercial) em contrapartida registra seu passivo monetário, processo este denominado por MOORE B. (1988, P.297) "monetização do débito". Isto significa que o Banco Central estaria expandindo a base monetária (corresponde ao passivo bancário).

Por outro lado, através de venda no *open market*, o Banco Central gera deficiências no nível de reservas.

Ao vender ativos o Banco Central troca papéis por dinheiro, registrando seu passivo monetário, ou seja, a base monetária estaria sendo reduzida.

Entretanto, na prática, se a economia estivesse vivendo um período de recessão o Banco Central não desejaria reduzir o estoque monetário para não ameaçar ainda mais a liquidez do sistema. Na situação oposta, em períodos de expansão os bancos garantem seus ganhos, alocando seus recursos sob a forma de empréstimos.

Esta descrição do comportamento do Banco Central para reduzir ou elevar a base monetária não é adequada ao modo de funcionamento das economias monetárias modernas. Nestas economias a oferta monetária responde às variações na demanda.

Por outro lado, o paradigma prevalecente propõe a existência de uma conexão causal direta da moeda para os preços: a expansão monetária através do efeito saldo real, aumenta a retenção de saldos e, via pressão sobre a demanda, causa inflação. Portanto, os preços são sensíveis a excessos de liquidez, e a estabilidade pode ser obtida através de medidas de política monetária.

Assim, a relação entre moeda e renda possui uma ordem de causação reversa àquela suposta pela visão convencional, que relaciona fluxos de renda com estoques de moeda: a correlação se reflete indo da renda para a moeda, uma vez que o crédito expandido para cobrir a nova demanda gera uma elevação do poder de compra das

empresas e dos outros agentes, que se traduz como um aumento da renda conforme o pagamento aos fatores forem sendo efetuados.

Há um processo interativo entre as forças monetárias-creditícias com as decisões de gasto (as quais influenciam produto e emprego), e as decisões de fixar preços.

A ligação entre moeda creditícia e expansão do volume de produção é o argumento conclusivo da não neutralidade do dinheiro (MOORE, 1988, p.291): contrastando com as economias de trocas diretas, nas economias monetárias creditícias, o gasto deficitário (compras de mercadorias, especialmente de fatores de produção podem ocorrer antes da elaboração de um novo produto que propiciará rendas futuras) e o mecanismo que faz com que o crescimento da demanda agregada não seja restringido pelo fluxo de renda corrente.

Este processo será explicado de forma mais completa, na próxima seção.

3.2 Variações na oferta monetária e crescimento da demanda agregada

Em economias caracterizadas pelas trocas diretas (*barter*) ou economias onde as funções da moeda sejam desempenhadas por mercadorias, uma nova aquisição de

bens ou fatores de produção somente ocorre contra entrega de moeda, portanto, a demanda agregada é limitada pela renda corrente.

Nas economias monetárias modernas é possível que unidades econômicas individuais, em um dado período, gastem mais na compra de bens e serviços, do que receberam como renda corrente como contrapartida de suas vendas dentro do mesmo período; ou seja, o crédito permite a existência de unidades gasto deficitárias.

Por outro lado, se algumas unidades tiverem um acúmulo líquido de dinheiro em um período, significa que tiveram gasto superavitário ¹⁶, que não necessariamente tenha sido planejado ou de alguma forma intencional.

A concessão de crédito bancário (endividamento das empresas) antecipa poder de compra que viabiliza uma nova demanda de matérias-primas, trabalho e outros fatores. O financiamento do déficit (diferença entre renda corrente e o plano de gasto *ex ante*) é que permite que as unidades gastem acima da renda disponível.

Quem toma empréstimos vende uma promessa de pagamento futuro, um IOU ¹⁷ por dinheiro (MOORE, 1988, p.300).

À medida em que os bancos efetuam depósitos em nome dos tomadores, outras unidades econômicas (aquelas

¹⁶ Todo gasto deficitário implica a venda de um ativo financeiro e, gasto superavitário, à compra de um ativo financeiro.

que receberam recursos) são envolvidas e estendem empréstimos ao sistema bancário, enquanto seus recursos permanecerem no banco.

Em suma: quando os banco concedem empréstimos efetuam depósitos em nome dos clientes. Enquanto os clientes não gastam seu crédito, o valor integral dos depósitos constituem como *convenience lending* do público para o sistema bancário (MOORE, 1988, p. 298).

Uma unidade econômica pode gastar no presente, usando a renda disponível, isto é, o estoque de ativos monetários previamente acumulados (gasto superavitário), ou através da venda de um ativo não monetário (não há criação de dinheiro nestes dois casos). A moeda creditícia cria a possibilidade de gastos acima da renda corrente, no processo de financiamento via empréstimos.

À medida em que os créditos são gastos outras unidades farão novos depósitos (gerando novos montantes de *convenience lending*), e/ou comprarão ativos financeiros, que propiciam rendimentos, gerando *volitional lending* do público para o sistema bancário (MOORE, 1988, p. 298).

Visto por outro ângulo, a partir da definição de poupança como renda não gasta, o montante de *convenience lending* é *convenience saving* (Moore, 1988, p.296).

¹⁷ Do inglês I owe you (eu devo a você).

Alternativamente, a partir da definição de poupança como parte da renda destinada ao acúmulo de ativos financeiros, o montante de *volitional lending* é *volitional saving* (MOORE, 1988, p.296).

Para o sistema como um todo, quando um banco empresta está criando novos depósitos, uma vez que, na cadeia de transações desencadeadas por quem tomou o empréstimo, quem receber rendas as usará para compras de bens ou serviços, fará novos depósitos, ou comprará ativos financeiros. De qualquer modo, nas rodadas seguintes de transações, os recursos (ou parte deles) devem retornar ao sistema bancário.

A unidade que teve gasto deficitário no montante "x" gerou, em contrapartida, um aumento no superávit de outra unidade, se a situação do receptor da renda era gasto superavitária (ou de equilíbrio orçamentário); ou uma diminuição no gasto deficitário, se a outra também era uma unidade gasto deficitário.

Assim, no agregado *ex post*, o gasto deficitário é sempre idêntico ao gasto superavitário (MOORE, 1988, p.299).

Diante da existência de dinheiro crédito, a condição para que a renda cresça ao longo do tempo é de que no agregado as unidades gastem mais na compra de bens e serviços do que há de renda agregada corrente.

Portanto, nas economias monetárias creditícias o estoque monetário não pode ser exógeno, uma vez que aumentos neste montante devem ser igualados pelo aumento líquido no déficit agregado e demanda agregada em um dado período, o que é possível através da antecipação de poder de compra por parte dos bancos que efetuarem empréstimos.

Por conseguinte, o volume de empréstimos requerido pelas firmas como capital instrumental, no intervalo entre a produção e a venda, dispensa a existência de poupanças de outros grupos (gasto superavitários ou com orçamento equilibrado) (MOORE, 1988, p.299).

A partir da apresentação da relação entre alterações na oferta monetária e crescimento da demanda agregada, cabe ressaltar que Moore procurou em seu trabalho obter evidências empíricas desta relação.

Assim, o autor apresentou inicialmente, uma análise da correlação entre mudança anual do agregado monetário amplo (M3) e do Produto Nacional Bruto, para os Estados Unidos, abrangendo o período 1960-1986. Os resultados mostraram que embora ambos estejam estreitamente relacionados, o aumento na demanda agregada não ocorrem de forma idêntica aos aumentos do PNB (MOORE, 1988, p.303-304).

A magnitude do aumento na demanda agregada é determinada pela proporção dos novos empréstimos

bancários e de dinheiro acumulado previamente, remetida a compra de bens e serviços, e variações nesta proporção refletem-se como mudanças na velocidade de circulação do dinheiro, uma vez que altera a razão entre variação na oferta monetária em relação à variação da renda.

Todo o raciocínio do autor pode ser acompanhado pelas equações abaixo e suas correspondentes decomposições (MOORE, 1988, p.305-309). Se a velocidade é constante a variação da demanda agregada em um dado momento pode ser prevista pela variação na oferta monetária que ocorreu no momento anterior. Pela identidade quantitativa:

$$y \equiv mv \quad (1)$$

Decompondo-se esta equação:

$$y \equiv m + v \quad (2)$$

ou seja, a taxa de variação da renda corresponde à soma da taxa de variação da oferta monetária com a taxa de variação da velocidade.

Usando variáveis discretas, e diferenciando, tem-se alternativamente:

$$dy/dt = v \, dm/dt + m \, dv/dt \quad (3)$$

Esta equação mostra as variações na renda para pequenos períodos de tempo; para períodos discretos mais longos, a identidade torna-se uma aproximação:

$$\Delta y \cong v \, \Delta m + m \, \Delta v \quad (4)$$

Como foi constatado através de dados, por um período considerável a velocidade manteve-se estável nos Estados Unidos; assume-se que a velocidade renda do dinheiro seja constante ¹⁸, portanto, ($v = \nabla$) sendo o segundo termo da equação acima igual a zero e, então, as variações absolutas na renda simplesmente iguais às variações na oferta monetária:

$$\Delta y = \Delta m \cdot \nabla \quad (5)$$

A razão entre renda/estoque depende do período base ao qual a renda será mensurada; sendo $v = y/m$, pode-se substituir v , obtendo-se:

$$\Delta y \cong y \Delta m/m \quad (6)$$

Pode-se reorganizar a equação (6) para obter-se a proporção da variação na renda atual (Δy), que é explicada pelo percentual de variação no dinheiro ($\Delta y = \Delta m/m$) e que pode ser expressa simplesmente como a razão da variação percentual no dinheiro para variação percentual na renda. Por analogia, sendo a velocidade estável, o percentual de variação na renda em qualquer ano pode ser prevista pelo percentual de variação no agregado monetário do ano precedente.

¹⁸ A velocidade renda da moeda mede simplesmente a proporção da renda que o público deseja conservar em forma de moeda (Keynes, 1985, p.139). Na seqüência Keynes esclarece que embora a expressão sugere que a procura por moeda em seu conjunto tenha determinada relação com a renda, isto somente se aplica a uma parte dos encaixes do público.

Ainda para os Estados Unidos, uma regressão simples entre variações no PNB e M_3 apresentaram os seguintes resultados: um percentual de explicação da variação do PNB pela variação no M_3 , de oitenta por cento e percentual de previsão do PNB para o ano seguinte com base nas variações do M_3 no ano corrente, de setenta por cento, utilizando-se variáveis defasadas. O coeficiente de M_3 não é significativamente diferente de 1. Para dados trimestrais estes percentuais são menores: 50% de explicação da variação do PNB para variação do M_3 e cerca de 25% de previsão pelas variáveis defasadas (MOORE, 1988, p.307).

A relação entre o PNB e crédito bancário foi objeto de análises de regressões para cinquenta e dois países ¹⁹, a partir das quais Moore constatou que grande parte do crescimento no PNB pode ser explicado por aumentos no volume do crédito estendido pelo sistema bancário (MOORE, 1988, p.308).

Estes resultados apenas confirmam as explicações anteriores sobre a forma de financiamento do gasto deficitário.

A posição *Horizontalista* de Basil Moore e a subsequente análise sobre o crescimento da demanda

¹⁹ Foram incluídos na análise, todos os cinquenta e dois países, cujos dados estavam disponíveis no Fundo Monetário Internacional.

agregada implicam em uma nova teoria para determinação da taxa de juros.

3.3 O juro segundo Moore

A taxa de juros é o preço da oferta de liquidez, estipulado pelo Banco Central, responsável pela estabilidade do sistema financeiro, portanto, é um fenômeno totalmente monetário.

O Banco Central fornece as reservas requeridas pelas instituições bancárias e determina a taxa de juros nominal de curto prazo, observando limites definidos a partir de metas políticas.

Por outro lado, a taxa nominal de longo prazo resulta das ponderações dos agentes sobre que taxa de juros será estabelecida futuramente pelo Banco Central. Assim, a variável determinada de modo exógeno é a taxa de juros e não o estoque monetário.

Quanto à taxa nominal de curto prazo, MOORE B. (1988, p.259) enfatiza que não deve ser vista como um somatório do componente estável, dado pelo setor real, com outro instável, dado pelo setor monetário.

Por outro lado, a taxa real de juros não é determinada isoladamente da nominal, ou seja, há uma estreita ligação entre ambas, uma vez que a taxa de

juros real corresponde à taxa nominal depois de descontada a inflação (MOORE, 1988, p.257).

O grau de poder discricionário do Banco Central é delimitado pela habilidade e disposição das Autoridades monetárias em interferir forçosamente nos mercados financeiros, o que depende das técnicas de política monetária, a sensibilidade da economia às variações na taxa de juros, o grau de abertura da economia e de mobilidade do capital, dentre outros (MOORE, 1988, p.264).

O lado real da economia afeta indiretamente a definição da taxa de juros ao demarcar limites superiores e inferiores. Deste modo, no entendimento de MOORE B. (1988, p.269), o Banco Central ao tomar medidas que afetarão a margem mínima de empréstimos (aumentando ou diminuindo a oferta monetária), leva em conta o impacto sobre as variáveis reais (produção, emprego, renda) e age no sentido de evitar efeitos adversos na economia, como desemprego, instabilidade do nível de preços, desequilíbrios no balanço de pagamento, dentre outros. A função reação da economia engloba forças reais e monetárias:

Esta pode ser descrita como uma função reação que relaciona a taxa bancária com as variáveis que influenciam o comportamento das Autoridades Monetárias, tais como: mudanças no agregado monetário, na produção, taxa de câmbio e de reservas, e na taxa de desemprego (MOORE, 1988, p.264).

Considerando-se apenas a existência de inflação ou deflação de demanda, uma taxa nominal de juros baixa, por exemplo, estimularia a demanda agregada. Financiada pelo novo crédito, a demanda agregada estaria acima do produto potencial da economia, pressionando a oferta. Por outro lado, a reduzida taxa de juros paga sobre os depósitos estimularia o gasto deficitário, aumentando a velocidade de circulação da moeda, criando uma elevação dos salários e dos preços em geral (inflação de demanda). A solução para tal situação seria elevar a taxa de juros, estimulando o gasto superavitário, uma vez que o custo real dos recursos estaria aumentando.

Entretanto, se a taxa estiver em um nível tal que faça com que a demanda agregada esteja abaixo do produto potencial da economia a preços estáveis, haverá pressão da oferta sobre a demanda, causando desemprego. A elevada taxa paga sobre os depósitos estimularia o gasto superavitário, diminuindo a velocidade de circulação do dinheiro, provocando queda nos preços, salários (deflação) e desemprego. A solução seria, então, diminuir a taxa de juros (MOORE, 1988, p.269-270).

Por conseguinte, deve-se notar que o Banco Central não manipula a taxa nominal de juros de curto prazo, em função de flutuações na demanda por crédito.

Quanto à taxa de juros de longo prazo, cabe ressaltar que a mesma também é um fenômeno monetário e

está estreitamente relacionada à de curto prazo, uma vez que esta última é um referencial para as ações especulativas dos agentes: a taxa de juros de longo prazo reflete as expectativas formadas pelos participantes do mercado, quanto às futuras taxas de curto prazo que serão fixadas pelo Banco Central.

Portanto, as decisões referentes a quanto de poupança e investimento reais eles querem empreender estão baseadas em antecipações (previsões) das taxas reais que prevalecerão enquanto durar seus projetos. Ou seja, os agentes nas suas decisões levam em conta as taxas reais de retorno previstas (*ex ante*) durante o tempo de vida do instrumento financeiro.

Este retorno *ex ante* nada mais é que o retorno *ex post* descontada a inflação experimentada no período ²⁰. As incertezas fazem com que a taxa real de juros *ex ante* seja diferente da *ex post* (não há um valor único para ambas), mesmo quando os papéis são de renda fixa. A título de ilustração, digamos que no período t_0 não houve inflação, então, a taxa de juros *ex ante* será igual a *ex post*. No próximo período, se um agente prever algum percentual de inflação, de fato haverá inflação.

²⁰ A taxa real *ex post* sobre o ativo (r) pode ser calculada expressando o retorno nominal do poder de compra constante (em unidades monetárias). Pode ser formalmente definida como igual a um mais um, retorno nominal *ex post* ($1 + R$), dividido por um, mais a taxa de inflação *ex post* ($1 + p$), menos um. Ou seja: $r = (1 + R / (1 + p)) - 1$. Para taxas de inflação moderadas, esta identidade seria aproximadamente a taxa nominal menos a taxa de inflação (More, 1988, p.259).

Como consequência, a taxa *ex ante* (prevista) será diferente da que efetivamente se verificou.

As decisões dos agentes interagem na determinação da taxa de crescimento da renda agregada, conseqüentemente, índices macroeconômicos, como desemprego, utilização da capacidade instalada, taxa de inflação e de crescimento da economia (MOORE, 1988, p.263-265), mas não determinam a taxa de juros.

A principal conclusão de MOORE B. (1988, p.267-268) é que a taxa de juros nominal de curto prazo, como preço de oferta de liquidez, é estabelecida dentro de uma faixa que reflete a sensibilidade da economia ao comportamento da mesma.

Na definição do teto máximo, o nível de desemprego que as Autoridades Monetárias estão dispostas a tolerar tem sido um referencial e, em relação ao teto mínimo, o nível de inflação que pode ser suportado pelo setor produtivo.

A taxa de longo prazo resulta da interação entre as decisões dos agentes participantes do mercado financeiro e os objetivos que o Banco Central perseguem.

Deve-se observar que está sendo presumido ser a demanda de crédito pelos agentes, baseadas na taxa real de juros *ex ante* e não na taxa nominal praticada (Moore, 1988, p.268). A taxa de inflação *ex ante* não tem uma relação direta com a taxa de juros, mas, uma relação

indireta uma vez que o juro é um indicador da possível direção da taxa de inflação: se um aumento na taxa de juros corrente induzir proprietários de riquezas à baixarem suas expectativas sobre a taxa de inflação futura, a taxa real *ex ante* aumentaria mais que proporcionalmente ao aumento na taxa nominal (Moore, 1988, p.269).

Disto resultaria um fortalecimento do efeito restritivo de um "aperto" na política monetária. Similarmente, uma redução na taxa de juros corrente causaria uma elevação das expectativas quanto a taxa de inflação futura, e a taxa real *ex ante* cairia mais que proporcionalmente. Assim, o efeito expansivo de uma mudança para uma política monetária "frouxa" seria acentuado.

Pode-se concluir que a credibilidade do público é muito importante na condução da política monetária. Além disto, constata-se que, na formação das expectativas ²¹, não apenas as experiências passadas são incorporadas (MOORE, 1988, p.268-269).

Nesta análise a taxa de juros (preço de oferta de reservas) é a variável exógena da política do Banco Central e, por conseguinte, a taxa de juros é um instrumento da política monetária.

²¹ Esta é a importância da literatura sobre expectativas racionais, segundo Pós- Keynesianos.

Forças endógenas ao mercado, combinadas com a função reação da economia, impõem os limites dentro dos quais o Banco Central pode alterar exogenamente a taxa nominal de juros. Por conseguinte, alterações nesta taxa não ocorrem em função de flutuações no nível de demanda de moeda.

O Banco Central não estipula um nível para a taxa de juros ou para o estoque monetário, apenas estipula a taxa nominal de curto prazo e, a esta taxa, acomoda toda a demanda.

Em se tratando de uma economia aberta o câmbio é uma variável exógena adicional de política do Banco Central, cuja taxa também afeta o preço da oferta doméstica de liquidez (MOORE, 1988, p. 271).

Apresentados os principais elementos da teoria de Moore, pode-se abordar as principais implicações da concepção de moeda endógena.

CAPÍTULO IV

ASPECTOS DE INCOMPATIBILIDADE ENTRE A TEORIA DA MOEDA ENDÓGENA DE MOORE E A TEORIA KEYNESIANA

4.1 O Multiplicador Keynesiano

No capítulo dedicado ao estudo da propensão marginal a consumir e a análise do multiplicador (capítulo dez, da Teoria Geral), Keynes divide sua análise supondo, inicialmente, que a alteração do investimento agregado foi prevista com antecipação suficiente para que as indústrias de bens de consumo progredam *pari passu* com as de bens de capital (KEYNES, 1985, p.92) e, posteriormente, retira esta hipótese e faz novas conjecturas sobre o funcionamento do mecanismo multiplicador do investimento.

Segundo HANSEM A. (1987, p. 99), neste capítulo Keynes apresenta três concepções do multiplicador, cada uma em conformidade com um conjunto específico de hipóteses: se a expansão da indústria produtora de bens de capital foi ou não prevista pela indústria produtora de bens de consumo, a propensão marginal a consumir e o nível investimento agregado terão diferentes comportamentos e produzirão diferentes resultados.

1º.) A teoria da "lógica" do multiplicador.

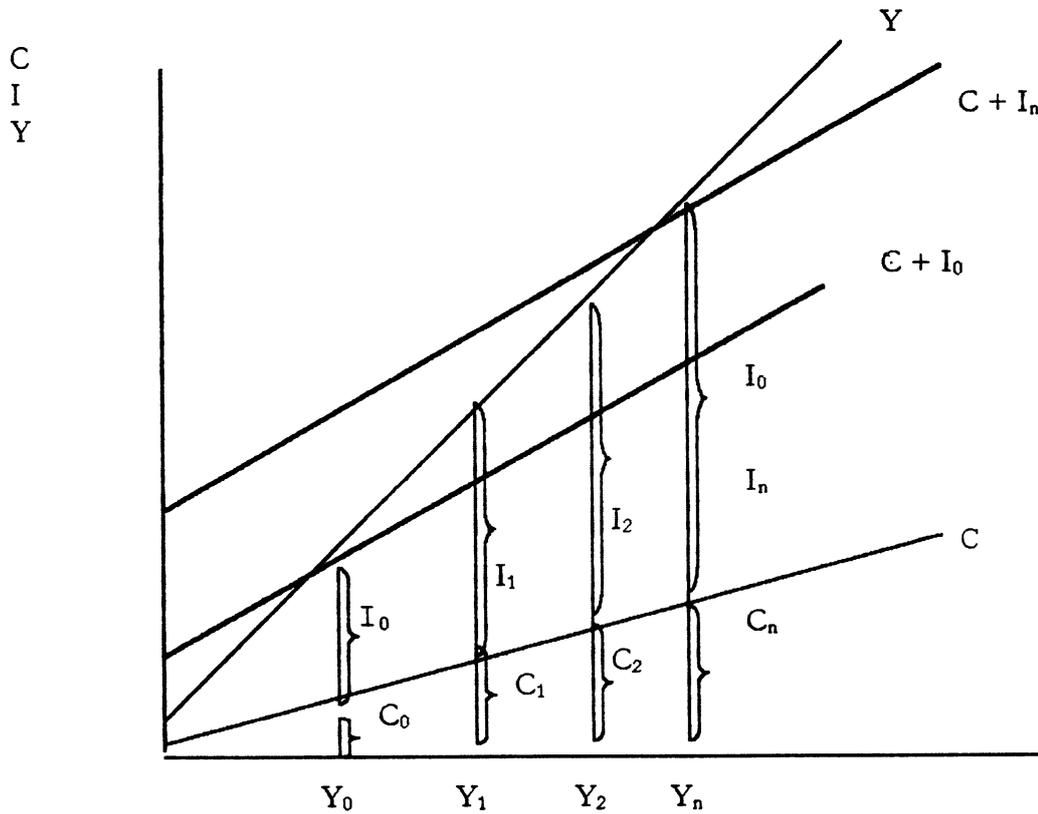
Nesta análise Keynes não considera defasagens entre a produção de bens de capital e de bens de consumo, nem nos gastos dos consumidores.

A expansão na indústria de bens de investimento, resultante do nível mais elevado de investimento, foi prevista em tempo suficiente para que as indústrias de bens de consumo possam avançar *pari passu* com as produtoras de bens de capital (Keynes, 1985, p.92).

Assim, o multiplicador atua continuamente, fazendo com que o aumento exógeno do gasto com investimento se traduza como uma elevação da produção e, por conseguinte, da renda, que por sua vez induz um aumento da demanda.

Segundo CHICK V. (1993, p.294) este caso retrata a transição de um ponto de equilíbrio da demanda efetiva para outro, e pode ser ilustrado graficamente da seguinte maneira:

FIGURA 1 - O multiplicador no "equilíbrio móvel"



FONTE:CHICK (1993, p.294).

Durante o processo expansão da indústria produtora de bens de capital, a renda muda de Y_0 para Y_1 e, a oferta continuamente se iguala à demanda. O investimento, paulatinamente, se altera de I_0 para I_n e, concomitantemente, o consumo de C_0 para C_1 , sem maiores perturbações que as referentes ao aumento da quantidade produzida, em condições de rendimentos decrescentes.

Ao longo de $C + I_n$ visualiza-se a expansão, com a posição em cada período, indicada pelos subscritos de C e I. O multiplicador atua continuamente até surtir todo

seu efeito, resultando em um novo equilíbrio da demanda efetiva (CHICK, 1993, p.266).

2º.) O conceito de "análises por períodos" do multiplicador.

Este caso incorpora defasagens temporais nas despesas de consumo.

Como a expansão na indústria de bens de capital não foi totalmente prevista, as conseqüências da expansão tomam efeito gradualmente, estando sujeitas a defasagem temporal. O pleno efeito transparece após um intervalo (HANSEM, 1987, p.121). Significa que a expansão na indústria produtora de bens de consumo ocorre com atrasos em relação à indústria de bens de capital.

No início da execução de um investimento, a demanda extra pode estar sendo atendida por estoques, fazendo com que a necessidade de produção extra da indústria de bens de consumo seja, temporariamente, postergada. Além disto, deve ocorrer um adiamento do consumo pretendido, a partir da renda adicional, porque a pressão da nova demanda sobre os bens e serviços já disponíveis deve causar elevação dos preços.

Como resultado, o consumo cresce menos que o suficiente para que a proporção (estável) entre consumo e renda se mantenha, estando a renda agora mais elevada. Assim, temporariamente, a propensão marginal a consumir afasta-se do seu nível "normal" (valor de longo prazo,

estável) e, portanto, do próprio multiplicador, levando-os a um nível abaixo do que era àquele nível anterior de renda, até que os estoques sejam reduzidos e uma produção adicional seja necessária, fazendo com que a propensão à consumir volte ao seu nível "normal" (KEYNES, 1985, p.92-93).

Significa que, inicialmente, há um descompasso entre a expansão na indústria de bens de capital e a de bens de consumo e, por conseguinte, temporariamente parte do efeito multiplicador é neutralizado, até que os estoques sejam reduzidos.

No caso extremo em que faltassem os bens de consumo para satisfazer a demanda adicional, aumentaria a renda mas não o consumo. Deste modo, temporariamente, toda a renda adicional seria poupança e o novo nível de poupança seria igual ao investimento adicional.

Na avaliação de CHICK (1993, p.297) na situação ilustrada pela figura 1, talvez o ponto Y_n fosse inatingível.

3º.) A análise atemporal de "estática comparativa".

Este terceiro caso, pode ser melhor definido pelas palavras do próprio Keynes:

Uma expansão na indústria de bens de capital, determina uma série de aumentos no investimento agregado que se apresenta em um certo intervalo e, uma série de valores da propensão marginal a consumir durante estes períodos que difere tanto do que teria sido esses valores se a dita expansão houvesse sido prevista, como do que serão quando a comunidade estabiliza-se num novo e firme nível de investimento agregado (KEYNES, 1985, p. 93).

Ou seja, refere-se à situação em que as defasagens de gastos enfim foram superadas e, o consumo voltou a alcançar a razão *normal* ou *desejada* para com a renda" (HANSEM, 1987, p.126).

Este caso retrata a volta da propensão marginal a consumir ao "normal", isto é, ao nível de renda anterior, na medida em que as indústrias de bens de consumo vão se adaptando à nova demanda e o hiato entre a renda criada na fase inicial do gasto com investimento e a disponibilidade de bens e serviços, está sendo coberto.

Estando a propensão marginal a consumir e, portanto o multiplicador, em seus níveis "normais", o aumento da renda é igual ao produto do aumento no investimento pelo multiplicador.

Esta forma de análise consiste em focalizar sucessivos pontos de equilíbrio, onde em cada novo equilíbrio o incremento da renda corresponde ao produto entre o incremento da renda da posição de equilíbrio anterior e o multiplicador. Deve-se observar ainda, que

... durante toda a transição (que aqui não é levada em conta), a poupança real, usando-se a terminologia de Keynes, é igual ao investimento; mas apenas no novo nível de renda de equilíbrio a poupança *desejada* é igual ao investimento (HANSEM, 1987, p.126).

Em suma: no primeiro caso não há defasagens de gastos, então, o consumo preserva a relação "normal" para com a renda. O multiplicador "normal" permanece continuamente válido e, neste caso o consumo desejado é sempre idêntico ao consumo real. O sistema muda constantemente, mas está sempre em equilíbrio ("equilíbrio móvel"). No gráfico, cada um dos subscritos de C e de I mostram um ponto de equilíbrio.

Em oposição, o terceiro caso retrata a passagem de uma posição de equilíbrio para outra, onde o incremento da renda (a partir da renda na posição de equilíbrio anterior) será igual ao incremento do investimento vezes o multiplicador ²².

Na situação intermediária (segundo caso), de um período a outro, o efeito do multiplicador é diferente: enquanto os estoques estão sendo reduzidos, o efeito será sentido apenas em setores nos quais não havia estoques. Após a "destruição" dos estoques a produção adicional se faz necessária e o multiplicador surtirá todo seu efeito. Embora seja clara esta separação no plano de análise do capítulo dez da Teoria Geral, as objeções de Moore ficarão mais claras a partir da exposição do multiplicador em sua forma genérica.

²² Esta análise ignora o processo de transição. Durante a transição a renda real é igual ao investimento, isto é, o consumo guarda a relação normal em relação à renda (quando a comunidade se adaptou ao novo e firme nível de investimento total).

KEYNES J.M. (1985, p.89-90) explica como se dá a igualdade entre poupança e investimento ²³, afirmando que para o incremento no investimento ser exequível é necessário um aumento da renda, porque somente a partir de um maior nível de renda o público se dispõe a aumentar sua poupança. O incremento da renda cria consumo adicional, que aumenta a produção até que o novo nível (e distribuição) das rendas crie uma margem de poupança tal que equipara-se ao novo nível de investimento, agora mais elevado.

Na seqüência de sua argumentação pode-se extrair outra importante afirmação de Keynes sobre o multiplicador:

O multiplicador diz em que proporção terá que aumentar o emprego para provocar um acréscimo na renda real suficiente para induzir o público a realizar uma poupança adicional e, é função de suas propensões psicológicas. Se a poupança é a pílula e o consumo a geléia, a geléia extra **tem que ser** proporcional ao tamanho da pílula adicional (KEYNES, 1985, p. 89-90, grifo nosso).

O enunciado do multiplicador em sua forma geral diz que, em cada etapa de execução de gastos com bens de capital, o aumento na renda é igual ao produto do investimento, naquele período, pelo multiplicador conhecido segundo a propensão marginal a consumir da sociedade (quanto maior a propensão ao consumo, maior o multiplicador e vice-versa).

²³ Todas as variáveis são medidas em unidades salariais.

4.2 O multiplicador Keynesiano versus *convenience lending*

São três as principais objeções de Moore ao mecanismo multiplicador dos gastos com investimento.

4.2.1 A explicação da igualdade entre poupança e investimento

No esquema de análise de Keynes, o incremento no investimento deve aumentar a renda, fazendo com que seja criada poupança adicional que sustenta o nível mais elevado de investimento.

Por outro lado, no esquema de Moore, o financiamento do investimento automaticamente cria poupança. A análise de como ocorre o financiamento do investimento nas economias monetárias modernas, permite um melhor entendimento desta proposição.

Quando uma unidade econômica deseja efetuar um investimento, poderá gastar deficitariamente.

Quando o banco aprova o empréstimo, credita a conta corrente do tomador do empréstimo, ou seja, há uma criação passiva de depósitos.

Enquanto o tomador não gasta seu crédito, o valor integral do depósito é *convenience lending* do público para os bancos. Este montante acrescentará o montante de *convenience lending* dos outros clientes do banco,

representado por depósitos criados passivamente, por unidades que também obtiveram empréstimos, ou ativamente, com a efetiva entrega de recursos no caixa do banco.

À medida em que o tomador gasta seu crédito outras unidades receberam renda.

A renda destas unidades será empregada em bens de consumo e de capital, na compra ativos financeiros; ou será depositada nos bancos.

Os saldos mobilizados para acumular ativos financeiros gera *volitional lending* do público para o sistema, porque a decisão de acumular ativos financeiros ocorre com a intenção de obter rendimento.

Visto por outro ângulo, partindo da definição contábil de poupança como renda não gasta ou como renda para comprar ativos financeiros, estes montantes constituem *convenience saving* ou *volitional saving*.

São estas duas modalidades de poupança que garantem a realimentação do processo de financiamento: há uma proporção entre a criação de depósitos passivamente ("fictícios") e reservas.

A manutenção desta proporção garante a conversão dos depósitos criados passivamente em dinheiro, quando o cliente efetuar saques, ou transferir seu direito a saque para clientes de outros bancos (Moore, 1988, p.300).

Assim, desconsiderando efeitos inflacionários, o aumento da poupança que acompanha o aumento nos saldos em depósitos bancários, criados pelo emprego, é poupança real do grupo como um todo.

Nenhuma das duas modalidades de *lending* implicam adiamento de consumo nem envolvem sacrifícios de liquidez (MOORE, 1988, p.301).

O crescimento da demanda agregada requer que unidades gastem deficitariamente, e o financiamento pode ocorrer através do aumento da velocidade de circulação ou pela criação de moeda via empréstimos.

Dados têm mostrado que, na grande maioria dos países, a velocidade tem se mantido estável, evidenciando que o gasto deficitário tem ocorrido por intermédio do dinheiro creditício (MOORE, 1988, p.309).

Em síntese, o grande problema da análise do multiplicador se refere à "reconciliação *ex post* de diferenças *ex ante*":

O acúmulo líquido de saldos monetários que financia aumentos em gastos com investimentos envolve um concomitante aumento em *convenience saving*, independentemente de qualquer aumento na renda resultante do efeito "multiplicador" do aumento no gasto deficitário. Poupança total e investimento total são continuamente igualados *ex post* não através de variações na renda e um não pretendido acúmulo e desacúmulo de estoques à *la Keynes*, mas através de aumentos em *convenience lending* para o sistema bancário, conforme os depósitos aumentam acompanhando os avanços (MOORE, 1988, p.314) ²⁴ .

²⁴ "The net accumulation of money balances that finances the increase in investment spending involves a concurrent increase in convenience saving, quite independent of any increase in income resulting from the "multiplier" effects of increased deficit spending. Total saving and investment are continuously equated *ex post* , not through income adjustment and unplanned inventory accumulation or decumulation à la Keynes, but through increases in convenience lending to the banking system as bank deposits rise with increases in bank advances.

4.2.2 O financiamento do investimento

A análise do multiplicador de Keynes não incorpora uma explicação de como o plano de gastos dos empresários é financiado.

No esquema de Keynes, um aumento no gasto deficitário, via efeito multiplicador, provoca um aumento mais que proporcional na renda, e o nível mais elevado de renda cria a poupança necessária para sustentar o novo nível de investimento.

Como retratado em várias ocasiões, segundo MOORE B. (1988), o incremento no investimento e a conseqüente expansão do volume produzido na economia constitui-se como um processo auto-sustentável: unidades gasto deficitárias solicitam empréstimos, e a concessão do crédito aumenta a oferta monetária. Ao gastar o empréstimo outras unidades aumentarão seus depósitos no sistema (*convenience lending*), na mesma proporção do aumento dos depósitos.

A teoria da moeda endógena de Moore não é compatível com a possibilidade de excesso de moeda, uma vez que o estoque monetário é dado pelas decisões de gasto dos agentes, estabelecidas em contratos: um fortuito aumento no montante de *convenience lending* não significa excesso de dinheiro, mesmo na fase inicial do

processo de expansão, quando a renda ainda não se alterou.

Crédito dinheiro é sempre impulsionado pelo crédito e determinado pela demanda.

Os bancos comerciais modernos são fixadores de preços e tomadores de quantidades tanto no mercado de depósitos como no mercado de empréstimos, isto é, na captação de recursos estipula o preço sobre os depósitos e aceita qualquer quantidade e, na concessão de crédito, estipula o preço e fornece tudo quanto esteja sendo demandado.

Em suma, a quantidade nominal de dinheiro demandado não é independente da quantidade nominal de dinheiro criado: o aumento de depósitos decorre da nova criação de dinheiro que, por sua vez, responde às necessidades do sistema (MOORE, 1988, p.314).

A principal conclusão nesta linha, pode ser extraída diretamente:

Expressando de uma forma alternativa, poupança e investimento são sempre idênticos, por definição: $Y \equiv C + S \equiv C + I$ de modo que $S \equiv I$. Se há qualquer incremento no gasto com investimento (ΔI), ele deve portanto ser igual ao aumento na poupança (ΔS) *ex post*, em cada período, independente da mudança na renda (MOORE, 1988, nota 27, p.314) ²⁵.

²⁵ "Alternatively expressed, saving and investment *ex post* are always identically equal, by definition: $Y \equiv C + S \equiv C + I$ so that $S \equiv I$. If there is any increase in investment spending (ΔI), it must therefore equal the increase in saving (ΔS) *ex post*, in every period, irrespective of the change in income".

Deve ser ressaltado que também para Keynes *ex post*, o incremento no investimento se iguala à poupança.

4.2.3 Categorias endógenas e exógenas de gasto

Outro grande problema associado ao multiplicador Keynesiano é que ele não possibilita a distinção entre categorias endógenas e exógenas de gasto.

Como anteriormente enfatizado, a moeda creditícia não existe independente da demanda, ou seja, ela somente entra na economia em função de um plano de gastos previamente estabelecido pelos agentes.

Mesmo considerando-se outras formas de moeda, como por exemplo *fiat*, deve-se observar que somente há emissão primária para garantir a validação de compromissos estabelecidos em contratos, ou seja, as decisões de gasto são tomadas antes da emissão.

Portanto, um aumento exógeno do gasto não é um conceito preciso quando aplicado às economias monetárias caracterizadas pelo crédito, uma vez que a criação da mesma resulta de relações entre bancos e clientes, estabelecidas em termos de relações contábeis de débitos e créditos.

Sem demanda não há oferta e, se houver moeda "indesejada", devido, por exemplo, a não concretização de um plano de gasto previamente traçado, seu volume será reduzido pelo reembolso ao banco que estendeu o crédito. A argumentação desenvolvida nesta seção sugere que, no mínimo, deve ser feita uma ampla revisão da forma como o multiplicador vêm sendo apresentado pela teoria ortodoxa.

4.3 A abordagem da Teoria Geral em termos do modelo

IS-LM

A reformulação da teoria de Keynes como forma de mostrar o equilíbrio geral da economia, desenvolvida por HICKS (1937), tem sido, "por cinquenta anos, a "coluna vertebral" da instrução em macroeconomia" (MOORE, 1988, p.319), justificando uma revisão do modelo a partir da perspectiva de uma teoria da moeda endógena.

Keynes ao tentar explicar as complexidades do mundo real empregou o método do equilíbrio parcial. Uma suposta vantagem do uso deste instrumental é que no processo pressupõe-se a passagem do tempo, ao permitir mudanças nas variáveis, uma de cada vez, para verificar as interações e entender causas e efeitos. A cláusula *ceteris paribus* equivale a perguntar: qual o resultado

da mudança de um fator, supondo os demais fatores constantes? Trata-se, portanto, de fornecer uma explicação, de natureza temporal, em termos de causa-efeito, através do isolamento de cada um dos fatores. Em outras palavras, constitui-se como uma explicação, por variáveis exógenas, de mudanças dentro do modelo, às quais não foram explicadas pelas variáveis endógenas (MOORE, 1988, p.318).

4.3.1 O modelo IS-LM

Hicks criticou o método de determinação do equilíbrio do produto a partir de uma equação com duas incógnitas utilizado por Keynes, e procurou complementar o modelo de Keynes incorporando o equilíbrio do mercado monetário, adicionando a curva LM.

Portanto, o diagrama IS-LM foi desenvolvido para permitir a passagem de um sistema de representação bi-dimensional para um sistema de equilíbrio geral, que mostra as interações entre as variáveis do setor real (consumo e investimento) e do setor monetário (oferta e demanda de moeda).

As curvas serão apresentadas para que fiquem claros alguns pontos que serão posteriormente abordados.

A curva IS

Esta curva mostra todas as combinações de níveis de renda e taxas de juros que garantem o equilíbrio no mercado de bens e serviços, isto é, o equilíbrio no setor real.

A derivação da curva IS pode ser apresentada da seguinte maneira:

Definições

Onde: \bar{C} = consumo autônomo;

cY = propensão marginal a consumir;

\bar{I} = investimento autônomo;

b = elasticidade do investimento em relação à taxa de juros (i);

\bar{G} = gasto do governo (autônomo)

α = multiplicador

DA = Demanda agregada

$$\text{Seja: } DA = \bar{C} + \bar{I} + \bar{G}$$

$$C = \bar{C} + cY$$

$$I = \bar{I} - bi$$

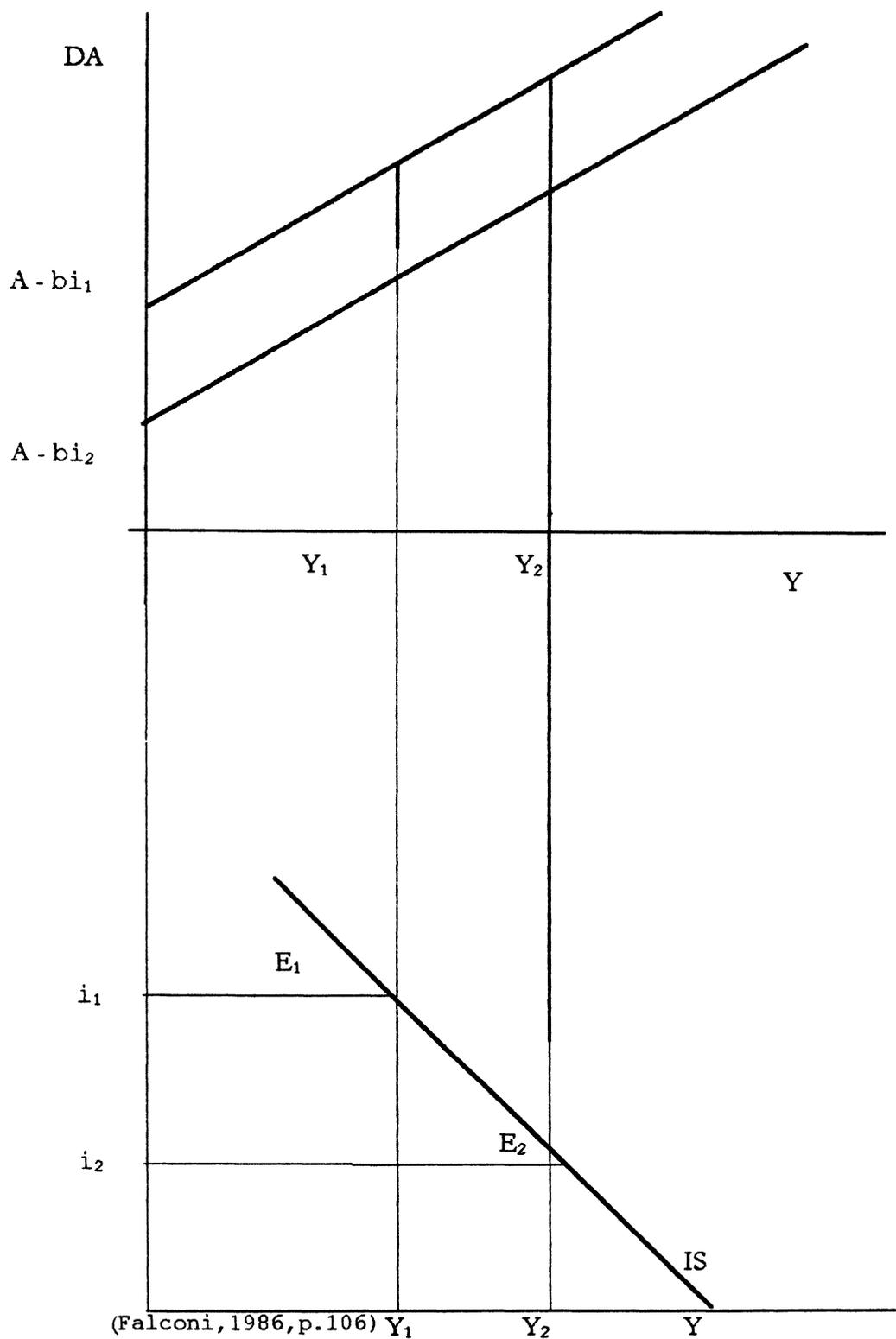
$$Y = DA$$

$$\text{Substituindo: } Y = \bar{C} + cY + \bar{I} - bi + \bar{G}$$

$$Y = A + cY - bi \quad \therefore \text{onde: } A = \overline{C} + \overline{I} + \overline{G}$$

Fazendo: $\alpha = 1/1 - c \quad \therefore Y = \alpha (A - bi)$

FIGURA II - O equilíbrio no mercado de bens



Com uma taxa de juros tal como i_1 , o equilíbrio no mercado de bens ocorre no ponto E_1 . Se baixar a taxa de juros, por exemplo para i_2 , o novo equilíbrio será em E_2 . Assim, fazendo-se variar i , obtêm-se um segmento da curva IS.

Ao longo da curva IS o mercado de bens está em equilíbrio.

A inclinação da curva IS depende da elasticidade do investimento em relação à taxa de juros e da magnitude do multiplicador. Sendo alta a sensibilidade do investimento à taxa de juros, uma variação na taxa de juros produz grande variação na demanda agregada, e portanto, na renda, deixando a curva pouco inclinada. Se o multiplicador é elevado, menos inclinada é a curva IS, pois maior é a variação na renda produzida por uma dada taxa de juros.

A curva LM

Esta curva mostra todas as combinações de taxas de juros e níveis de renda nos quais a demanda por encaixes reais é igual à oferta.

A demanda monetária apresenta uma relação diretamente proporcional em relação à renda, e inversamente proporcional à taxa de juros.

A demanda por encaixes reais pode ser dividida em três componentes: demanda para transação e precaução, as quais guardam uma relação direta com a renda, e demanda especulativa, que depende da taxa de juros, à qual reflete o custo de retenção da moeda em detrimento da posse de outros ativos.

O estoque nominal de dinheiro, corresponde a moeda de curso legal e os depósitos transferíveis (moeda bancária). A oferta é determinada de forma exógena pelo Banco Central, responsável pela emissão primária, e controlador da capacidade dos bancos comerciais de multiplicar os depósitos, através de variações na encaixe bancário e outras técnicas.

Sendo a oferta de moeda e nível de preços dados, a oferta real de moeda pode ser representada por M/P .

Quando a oferta e a demanda por moeda se igualam, o mercado monetário está em equilíbrio, e a taxa de juros pode ser determinada.

A curva LM pode ser apresentada da seguinte maneira:

Definições: $LM = a$ demanda monetária

k, h = a elasticidade renda e elasticidade
juros da demanda ($k, h > 0$);

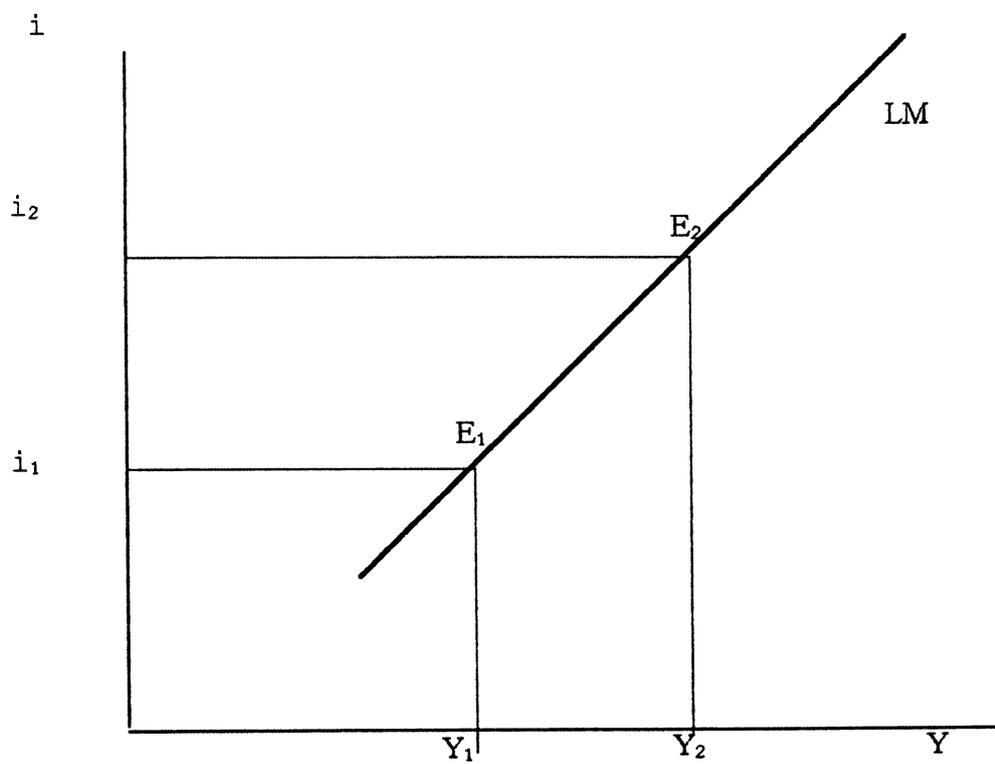
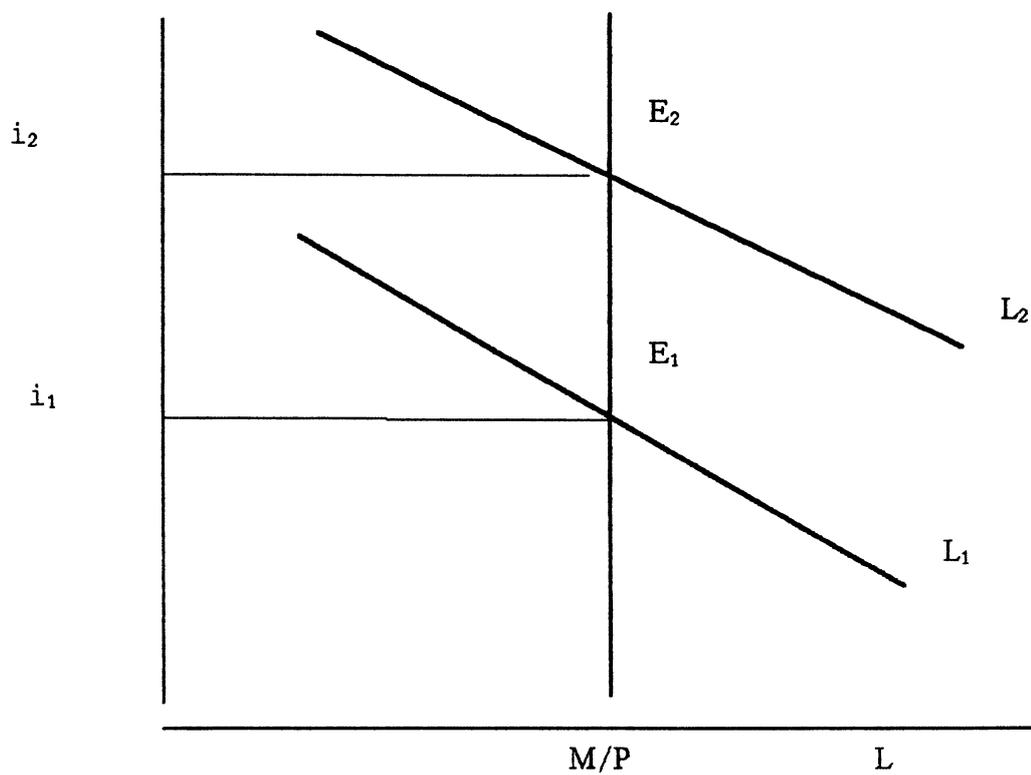
Seja: M/P = a oferta monetária (dada)

$$L = kY - hi$$

M/P = a oferta monetária (dada)

A derivação pode ser apresentada graficamente:

FIGURA III - O equilíbrio no mercado monetário



(Falconí, 1986, p.106)

No ponto E_1 o mercado está equilibrado à taxa de juros i_1 . Um aumento na taxa de juros, como por exemplo, para i_2 , desloca L_1 para L_2 e o novo equilíbrio ocorre em E_2 .

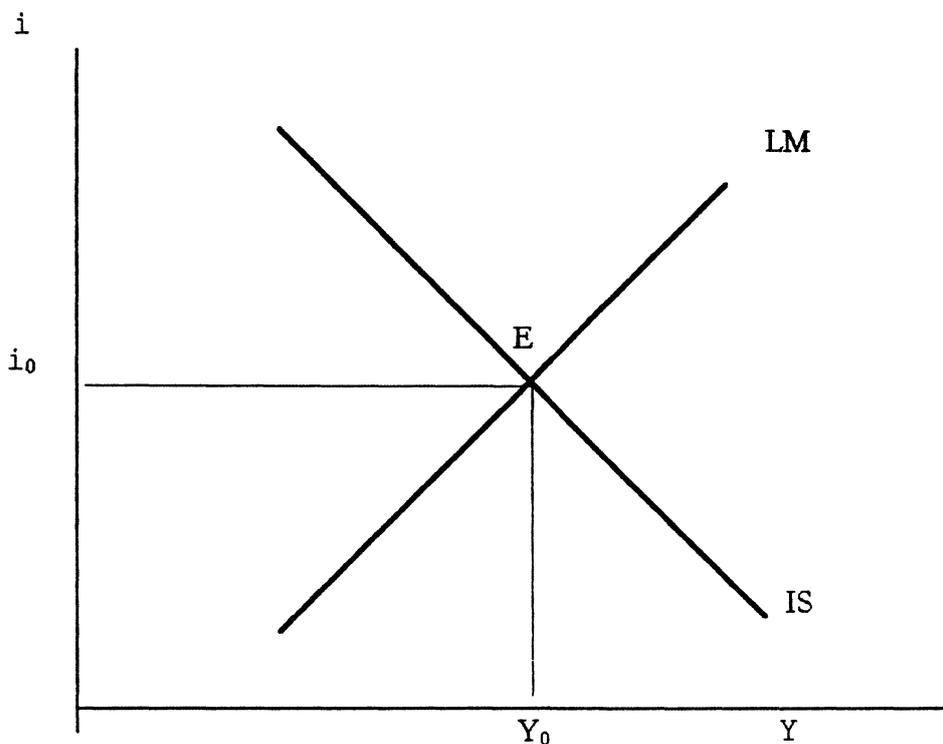
Unindo-se os dois pontos obtêm-se um segmento da curva LM.

A inclinação da curva LM depende da elasticidade da demanda em relação ao nível de renda e em relação à taxa de juros. Quanto maior a sensibilidade da demanda em relação à renda e menor em relação à taxa de juros, mais inclinada será a curva LM.

Pode-se constatar, pela exposição das curvas, que sem se conhecer a taxa de juros não se pode determinar a renda, e também não se pode estabelecer a taxa de juros se a renda não for conhecida. Uma solução para esta dificuldade é a determinação simultânea das duas variáveis que satisfaçam, ao mesmo tempo, o equilíbrio no mercado real e no monetário.

A interseção das duas curvas derivadas mostra o equilíbrio geral do sistema e pode ser apresentado graficamente:

FIGURA IV - O equilíbrio simultâneo nos mercados de bens e monetário



Adaptado de: Falconí, 1986, p.109.

No ponto (E) a economia está em equilíbrio, dado o nível de preços. A demanda por bens é igual ao nível de produção na curva IS e a demanda por encaixes reais é igual a oferta monetária na curva LM. As empresas estão produzindo o volume que planejam e os indivíduos têm as composições de patrimônio que desejam.

4.4 Aspectos de incompatibilidade entre o modelo IS-LM e a moeda endógena

As principais incongruências apontadas por MOORE (1988, p.315-325) entre a moeda endógena e formulação da

Teoria Geral, em termos do diagrama IS-LM, são as seguintes:

1º.) No modelo IS-LM a taxa de juros de equilíbrio é determinada pela interseção entre demanda e oferta de moeda e, como a oferta é dada, a taxa de juros é determinada por flutuações na demanda por entesouramento. A concepção de moeda endógena indetermina a taxa de juros nos moldes da IS-LM, porque não existe curva de oferta e demanda (ambas se confundem).

2º.) A análise através do modelo IS-LM é adequada à concepção de moeda mercadoria. No entanto, o conceito de equilíbrio geral não é compatível com um sistema monetário, característico das economias modernas.

O diagrama IS-LM pressupõe que os agentes utilizam toda sua renda na compra de bens de consumo ou bens de capital, isto é, não há "destruição" de dinheiro. O conceito de equilíbrio geral incorpora a suposição que uma oferta excessiva em um mercado (por exemplo, de produtos) envolve uma demanda excessiva em outro mercado (por exemplo, monetário), fazendo com que a economia se ajuste, voltando à posição de equilíbrio.

Nesta análise a única possibilidade de adquirir uma mercadoria em um período é através da venda de outra mercadoria (inclusive força de trabalho) dentro do mesmo período, ou seja, neste sistema, o gasto agregado é

restringido pela renda corrente. Nas economias modernas caracterizadas pelo dinheiro creditício é possível comprar mercadorias (fatores de produção) pagando por eles antes de obter a renda proveniente da venda de outro produto. O crédito significa adiantamento de poder de compra, ou seja, a renda corrente não restringe o gasto agregado (MOORE, 1988, p.316).

O fato da demanda agregada exceder à renda agregada e a produção do período anterior no montante do gasto deficitário líquido, que ocorre quando os agentes aumentam seus empréstimos junto aos bancos e há criação de dinheiro no processo, torna o conceito de equilíbrio geral incompatível com o dinheiro creditício. Assim, este argumento significa a negação das Leis de Say e de Walras que implicam ser a oferta monetária exógena. (MOORE, 1988 p.321).

3º.) O modelo, ao tratar os setores real e monetário como totalmente independentes, obscurece as inter-relações existentes entre as atividades do setor real e financeiro e, ainda, ignora o papel dos bancos no processo de criação de moeda (MOORE, 1988, p.321).

Outro grande problema é que o modelo não explora a ligação entre variação na oferta monetária e crescimento da demanda agregada. No esquema de Moore é justamente o processo de criação de moeda que acompanha a evolução do gasto deficitário que regula o crescimento

da demanda agregada e, portanto, é o fator que explica a expansão da renda de uma comunidade ao longo do tempo.

4º.) O reconhecimento que o dinheiro é endógeno e a taxa de juros exógena, requer uma revisão do formato da curva LM: se a taxa nominal de juro é administrada pelo Banco Central, a curva LM deve ser apresentada como uma curva horizontal (MOORE, 1988, p.322).

No equilíbrio postulado pelo modelo IS-LM, quando aumenta o investimento e, portanto, a curva IS desloca-se à direita, o nível de renda está aumentando. O aumento da renda provoca uma maior demanda de saldos para transações e, como a oferta monetária é dada, deve diminuir a demanda de saldos para especulação, aumentando a taxa de juros, ou seja, a curva LM também desloca-se, à medida que a renda aumenta. A economia encontra-se em um novo nível de equilíbrio geral, a um novo nível de renda e taxa de juros. Entretanto, sendo a taxa nominal de juro administrada pelo Banco Central, não há nada que possa apoiar a suposição de que as forças do mercado atuam para conduzir a economia para uma posição de equilíbrio de pleno emprego. Quer dizer: as Autoridades Monetárias manipulam as taxas de juros conforme decisões arbitrárias, e é possível que ocorra o aumento do investimento e da renda sem alterações na taxa de juros. Nesta situação o Banco Central estaria

acomodando a nova demanda, sem estabelecer um preço mais elevado, isto é, sem aumentar a taxa de juros.

Dentre outras dificuldades frequentemente relacionadas ao modelo, merece uma menção o problema fluxo-estoque: o modelo trabalha com a quantidade de moeda em termos de um estoque (curva LM), ao passo que investimento e poupança como fluxos (curva IS) (MOORE, 1988, p.322).

4.5 A teoria de juros segundo a preferência por liquidez versus a taxa de juros exógena

Em Keynes o estoque monetário é considerado como determinado exogenamente pelas Autoridades Monetárias, e a taxa de juros é determinada a partir da oferta e demanda por moeda, ou seja, ela é determinada em função de estoques de ativos monetários, portanto, é endógena.

No *approach* de MOORE B.(1988) ocorre o oposto: a oferta monetária é mostrada como endogenamente determinada, e o argumento que dá sustentação a esta assertiva é de que a oferta responde à demanda por moeda. Assim, a taxa de juros não pode ser determinada pela interseção das curva de oferta e demanda, pois elas não são independentes. A taxa nominal de juros de curto prazo é determinada pelo Banco Central, responsável pela

liquidez do sistema, e a taxa real de juros está inter-relacionada com a nominal, pois ela é a nominal descontada a inflação.

Ainda de acordo com MOORE B. (1988, P.260), os agentes ao decidirem quanto de investimento e poupança realizarão, se pautam pela taxa real de retorno *ex ante*, retorno previsto (que existe apenas na mente dos agentes), levando em conta, em suas decisões, a taxa de juros de curto prazo e a inflação esperada.

A taxa de juros de longo prazo corresponde àquelas taxas de curto prazo que os agentes prevêm como à que prevalecerá no futuro. A incerteza entra no cálculo dos agentes, fazendo com que a taxa real de juro *ex ante* seja diferente da *ex post*, porque os agentes fazem suas previsões e no final do período comparam a taxa prevista com a que prevaleceu, de modo a ajustarem suas previsões para o período seguinte.

De acordo com a análise de MOORE B. (1988, p.266) o Banco Central ao acomodar a demanda por crédito define a taxa de juros de curto prazo (preço do crédito), levando em conta a oferta e demanda de recursos e o nível de desemprego na economia; assim, a participação do setor real na formação da taxa de juros é de uma forma indireta: o juros pode contrair ou expandir o investimento (portanto afeta o nível de emprego). Deste modo, o Banco Central define a taxa de juros com graus

de liberdade estabelecidos pela reação da economia à taxa de juros, uma vez que uma diferença muito grande entre taxa de juros e inflação poderá gerar (dentre outras coisas) instabilidade no nível geral de preços ou desemprego. Se o juros estiver muito alto estimula a especulação financeira, e se estiver muito baixo estimula o consumo (pressão sobre os preços) (MOORE, 1988, p.263-266). O Banco Central ao estabelecer a taxa de juros a ser praticada estará se pautando em metas definidas pelas Autoridades Monetárias, e o público ao demandar crédito toma por base a taxa de juros real (ex ante) e o juro não afeta diretamente a taxa de inflação: ela é um referencial nas previsões sobre inflação, que pode fazer com que os agentes mudem suas expectativas. Afetando a taxa real de juros, por exemplo, pode levá-los a esperar uma taxa de inflação mais baixa no futuro, o que faria com que a taxa real de juro ex ante seja mais alta que a taxa real efetivamente praticada.

Os postulados das elasticidades de produção e substituição merecem algumas considerações. Em relação à primeira hipótese, Keynes estava assumido a premissa de que a sua disponibilidade é relativamente insensível à demanda. No mundo real, onde existem incertezas, por um lado há incentivos à retenção da moeda em detrimento da posse de outros ativos reprodutíveis com trabalho e, por conseguinte, a redução no emprego causada por este tipo

comportamento não é compensado pela produção de moeda, através de uma relação de produção. Por outro lado, a hipótese de negligenciável elasticidade de substituição obscurece o fato que nas economias monetárias modernas a demanda por moeda cria sua própria oferta, ignora a existência das "quase-moeda" e o papel das mesmas dentro do sistema financeiro.

CONCLUSÕES

A partir da posição *Horizontalista* de Moore, a presente dissertação procurou elaborar um reexame de algumas das questões mais frequentemente associadas a Keynes.

A primeira etapa do trabalho envolveu uma revisão do posicionamento de Keynes em relação à natureza da oferta monetária. Embora seja razoável admitir que a concepção de moeda como determinada de modo exógeno é a mais adequada à coerência lógica da teoria da preferência por liquidez (a parte mais conhecida da teoria monetária de Keynes) e às suas recomendações de política monetária, o sentido ambíguo presente em seus trabalhos mostra que há espaço para o dinheiro endógeno.

A pergunta natural então seria: que motivos levaram Keynes a aprovar a formulação da Teoria Geral,

em termos do modelo IS-LM, que implica a concepção do dinheiro como exógeno? Uma, dentre as resposta mais comuns, é de que, embora insatisfeito com a doutrina na qual foi criado, à época da elaboração da Teoria Geral, Keynes ainda não havia (por vários motivos) libertado-se da tradição quantitativista.

Posteriormente, ao responder às críticas suscitadas pela publicação da Teoria Geral, Keynes desenvolveu o motivo *finanças*, o qual teria propiciado uma revisão da Teoria Geral.

O motivo *finanças* entra no esquema da determinação da oferta monetária, uma vez que, tanto demanda (do público) como a oferta (pelos bancos) afetam a preferência por liquidez, isto é, o público pode mudar sua preferência condicionando os bancos a mudarem a oferta; ou, alternativamente, os bancos podem alterar a oferta fazendo mudar a preferência por liquidez do público.

Deve-se lembrar que, para os Pós-Keynesianos de um modo geral, o aspecto mais importante da obra de Keynes é justamente a ênfase das interações entre forças financeiras e decisões de gasto, como determinantes da produção, emprego e nível de preços. E, ainda, é justamente o motivo *finanças* a base para a reformulação da teoria monetária de Keynes, para torná-la adequada às condições do sistema bancário contemporâneo.

Dentro do programa Pós-Keynesiano de trabalho, Moore desenvolveu sua "posição *Horizontalista*" argumentando tanto em termos de uma oferta monetária infinitamente elástica, quanto em termos de interdependência entre as curvas de oferta e demanda de moeda.

A teoria de Moore fundamenta-se no *modus operandi* do sistema bancário, que primeiro expande o crédito, depois procura repor as reservas correspondentes.

Embora o trabalho de Moore implica uma crítica muito mais ampla à literatura econômica, cabe destacar as que estão mais estreitamente relacionadas à concepção de dinheiro endógeno: a incompatibilidade do conceito de dinheiro endógeno com a análise do multiplicador, de um lado, e com a formulação da Síntese Neoclássica de outro.

A incompatibilidade entre multiplicador e o dinheiro exógeno, refere-se ao mecanismo que garante a igualdade entre investimento e poupança: enquanto pelo multiplicador a igualdade se estabelece através de variações na renda, na análise de Moore a igualdade se dá via aumentos em *convenience lending*, resultantes do financiamento dos gastos em investimento.

Quanto a análise IS-LM, o grande problema está diretamente relacionado à hipótese de determinação da oferta monetária, de modo exógeno, e a subjacente

independência entre oferta e demanda de moeda: na verdade, a oferta monetária responde à demanda, portanto, a curva de oferta e demanda por moeda são interdependentes. Portanto, a concepção de moeda endógena indetermina o modelo IS-LM.

A partir do conceito de oferta monetária endógena, a determinação da taxa de juros, segundo a preferência por liquidez, torna-se inadequada: sendo a oferta monetária fixa, as variações na demanda provocam alterações na taxa de juros, ou seja, a taxa de juros seria determinada pela interseção das duas curvas, porém, as duas curvas não são independentes. A taxa de juros é determinada de forma exógena pelo Banco Central, segundo metas de políticas econômica.

Moore supera a análise do multiplicador de Keynes, na medida em que sua explicação de como ocorre a igualdade entre poupança e investimento é mais adequada aos modernos sistemas monetários, cuja característica maior é a existência do dinheiro creditício (um dos pilares da teoria da moeda endógena).

Por fim, cabe ressaltar que, muito embora seja grande a contribuição de Moore pela forma como trata do tema, a discussão sobre a natureza da oferta monetária ainda está longe de chegar à um consenso, mesmo entre Pós-Keynesianos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARESTIS, P. and Howells, P. (1996). Theoretical Reflections on Endogenous Money: The Problem With 'Convenience Lending'. Cambridge Journal Of Economics. (20):539-551.

ASIMAKOPOULOS, A. (1986). "Finance, Saving and Investment in Keynes's Economics: A Comment". Cambridge Journal Of Economics. March, 10(1), 81-82.

_____. (1986). Finance, Liquidity, Saving and investment. Journal Of Post Keynesian Economics. Fall, 9(1):79-90.

_____. (1983). Kalecki and Keynes on Finance, investment and Saving. Cambridge Journal Of Economics. Academic Press (London-UK), (7):221-223.

CARVALHO, Fernando C de. (1993). Sobre a Endogenia da Oferta de Moeda: Réplica ao Professor Nogueira da Costa. Revista de Economia Política. Julho-setembro, 3 (51):112-119.

CHICK, V. (1993). A macroeconomia Após Keynes: Um reexame da Teoria Geral. Forense Universitária, Rio de Janeiro-Rj, 399 páginas.

_____. (1993). Keynes's Monetary Theory: A Partial Survey. Revista de Economia Política. Outubro-dezembro, 4(52):127-134.

COSTA, F.N. da. (1992). Ensaio de Economia Monetária. São Paulo-SP, Bional (educação).

_____. (1993). (IM)propriedades da Moeda. Revista de Economia Política. Abril-junho, 2(50):61-75.

_____. (1994). Sobre O "horizontalismo" da Oferta Monetária: Tréplica ao professor Cardim de Carvalho. Revista De Economia Política. Janeiro-março, 1(53):142-146.

COTRELL, A. (1994). Endogenous Money and Multiplier. Journal Of Post Keynesian Economics. Fall, 17(1):111-131.

- DALZIER, P. (1996). The keynesian Multiplier, liquidity Preference and Endogenous Money. Journal Of Post Keynesian Economics. Spring, 18(3):311-357.
- DAVIDSON, P. (1986). Finance, Funding, Saving and Investment. Journal Of Pos Keynesian Economic. Fall, 9(1):101-110.
- DOW, S.C. (1996). Horizontalism: A Critique. Cambridge Journal Of Economics. (20):497-508.
- FALCONÍ, N.J. (1986). Keynes - cincuenta anos después. Gráficas Pueblas, Equador, 180 páginas.
- FAZZARI, S. (1989). Keynesian Theories of Investment: Neo, Post and New. Revista De Economia Política. Outubro-dezembro, 9(4):101-111.
- GOODHART, C. A. (1991). Is the Concept of Equilirium Demand For Money Meaningful? A Reply To "Has The Demand For Money Been Mislaid?". Journal Of Post Keynesian Economics. Fall, 14(1):134-136.

HANSEN, A.H. (1987). Guia para Keynes. Vértice Universitária, São Paulo-SP, 242 páginas.

HICKS, J. (1987). A Crise na Economia Keynesiana. Vértice universitária, São Paulo-Sp, 69 páginas.

KEYNES, J.M. (1985). A Teoria Geral do Emprego do Juro e da moeda. Coleção os Economistas. 2ª.edição. Nova Cultural, São Paulo-SP, 399 páginas.

_____. (1971). The Collected Writtings Of John Maynard Keynes. New York, Macmillan.

_____. (1971) A Tract on Money Reform.The Collected Writtings of John Maynard Keynes, volume iv. Macmillan, London-UK.

_____. (1971). A Treatise on Money, Part 1: The Pure Theory of Money (1930). The Collected Writtings of John Maynard Keynes, volume 5. MacMillan, London-UK.

_____. (1971). A Treatise on Money, Part 2: The Apllied Theory of Money (1930). The Collected Writtings of John Maynard Keynes, volume vi. MacMillan London-UK.

KING, R.G. and PLOSSER, C.I. (1994). Money, Credit, and Prices In a Real Business Cycle. The American Economic Review. (June):363-393.

LIMA, G.T. (1992). Em Busca do Tempo Perdido: A Recuperação Pós-Keynesiana da Economia do Emprego de Keynes. 16°. Prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro-RJ, 125 páginas.

MANKIW, N. G. (1990). A Quick Refresher Course of Macroeconomics. Journal Of Economic Literature. December, (28):1645-1660.

MOULO, M.L.R. (1988). Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e Papel da Autoridades Monetárias: uma leitura de Minsky. Revista de Economia Política. 8(1):100-123.

MOORE, B. (1983). Unpacking The Post Keynesian Black Box: Bank Lending And The Money Supply. Journal Of Post Keynesian. Spring, 10(3):372-385.

_____. (1988). Horizontalist And Verticalist: The Macroeconomics Of Credit Money. Cambride University Press. London-UK, 419 paginas.

_____. (1989). "A Simple Model Of Bank Intermediation". Journal Of Post Keynesian Economics. Fall, 12(1):10-28.

_____. (1991). Has The Demand For Money Been Mislaidd? A Reply To "How Moore Become Too Horizontalist"?. Journal Of Post Keynesian Economics. Fall, 14(1):125-136.

_____. (1991). Money Supply Endogeneity: "Reserv Price Setting" Or "Reserv Quantity Setting"? Journal Of Post Keynesian Economics . Spring, 13(3):404-413.

_____. (1994). The Demise Of The Keynesian Multiplier: A Reply To Cotrell. Journal Of Post Keynesian Economics . Fall, 17(1):121-133.

PALLEY, T.I. The Endogenous Money Supply: consensus and disagreement. Journal Of Post Keynesian Economics. 13(3):397-403.

POLLIN, R. (1991). Two Theories Of Money Supply Endogeneity: some empirical evidence. Journal Of Post Keynesian. Spring, 13(3):366-396.

PAULA, G.M. de. (1994). As Duas Teorias da Endogeneidade da Oferta Monetária. Economia - Ensaio. Julho, 8(2):69-87.