

## **PARTE II**

### **DEMANDA POR DINHEIRO E PREFERÊNCIA POR LIQUIDEZ**

## CAPÍTULO 3

### DEMANDA POR DINHEIRO: ESTABILIDADE OU INSTABILIDADE

*“Um economista é aquele sujeito que sabe o preço de tudo, mas não sabe o valor de nada”.*

#### 3.1. Introdução

Nos livros-texto de economia monetária, é comum distinguir entre o "*modelo clássico*" e o "*modelo keynesiano*". O **modelo clássico** é caracterizado por *função velocidade de circulação da moeda estável*, com demanda por encaixes dependente (a) das transações, (b) da duração dos períodos de pagamento e (c) dos padrões de gasto. O **modelo keynesiano** é caracterizado pela ênfase sobre os *motivos transacional, precaucional, especulativo e finance para demandar dinheiro*, conduzindo à abordagem de *portfolio*.

O mais influente tratamento moderno, no *mainstream*, da demanda por dinheiro foi a rerepresentação da Teoria Quantitativa da Moeda, realizada por Friedman, como teoria da demanda por moeda, cuja função seria estável. Esta hipótese, testada em vários trabalhos econométricos com resultados inconclusivos, colocou-se como oposição à visão, associada a Keynes, que elasticidade da demanda por dinheiro em relação à taxa de juros é extremamente elevada, e à visão relacionada, fundada no *Radcliffe Repport* (com participação de Kaldor), que a velocidade de circulação da moeda é instável.

A **idéia básica**, em debate, é que não adianta insistir em controle direto da oferta de moeda se sua contrapartida – a demanda por moeda – apresentar comportamento instável. Discute-se a possibilidade de determinar certa oferta monetária que não atenda à demanda inflacionária, ou seja, só sancione a demanda por moeda “normal”: a ocorrida em período sem inflação.

Vamos mostrar, brevemente, o tratamento dado à demanda por moeda, tanto no modelo "clássico", quanto no modelo "keynesiano". Referente ao primeiro, apresentaremos a diferença do enfoque da velocidade de circulação da moeda na Equação de Trocas de Fisher e de Cambridge em relação ao dado pela teoria da demanda por moeda estável, elaborada por Friedman. Quanto ao segundo, recuperaremos os motivos da demanda por saldos de caixa, ou seja, o transacional, o precaucional, o especulativo e o *finance*, que geralmente não é apresentado pelos “manuais”, segundo a visão original de Keynes. Após, comentaremos a tentativa de síntese keynesiano-neoclássica, elaborada por keynesianos tradicionais como Baumol e Tobin, respectivamente, através da teoria da demanda por moeda para fins transacionais e da teoria da seleção da carteira de ativos. Por fim, destacaremos a distinção entre a demanda por moeda e a preferência pela liquidez, na fronteira do debate pós-keynesiano.

### 3.2. Questão da estabilidade da demanda por moeda

Economistas ortodoxos lidam com "meias-verdades", cuja raiz está no "mito da moeda", que define o que é ou não é *moeda*; e quem emite ou não *passivo monetário*. Muitas vezes não sabem qual moeda realmente é aceita como dinheiro, mas mesmo assim propõem meta para seu crescimento.

Devido às contínuas inovações financeiras, há problema na definição de qual moeda tem aceitação geral (social e legal), em cada momento, como dinheiro. Principalmente em regime de alta inflação, a emissão de títulos de dívida pública com alto grau de liquidez, garantidos pelo governo, dá a eles o caráter de lastro de "quase-moeda" difícil de distinguir da moeda oficial propriamente dita. Com a automação dos bancos, estes vinculam as contas correntes aos fundos mútuos de investimento, de maneira que os clientes somente mantêm saldo mínimo como depósitos à vista, que estão sujeitos aos depósitos compulsórios no Banco Central. Nesse caso, o custo de conversão de aplicações receptoras de juros para depósitos transferíveis por cheques é desprezível.

Com isso, há problemas empíricos na determinação e definição das variáveis explicativas da demanda por moeda. Mesmo teoricamente não é assunto resolvido. Como há dificuldade de mensuração da *riqueza individual*, para especificar a função que a relaciona com os saldos monetários, é comum a utilização do nível de *renda corrente* como *proxy*. Quanto ao uso da taxa de juros nominal ou da taxa de inflação como a variável mais importante para explicar a demanda por moeda, isto depende do contexto: se é inflacionário ou não. Quando ambas variáveis são colocadas como determinantes simultâneas da equação da demanda por moeda, surge o problema econométrico de *multicolinearidade*, pois elas se movem na mesma direção. Outras preocupações são: em decisão *ex-ante*, o que importa é a taxa de inflação esperada e não a observada *ex-post*; não se tem certeza a respeito de qual taxa de juros é a mais correta como determinante da demanda por moeda, se a *de referência* ou a *de mercado*; se a *de curto prazo* ou a *de longo prazo*.

Portanto, os estudos econométricos sobre o comportamento das estimativas das elasticidades da demanda por moeda em relação às variáveis que a explicam, e a aplicação de testes de causalidade entre as variáveis, não conseguem dar alguma palavra final nas controvérsias sobre a demanda por moeda. Aliás, sabe-se que "nenhuma controvérsia importante na teoria econômica foi resolvida através do teste ou da mensuração empírica"<sup>1</sup>. As controvérsias se resolvem não porque uma das teorias é falsificada, mas porque a outra comanda maior poder de convencimento. Controvérsias se resolvem retoricamente. Daí a importância da Teoria Alternativa da Moeda.

Mesmo a proposição quantitativista de *teoria monetária dos preços* apresenta o *problema da defasagem*: o efeito retardado do crescimento monetário

1

ARIDA, Pérsio. A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica. REGO (org.). Revisão

sobre a inflação. Para Friedman, inclusive em seu último livro, *Money Mischief*<sup>2</sup>, a *defasagem não é nem uniforme*. “O efeito sobre os preços, como sobre a renda e a produção, é distribuído ao longo do tempo, mas chega cerca de 12 a 18 meses mais tarde, de modo que a demora total entre uma alteração no crescimento monetário e uma alteração na taxa da inflação atinge, em média, algo em torno de 2 anos. (...) A curto prazo, que pode ter a duração de 3 a 10 anos, as alterações monetárias afetam primordialmente a produção. Ao longo de décadas, por outro lado, a taxa de crescimento monetário afeta primordialmente os preços” (pp. 54/5).

Dessa forma, a base temporal para o teste da previsão desse impacto inflacionário da emissão monetária só pode ser arbitrária. O que se pode dizer sobre a capacidade de previsão de teoria que, quando é testada, aponta relação entre duas variáveis (oferta de moeda e nível geral de preços) “longa e variável”?

Não é nosso objetivo testar com econometria algumas proposições básicas encontradas na Teoria Quantitativa da Moeda, como a exogeneidade da oferta da moeda ao sistema e a estabilidade da demanda por encaixe real de moeda. Vamos tentar convencer os leitores a respeito da validade dos postulados da Teoria Alternativa da Moeda com base em argumentação lógica.

**A questão-chave** é: para que fazer o controle da oferta da moeda, quando se desconhece a demanda por moeda? Como saber *ex-ante* quanto os agentes econômicos querem de moeda em circulação ativa?

O controle monetário (da quantidade de moeda ofertada) só seria instrumento útil, para a política econômica, se tivesse influência previsível sobre o nível de preços ou de renda. Isso dependeria de comportamento estável ou regular dos demandantes da moeda. Não adianta controlar a oferta de moeda se sua demanda tiver comportamento cujos resultados são incertos e aleatórios. É isso, justamente, o que ocorre em época de inovações financeiras e/ou de inflação alta. O comportamento torna-se volátil, flutuando entre aplicações financeiras e conversões monetárias. O descontrole monetário deriva da causalidade unidirecional do nível de preços para a demanda por moeda e daí para a oferta de moeda.

Mas o *mainstream* dos economistas considera essencial analisar o comportamento das variáveis que compõem a demanda por moeda: se esta for perfeitamente elástica em relação à taxa de juros ou perfeitamente juros-inelástica, terá resultados opostos com relação às políticas fiscal e monetária. Antes de apresentarmos a função demanda por moeda estabelecida por Friedman, vamos verificar o tratamento neoclássico da velocidade de circulação da moeda.

### 3.3. Velocidade de circulação da moeda na Equação de Trocas.

<sup>2</sup> FRIEDMAN, Milton. *Episódios da História Monetária*. RJ, Record, 1994 (original de 1992).

A **velocidade de circulação da moeda** é a medida do número de vezes que uma unidade monetária muda de possuidor, em determinado período.

$V = PT / M^S$  é a relação do *fluxo* de pagamento com o *estoque* de moeda que o efetiva.

$V = Y / M^S$  representa a *velocidade-renda* (ou *transações*), utilizando-se da renda nacional como *proxy* da riqueza líquida. Se  $V = Y / M^S > 1$ , isto significa que  $M^S$  circula mais que uma vez, para validar as transações.

A velocidade média ponderada de cada unidade monetária depende do *tempo de retenção da moeda recebida*, relacionado com as formas da moeda e os circuitos de produção, consumo e financeiro, em que circula. Se a velocidade  $V$  é *baixa*, a retenção monetária é *alta*. Maior velocidade  $V^d$  de transferência bancária, representadas por maiores *retiradas* [saídas] e *recolhimentos* [entradas], no sistema bancário, significa que está ocorrendo queda dos saldos ociosos e aumento das aplicações financeiras, devido à maior taxa de juros. Maior velocidade  $V^c$  de pagamentos com papel-moeda em poder do público (*nº de transferências das notas/ano*) em função, por exemplo, da elevação da inflação (e diminuição do valor da moeda) significa que a reserva monetária ( $M^d$  *ociosa*) está menor e que a rotação da moeda tornou-se mais rápida. Se  $V^d > V^c$ , logo, aumento na relação  $DV / PMPP$  provoca aumento da velocidade de circulação da moeda  $V$ .

O **postulado da proporcionalidade** da Teoria Quantitativa da Moeda exige que a velocidade de circulação da moeda seja virtualmente estável a curto prazo, determinada por:

- (a) os hábitos comunitários de posse da moeda referentes a recebimentos e desembolsos (frequência, durabilidade e sincronização de pagamentos);
- (b) fatores institucionais e tecnológicos.

A Equação das Trocas, apresentada por Fisher, em 1911, e a de Cambridge são aritmeticamente equivalentes uma a outra ( $M = k.P.Y$ , onde  $k = 1 / V$ ), mas pousam sobre noções fundamentalmente diferentes do papel da moeda na economia. A de Fisher vê a moeda somente como um meio de troca continuamente "em movimento", ou seja, constantemente mudando de mãos de comprador para vendedor. A Equação de Trocas de Cambridge vê a moeda como domicílio temporário do poder de compra de ativo, formado em parte por saldo de caixa "ocioso", pois o dinheiro que não circula tem velocidade zero. Essa *abordagem de saldo de caixa* inclui, além dos ativos usados, primariamente, para efetuar trocas como meios de pagamentos, depósitos não transferíveis por cheques e, possivelmente, outros ativos líquidos.

### 3.4. Teoria da demanda por moeda estável, em Friedman

A *versão saldo de caixa* da Equação de Trocas, apresentada por Cambridge, focaliza a demanda por dinheiro e a *volição* (ato pelo qual a vontade determina a velocidade) mais do que aspectos mecânicos (acidentais e arbitrários) do fluxo circular da moeda. Ela pode ser vista como o ponto de partida da abordagem keynesiana da demanda por dinheiro, das modernas teorias de portfólio para tratar da demanda por moeda, e da rerepresentação da Teoria Quantitativa da Moeda feita por Friedman.

Esta **reformulação monetarista** enfatizou dois novos aspectos:

- (a) a Teoria Quantitativa da Moeda foi reinterpretada como teoria da demanda por moeda, não constituindo então, diretamente, teoria da determinação do nível de preços e da renda nominal;
- (b) a essência da Teoria Quantitativa da Moeda passou ser a existência de relação funcional estável entre a velocidade da moeda (ou sua contrapartida, a quantidade de saldo real demandado) e certo número de variáveis independentes que a determina.

A primeira reformulação de Friedman foi destinada a rebater muitas das críticas keynesianas:

- (a) negando que a Teoria Quantitativa da Moeda era teoria de determinação da renda, Friedman buscou desembaraçá-la da crítica keynesiana de que ela assumia o pleno emprego;
- (b) enunciando a Teoria Quantitativa da Moeda como função demanda por moeda capaz de ser empiricamente testada, Friedman tentou contrariar a afirmação keynesiana que a teoria era mera tautologia.

Diferentemente dos teóricos quantitativistas clássicos, os monetaristas não interpretam a quantidade de saldos reais demandada quase como constante numérica. Na versão de Friedman, a demanda por moeda está considerada dentro de ampla abordagem sobre a demanda por ativos, na tradição da versão de Cambridge. Seu tratamento é análogo ao realizado pelo *mainstream*, em tema fundamental da Macroeconomia: como as famílias dividem a renda entre consumo e poupança, em escolha intertemporal, ou seja, considerando como suas decisões presentes vão afetar as futuras oportunidades. No caso da demanda por moeda, a restrição orçamentária é a *riqueza*, e não a *renda*.

Sendo a limitação orçamentária do agente econômico o *nível de riqueza*, este é dado pela soma do total de seus ativos. A carteira de ativos de um agente constitui-se de: moeda que tem valor nominal fixo **M** e produz rendimentos não pecuniários; ativos de renda fixa **A<sub>f</sub>** que rendem **r<sub>f</sub>**; ativos de renda variável **A<sub>v</sub>** que rendem **r<sub>v</sub>**; e ativos como bens físicos **A<sub>b</sub>** e capital humano **A<sub>h</sub>** (capacidade

peçoal de ganho) que produzem rendimentos que podem ser medidos através da taxa esperada de inflação  $r_i$ . O *saldo de caixa*, portanto, constitui ativo alternativo a outros tipos de ativos, nominais ou físicos.

Em condições normais (sem instabilidade inflacionária), Friedman enxerga a **demanda por moeda** como *função estável* de várias variáveis:  $M^d = f(Y_p, r_f, r_v, r_i, P, h, u)$ , tais como:

1. o nível de renda  $Y$ , que é a estimativa aproximada do nível de riqueza, cuja proxy *renda permanente* é a média ponderada das rendas passadas, correntes e esperadas;
2. a taxa esperada de rendimentos alternativos resultantes de ativos de renda fixa  $A_f$ , ativos de renda variável  $A_v$ , e ativos como bens físicos  $A_b$  e capital humano  $A_h$ , isto é, o custo oportunidade da posse de moeda;
3. a taxa de inflação antecipada  $P$  ou o custo de depreciação dos saldos de caixa pelo nível de preços;
4. a razão  $h$  entre a renda proveniente da riqueza não-humana e a renda obtida da riqueza humana, que expressa o valor atual da renda futura gerada pelo capital humano;
5. a variável  $u$  que capta as mudanças nos gostos, preferências, progresso tecnológico, bem como outros fatores aleatórios, inclusive o atributo de liquidez do ativo monetário.

Essa é a *forma funcional agregada* da demanda por moeda, onde a taxa de juros não é vista como importante determinante *direta*: há baixa elasticidade-juros da demanda por moeda por motivo transacional. Pode-se rerepresentar de *forma reduzida* a equação da demanda por moeda *em termos reais*, em período não-inflacionário ( $r_i = 0$ ), considerando não significativa a variável  $h$  que mede a proporção entre as riquezas não-humana e humana, sendo  $Y_p$  a renda permanente e  $r$  o custo de oportunidade em reter moeda face à renda fixa e à renda variável ou frente à taxa de juros média em torno da qual essas rendas se movem:  $M / P = f(Y_p, r)$ .

**O quanto se mantém de saldo de caixa** depende de:

1. a **utilidade da moeda**: separar o ato da compra do ato da venda e ser reserva para emergência futura;
2. os **custos**: *de oportunidade na perda de juros*, face à incerteza quanto ao rendimento de ativos alternativos, e *de alteração do valor real do saldo de caixa*, frente à taxa de inflação.

O ponto seguinte, após mostrar as condições para a estabilidade da demanda por encaixe real de moeda, é como fazer a reconciliação da oferta monetária, considerada *exógena* ao mercado, com essa demanda. Historicamente, o compromisso de conversão aos meios de pagamento era certa limitação quantitativa: as condições físicas da produção do lastro monetário tinham papel importante. Segundo Friedman, no mundo contemporâneo, a oferta da moeda é aquela que as autoridades monetárias quiserem.

Sob o ponto-de-vista monetarista, as **decisões das autoridades monetárias** dependem de:

1. as *necessidades burocráticas*;
2. as *crenças e os valores pessoais* dos encarregados;
3. os *acontecimentos correntes ou presumidos* na economia;
4. as *pressões políticas* às quais estão sujeitas; etc.

De acordo com os princípios básicos da teoria monetária de Friedman, é essencial distinguir entre:

- a quantidade *nominal* de moeda: determinado pelo Banco Central;
- a quantidade *real* de moeda: o público determina o total de bens e serviços que a quantidade *nominal* irá comprar, através de sua demanda de moeda.

Friedman observa que o que realmente importa é o *poder aquisitivo* dos encaixes monetários possuídos (saldos de caixa *reais*), ou seja, aquilo que os saldos *nominais* irão de fato poder comprar.

Outra distinção crucial é entre as alternativas abertas ao *indivíduo* de gastar mais saldos do que recebe de renda, e à *comunidade como um todo*, limitada apenas à transferência de saldos. Para monetarista, serão frustradas todas as tentativas de expansão econômica com base em política monetária “frouxa” de “dinheiro barato” por só provocar a alta do valor nominal da *dada* oferta de bens e serviços.

O aumento da oferta de moeda não possui a capacidade de provocar a ampliação da capacidade produtiva, a alteração dos gostos e preferências, ou a substituição de produtos. Permanece o mesmo fluxo real de bens e serviços que havia antes da expansão monetária.

Finalmente, em crítica ao *princípio da demanda efetiva*, para Friedman, a teoria monetária tem de fazer distinção entre o *ex ante*, quando *gastos excedem receita*, e o *ex post*, quando *têm de ser iguais*. As tentativas individuais de redução

dos saldos extras de caixa, que vão além do *encaixe real desejado*, só provoca elevação dos preços e, em consequência, da renda nominal.

### 3.4. Motivos da demanda por moeda em Keynes

A versão clássica dos motivos da demanda por dinheiro apresenta a moeda somente como *instrumento de trocas*, neutra, não atingindo a taxa de juros e o emprego. A versão keynesiana enfatiza a moeda como *reserva de valor*, tanto para fins transacionais futuros, como para fins precaucionais e oportunidades especulativas. A moeda é *não-neutra*, pois, retida em função das expectativas incertas acerca das variações futuras na taxa de juros, afeta o emprego, em curto prazo.

Aumento na velocidade-renda da moeda, que é estabelecida pela menor proporção de renda que o público deseja conservar em forma de moeda, pode ser sintoma de redução na *preferência pela liquidez*, assunto normalmente apresentado como substancialmente idêntico ao que tem sido estudado sob a designação de *demanda por moeda*. Todavia, não é a mesma coisa, uma vez que é em relação ao seu saldo acumulado de riqueza líquida (*estoque*) e não em relação à sua renda (*fluxo*) que o indivíduo pode exercer sua escolha entre a liquidez e a iliquidez. Ao se assumir que a demanda por moeda em seu conjunto (e não somente certa parte dos encaixes líquidos do público) tenha determinada relação com a renda não se leva em conta o papel desempenhado pela taxa de juros.

A demanda agregada da moeda do indivíduo é apresentada por Keynes, no capítulo 15 da *Teoria Geral*, como decisão ímpar, para a qual concorrem vários motivos diferentes, a respeito de um fundo único. Não há compartimentos estanques. É sem separação nítida, nem mesmo se realizada mentalmente.

A falta de sincronismo entre pagamentos e recebimentos justifica a retenção de saldos monetários para fins transacionais. O **motivo transação** pode subdividir-se em motivo *renda* e motivo *negócios*.

O **motivo renda** refere-se a conservar recursos líquidos para garantir a transição entre o recebimento e o desembolso da renda. Dependerá de:

- (a) o montante de renda;
- (b) a duração normal do intervalo entre o seu recebimento e o seu desembolso.

O conceito de *velocidade-renda da moeda* é estritamente apropriado apenas a este contexto.

O **motivo negócios** refere-se aos recursos líquidos que são conservados para assegurar o intervalo entre o momento em que começam as despesas (compras) e o do recebimento do produto das vendas (realização). Dependerá de:

- (a) o valor da produção corrente (e do rendimento corrente);
- (b) o número de intermediários através dos quais passa essa produção.

O **motivo transacional** não inclui a demanda por dinheiro para realização de operações discricionárias, isto é, que se exercem à *discrissão*, com prudência e reserva, de modo arbitrário. Como exemplos destas estão a realização de investimentos empresariais ou a compra de duráveis por consumidores. Refere-se apenas a aquelas ligadas à reprodução das atividades rotineiras e repetitivas dos agentes econômicos. É ligado à idéia de gastos rotineiros para girar a renda corrente. Constitui retenção temporária de moeda, entrando de maneira *passiva* em circulação *ativa*, devido às decisões de gastos programadas ou aos compromissos contratuais pré-estabelecidos.

Enquanto o **motivo-transação**, relacionado à repetição e rotina, se liga às despesas *ordinárias* e *certas*, o **motivo-precaução**, composto por saldos ociosos para imprevistos, relaciona-se com despesas *extraordinárias* e *incertas*.

O **motivo precaucional** para demanda por moeda é tanto para atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas de realizar compras ou aplicações vantajosas quanto para conservar certo ativo de valor fixo em termos monetários com a finalidade de honrar alguma obrigação estipulada em dinheiro. O **motivo precaucional** é o que mais corresponde à idéia de que a moeda é determinado ativo seguro, com o qual se pode atravessar futuro incerto e nebuloso, até que as perspectivas e escolhas se tornem mais definidas.

Tanto o **motivo precaucional** quanto o **motivo especulativo** se definem por causa da incerteza quanto ao futuro. Referem-se à decisão voluntária de retenção de moeda *ociosa* ou *inativa*.

- **motivo precaucional** ocorre quando há expectativa que a taxa de juros mudará, mas não se aponta em que sentido.
- **motivo especulativo** surge quando há expectativa que a taxa de juros provavelmente mudará em determinada direção.

Portanto, "a demanda especulativa por dinheiro ocorre quando se tem 'pistas' sobre o futuro, ou seja, quando se tem expectativas definidas (não necessariamente corretas pois é impossível saber *a priori*) sobre o futuro"<sup>3</sup>. Trata-se de demanda de dinheiro para "espera". Quando há expectativa de aumento futuro da taxa de juros, ou queda do valor dos títulos prefixados existentes no

<sup>3</sup>

CARVALHO; op. cit. (1992); p. 186.

mercado secundário, é melhor esperar que isto ocorra para só então se fazer aplicações.

A força desses três tipos de motivos dependerá, em parte, do custo e da segurança dos métodos para obter dinheiro em caso de necessidade, por meio de alguma forma de empréstimo temporário, por exemplo, saques a descoberto.

O que Keynes mostra é que *não é irracional manter ativos monetários para satisfazer oportunidades lucrativas*, quando há razões para acreditar em mudança a seu favor no preço dos títulos ou na taxa de juros. Pelo **motivo precaucional-especulativo** a moeda é retida como *ativo* com retorno em função de seu atributo de liquidez. Possui a capacidade de permitir ao seu detentor reestruturar imediatamente se *portfólio*, quando suas expectativas se confirmarem ou a incerteza diminuir.

O uso de saldos ativos de caixa foi denominado de **circulação industrial** por Keynes, em seu *Tratado da Moeda* (1930), opondo-se ao uso da porção da oferta de moeda que envolve o negócio de distribuição de títulos ou reservas de valor, a **circulação financeira**. Na *Teoria Geral* (1936), a moeda retida para *circulação financeira* está associada aos *motivos precaucional e especulativo*, enquanto a dita em *circulação industrial* “ativa” associa-se ao motivo *transacional*.

Em 1937, Keynes destacou a retenção de dinheiro por motivo de uma *despesa discricionária planejada* - o **motivo finance** -, p.ex., entre o planejamento de um investimento e a execução (ou realização). No planejamento de um *gasto discricionário*, como o investimento, o agente econômico tende a reter, *anteriormente ao dispêndio efetivo*, certa quantidade de dinheiro como fundo de reserva e/ou depreciação que lhe permita, seja realizar parte de seus gastos autonomamente (*autofinanciamento interno*), seja conseguir recursos de terceiros em melhores termos (*financiamento externo* à empresa).

Em *antecipação* a gastos discricionários, há demanda adicional por saldos inativos que, se não acomodada, poderá pressionar a disponibilidade de dinheiro para atender aos outros três motivos. O **motivo finance** está a meio-termo entre a **demanda transacional**, que é demanda de saldos ativos para serem dispendidos, relacionada com plano definido de dispêndio, e a **demanda precaucional-especulativa**, que é demanda de dinheiro para ser retido ocioso, representada sob forma de saldos inativos.

Em síntese, podemos apresentar o seguinte quadro:

Motivos da Demanda por Moeda	Para Despesas
Transacional	Ordinárias
Precaucional	Incertas
Especulativo	Diferidas
<i>Finance</i>	Extraordinárias

### 3.5. Teorias da demanda por saldos monetários e da seleção da carteira de ativos

Em proposição de síntese keynesiano-neoclássica, Baumol (1952) e Tobin (1956) apresentaram, independentemente, duas teorias da demanda por saldos monetários.

Baumol tentou avançar em relação à versão original de Keynes, para justificativa da demanda por moeda com fins transacionais. Alegou que, ao contrário do que afirma Keynes, literalmente, no capítulo 15 da *Teoria Geral*, ele teria separado a demanda por moeda em compartimentos estanques e com separação nítida. Os saldos *ativos*, em circulação por razões transacionais, seriam determinados somente em função da *renda*. Os saldos *inativos*, retidos com fins precaucionais ou especulativos, estariam aguardando alguma variação na *taxa de juros*. Com a contínua estabilidade da taxa de juros, deixa de haver razão para essa retenção ociosa.

Como a *moeda ociosa* não recebe juros, envolvendo custos de oportunidade proporcionais à taxa de juros “perdidas”, a administração de carteira de ativos mais vantajosa busca manter saldos monetários mínimos, para cobrir estritamente as necessidades transacionais certas.

Baumol acaba abstraindo as retenções de moeda por motivações precaucionais e especulativas e submetendo a parcela restante de saldos de caixa a um montante que sofre influência da taxa de juros.

Os agentes econômicos racionais *minimizariam* os custos de oportunidade, relacionados à manutenção de saldos de ativos monetários sem rentabilidade, para *maximizarem* as aplicações financeiras viáveis.

Tobin adverte que existe *custo de conversão* entre ativos financeiros e ativos monetários. Portanto, são os rendimentos *líquidos*, resultantes da diferença entre os juros recebidos e os custos de transação, que devem ser maximizados.

Mas, concluí também que a quantidade de moeda demandada para transações é inversamente relacionada à taxa de juros recebida pela alternativa de adquirir títulos financeiros. Na composição ótima de certa carteira de ativos, há combinação de moeda e títulos financeiros, pois eles não são mutuamente excludentes.

Em sua teoria da seleção da carteira de ativos, Tobin (1958) mostra a preferência pela liquidez como comportamento em relação ao *risco*. Apesar de Keynes destacar o conceito de *incerteza* em sua análise, os keynesianos tradicionais transformam-na em *risco probabilístico*. Os agentes econômicos selecionariam seus portfólios como se tivessem certeza sobre o futuro.

Para Tobin, a principal determinante da preferência pela liquidez não é a expectativa incerta, mas a distribuição de probabilidade dos riscos estimados com a perda ou o ganho de capital. Quanto mais concentrada for a distribuição, maior será a probabilidade de ocorrer o valor médio esperado dos ganhos de capital e menor será o risco inerente à carteira. Assim, a proporção de saldos retidos sob a forma de títulos financeiros determina o retorno esperado e o risco. Diminui a aversão ao risco do investidor em proporção ao aumento do retorno da carteira.

Na teoria da seleção de carteira, elaborada por Tobin, abstrai-se outros ativos que não sejam nem monetários nem financeiros. Em carteira de ativos sem risco, a totalidade deles está sob *forma monetária*. Portanto, não oferecem rendimentos, somente liquidez e segurança. No outro extremo de seleção de carteira, quando a totalidade dos ativos está sob *forma de títulos financeiros*, que pagam juros e estão sujeitos a flutuações de preços, atinge-se o ponto máximo de risco. Cada agente econômico, sujeito à restrição orçamentária, dada pelo nível de riqueza individual, busca escolher certa combinação de ativos que, de maneira probabilística, maximiza o retorno e minimiza o risco. Intuitivamente, faz diversificação de riscos, ou seja, “não coloca todos os ovos na mesma cesta”.

Deduz-se desse modelo teórico, elaborado por Tobin, que toda a manutenção de saldos monetários em caixa depende do nível de riqueza e reage inversamente à taxa de juros.

Nos modelos estocásticos, quando se sabe qual é a probabilidade de ocorrência de certo evento, reduz-se seu resultado à certeza equivalente. Nesse caso, não há incerteza. Para economistas pós-keynesianos, *incerteza* não é a mesma coisa que *risco*, pois refere-se às possibilidades não quantificáveis probabilisticamente de processos cujos resultados futuros, não predeterminados, são múltiplos. O mundo econômico sob inovações é não estacionário. Possui “espaço amostral” que varia ao longo do tempo e impossibilita cálculo de probabilidades. Não há sentido em leis de probabilidade quando pode surgir algum experimento crucial, isto é, evento que altera as condições iniciais de maneira irreversível. Comportamentos divergentes, devido a previsões que não coincidem, resultam em futuro incerto, cujas probabilidades não podem ser medidas.

Portanto, os pós-keynesianos discordam da tentativa de Tobin mostrar a preferência pela liquidez como comportamento relacionado a risco. Mas não só criticam a substituição do conceito de *incerteza* por *risco calculável*. Destacam também a diferença conceitual entre a *demanda por moeda* e a *preferência pela liquidez*.

### 3.6. Preferência pela liquidez segundo pós-keynesianos

Para Keynes, taxa de juros elevada, ou seja, prêmio mais alto para abandonar a liquidez, é o sintoma de maior preferência pela liquidez monetária. No entanto, há determinado montante de demanda de moeda que permanece inalterado por maior que seja a taxa de juros: trata-se da parcela retida para transações. No extremo oposto da função, estabelece-se a *armadilha da liquidez*, em segmento perfeitamente elástico em relação à taxa de juros, onde os que possuem ativos monetários são unânimes quanto à expectativa de que a taxa de juros já se encontra tão baixa que não seria possível baixá-la ainda mais. Nesta circunstância, aguardam sua elevação.

Randall Wray faz distinção entre *liquidez* e *moeda*, e entre *preferência por liquidez* e *demanda por dinheiro*<sup>4</sup>.

**Ativo líquido**, normalmente com maturidade de curto prazo, é aquele que pode ser rapidamente convertido em meio de troca, isto é, ativo monetário, com pequena perda de valor.

A **liquidez** é um dos atributos da moeda, e o montante de liquidez, nas formas alternativas de moeda, varia. Pode ser medido pelo prêmio requerido para induzir alguém a trocar certo ativo líquido por outro ativo com menos liquidez. Crescimento na *preferência pela liquidez* implica no aumento deste prêmio.

**Preferência pela liquidez** não é o mesmo que **demanda por moeda**. Acréscimo na preferência pela liquidez pode até ser associado com queda na demanda por moeda e, conseqüentemente, na oferta de moeda. A demanda por moeda, nesse caso, está relacionada com a demanda por *finance* para gasto de investimento.

Esta função de meio de pagamento diferido, no *mercado de crédito*, é tão importante quanto à função de segurança que oferece, em mundo de incerteza. Quando se concentra somente sobre a preferência pela liquidez, só se enfoca a função da moeda como instituição defensiva.

<sup>4</sup>

WRAY, L. RANDALL. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. England, Edward Elgar, 1990. pp. 16-20 e pp. 162-170.

Em suma, Wray usa o termo *demanda por moeda* "para indicar disposição para emitir débitos, ou disposição para expandir a capacidade orçamentária de gastar em bens, serviços ou ativos. Esta definição claramente distingue demanda por moeda e preferência pela liquidez" <sup>5</sup>.

Na medida em que a **demanda por dinheiro** é definida como disposição a emitir débitos, para financiar gastos, é ligada primariamente a *fluxos* de gastos. Assim definida, não impacta *diretamente* taxas de juros.

Entretanto, acréscimo na demanda por moeda que é atendido por expansão dos saldos bancários, desde que os bancos providenciem crédito, afetará *estoques*. Neste caso, demanda por moeda pode, *indiretamente*, afetar taxas de juros.

A **preferência por liquidez** é definida como um desejo de trocar itens ilíquidos dos balanços por itens mais líquidos, ou mesmo para diminuir o tamanho de um balanço através de pagamento de débito. É, então, relacionada a *estoques* e influencia *diretamente* taxas de juros.

Se a preferência pela liquidez é estabelecida como "teoria do desejo de possuir ativos de curto prazo face aos de longo prazo", então é mais consistente com a análise de *economia de mercado de capitais* do que propriamente com a de *economia de endividamento*. "Em economia com instituições financeiras desenvolvidas, com seguro de depósitos, e com Banco Central que está disposto a entrar como emprestador em última instância, acúmulo de dinheiro em caixa ou moeda estritamente definida são relativamente desimportantes. Além disso, linhas de crédito ou facilidades de saques a descoberto [*overdrafts*] podem satisfazer o motivo *finance* sem requisição de reserva de dinheiro em caixa. Portanto, a noção de Keynes que a taxa de juros é determinada por oferta e demanda de estoques de dinheiro [*hoards*] não se aplica estritamente em nossa economia" <sup>6</sup>.

Os bancos tipicamente fornecem *finance* de curto prazo às firmas, o qual não é renovado quando o projeto de investimento é completado ou os títulos de longo prazo estão com taxas convidativas. O fluxo de gastos de investimento gera montante equivalente de aplicações financeiras, recebidas primariamente como depósitos bancários das unidades superavitárias, gerando *funding*, para o alongamento do perfil da dívida inicial de curto prazo. Esse circuito de financiamento será exposto em outro capítulo.

A conclusão de Wray é que a preferência por liquidez que determina taxas de juros (*de mercado*), e não a demanda por moeda, interdependente com a oferta de moeda. Portanto, "a teoria da preferência pela liquidez não é inconsistente com a abordagem da endogeneidade da moeda" <sup>7</sup>.

<sup>5</sup> WRAY; op. cit.; p. 20.

<sup>6</sup> WRAY; op. cit.; p. 164.

<sup>7</sup> WRAY; op. cit.; p. 169. (grifo meu, F.N.C.).

Esta posição, sugerida por Wray, que deve ser assumida pela Teoria Alternativa da Moeda. Nela, os postulados da *não-neutralidade*, fundamentado em parte pela teoria da preferência pela liquidez, e da *endogeneidade da moeda* estariam no mesmo plano conceitual, sem nenhuma hierarquia em termos de importância explicativa.

**Leitura adicional recomendada:**

FRIEDMAN, M. A Teoria Quantitativa da Moeda: uma Reafirmação. in CARNEIRO, R. (org.). Os clássicos da economia 2. SP, Atica, 1997. pp. 234-253.

**Comentário:** Tradução do texto clássico de Friedman (1956), em que reapresenta a teoria quantitativa como uma teoria da demanda por moeda.

FRIEDMAN, M. Episódios da História Monetária. RJ, Record, 1994. Cap. 2 (O Mistério da Moeda).

**Comentário:** Didaticamente, nesse livro publicado em 1992, Friedman reafirma suas posições, defendidas desde os anos 50; condensa toda sua obra.

TRICHES, Divanildo. Demanda por moeda no Brasil e a causalidade entre variáveis monetárias e a taxa de inflação: 1972/87. RJ, 16<sup>o</sup> Prêmio BNDES, 1992. Cap. 2 (Revisão das teorias sobre a demanda por moeda).

**Comentário:** É um survey que aborda as correntes teóricas ortodoxas da demanda por moeda e faz uma revisão de estudos empíricos.

BAUMOL, William J.. A transaction demands for cash: an inventory theoretic approach. Quarterly Journal of Economics. Nov. 1952. Republicado em SHAPIRO (ed.). Análise macroeconômica: leituras selecionadas. São Paulo, Atlas, 1978.

TOBIN, James. The interest-elasticity of transactions demand for cash. Review of Economics and Statistics. p. 241-7. Ago. 1956. Republicado em Essays in Economics. Vol. I: Macroeconomics. Amsterdam: North-Holland, 1971.

TOBIN, James. Liquidity preference as behavior towards risk. Review of Economics Studies. Edinburgh, 25 (67): 65-86, 1958. Republicado em Essays in Economics. Vol. I: Macroeconomics. Amsterdam: North-Holland, 1971.

**Comentário:** Os três artigos citados são seminais da síntese keynesiano-neoclássica.

**Resumo:**

1. A abordagem keynesiana distingue-se da abordagem monetarista a respeito do grau de estabilidade da demanda por moeda.
2. A idéia básica discutida é a de que não adianta insistir em controle direto da oferta de moeda se a sua contrapartida, a demanda por moeda, apresentar comportamento instável.
3. A função demanda por moeda, segundo Friedman, é :  $M^d = f ( P, Y, rf, rv, ri, h, u )$ ; onde:  $M^d$  depende de: nível de preços  $P$ , nível de renda  $Y$ , renda fixa  $rf$ , renda variável  $rv$ , taxa esperada de inflação  $ri$ , razão  $h$  entre a renda proveniente da riqueza não-humana e da renda obtida da riqueza humana, e variável  $u$  que capta as mudanças nos gostos, preferências, progresso tecnológico, bem como outros fatores aleatórios.
4. O quanto se mantém de saldo de caixa, na abordagem monetarista, depende de sua **utilidade** – separar o ato da compra do ato da venda e ser reserva para emergência futura – e de **custos**: *de oportunidade*, em termos da perda de juros, e *de alteração do valor real do saldo de caixa*, devido à inflação.
5. O objetivo da política monetária, de acordo com Friedman, é a conciliação exata de dois fenômenos independentes um do outro: a oferta e a demanda por moeda. De acordo com a ótica monetarista, a oferta de moeda, no passado, sofreu a limitação física da conversão no lastro-ouro, mas é, no presente, aquela que as autoridades monetárias quiserem.
6. Os motivos para a demanda por moeda, segundo Keynes, são o *transaccional*, para despesas ordinárias; o *precaucional*, para despesas incertas; o *especulativo*, para despesas diferidas; e o *finance*, para despesas extraordinárias.
7. Baumol acaba abstraindo as retenções de moeda por motivações precaucionais e especulativas e submetendo a parcela restante de saldos de caixa a montante que sofre influência da taxa de juros. Também na *teoria de portfólio*, elaborada por Tobin, toda a manutenção de saldos monetários em caixa reage inversamente à taxa de juros, ou seja, cada agente econômico, sujeito à restrição orçamentária, dada pelo nível de riqueza individual, busca escolher certa combinação de ativos monetários e financeiros que, de maneira probabilística, maximiza o retorno e minimiza o risco.
8. A demanda por dinheiro, definida por pós-keynesianos como disposição a emitir débitos, para financiar gastos, é ligada primariamente aos *fluxos* de gastos e interdependente com a oferta de moeda, não impactando *diretamente* as taxas de juros. Portanto, é a preferência por liquidez que determina a taxa de juros de mercado, e não a demanda por moeda.