

## **PARTE III**

### **OFERTA DE MOEDA**

## CAPÍTULO 5

### DETERMINAÇÃO DA OFERTA MONETÁRIA: EXOGENEIDADE OU ENDOGENEIDADE

*“Economia é a penosa elaboração do óbvio”.*

#### 5.1. Introdução

Há vasta literatura pós-keynesiana que contribui para a construção do *Postulado da Endogeneidade* de uma convincente Teoria Alternativa da Moeda. Serão citadas resenhas dela, no final do capítulo. O que será feito, ao longo dele, para não ser repetitivo, é breve sumário dos principais argumentos.

Inicialmente, vamos expor os argumentos a favor e contra a concepção de oferta monetária *exógena*. Posteriormente, restringiremos ao debate entre pós-keynesianos, destacando as defesas de diferença de grau, na abordagem da *endogeneidade* da oferta de moeda: *parcial* ou *absoluta*.

#### 5.2. Debate entre *Exogenistas* e *Endogenistas*

Na *abordagem endógena da moeda*, a entrada do dinheiro na economia ocorre na medida da necessidade do processo econômico.

Em economia mercantil descentralizada e não-coordenada, **a oferta de moeda é endógena**, quando é criada pelas forças do mercado, de acordo com as necessidades econômicas, expressas pela demanda por moeda.

Em contraste, a *teoria ortodoxa* tem como referência modelo de troca que leva a equilíbrio geral, ao qual a moeda é acrescentada como *variável exógena*. Ela é, então, vista como simples numerário intermediário que aumenta a eficiência das trocas face ao escambo direto.

Segundo Keynes, para a destruição da Lei de Say da igualdade entre a oferta total de bens e a demanda agregada, basta a presença da moeda, em função da existência de incerteza, ou seja, de ignorância quanto ao futuro. A moeda é a instituição defensiva que permite o adiamento da escolha: é um meio de se adiar decisões. Se estas forem adiadas, não podem ser conhecidas por ninguém, embora afetem eventos futuros. Dessa forma, os planos dos agentes econômicos podem ser incompatíveis entre si. Não se alcança a situação idealizada do *equilíbrio*, em que os agentes têm confirmadas suas expectativas, revelando a consistência de cada indivíduo com seu contexto, tanto com seus recursos quanto com outros agentes.

Para qualquer monetarista, **a oferta de moeda é exógena**, ou seja, é aquela que as autoridades monetárias quiserem.

Assim, o banco central *pode e deve* estabelecer metas para os agregados monetários e *pode e deve* atingi-las. Somente a falta de "fibra moral" de seus dirigentes impede que isso aconteça dessa maneira.

Na teoria macroeconômica convencional, alguma variável cujo nível seja fixado pelo governo como efeito de implementação de política econômica, é representada analiticamente como *variável exógena*. É variável não determinada com o modelo. No caso, este se restringe a idealizar o comportamento do setor privado no mercado livre.

Neste modo de construção teórica, **endogeneidade e exogeneidade** são *objetos de definição*, pela abrangência do modelo: se economia *fechada* ou *aberta*, com ou sem intervenção do Estado, etc. Trata-se, portanto, de questão de *arbitrio metodológico*.

A definição de *exogeneidade* relevante para a estimação estatística é que alguma variável na regressão é estatisticamente *exógena* somente se é dependente de *variáveis explicativas não observáveis*. Portanto, se a oferta de moeda é para ser tomada como *variável estatisticamente exógena*, deve ser demonstrado que ela não responde à demanda por moeda, ou seja, oferta e demanda são *independentes*.

Como vimos no capítulo 2, a visão liberal da história monetária enxerga a moeda apenas como fosse alguma mercadoria qualquer escolhida segundo critério de comodidade e/ou segurança por sistema econômico auto-regulável, sem a arbitrária intervenção estatal. Paradoxalmente, a **moeda-mercadoria** é vista pela grande maioria dos autores, inclusive "endogenistas" como Kaldor e Moore, como tendo, de fato, *oferta exógena*. Isto porque, historicamente, os metais cunhados são impostos pelo poder governamental, para cobrança de tributos e/ou *senhoriagem*.

A oferta de **moeda-metálica** é considerada *exógena*, pois sua entrada em circulação dependeria da mineração, isto é, descoberta de minas, e/ou de saldos superavitários no comércio exterior, no caso de país não produtor de ouro ou prata. Haveria, então, lastro "físico" que limitaria a oferta dessa moeda.

Na **abordagem da exogeneidade da oferta de moeda**, desdenha-se o conceito de *entesouramento* e de *desentesouramento*, segundo critério de atender às necessidades da circulação, expressas pelas variações de preços, do volume das transações e da velocidade de circulação da moeda.

Sem o conceito de *incerteza*, as diversas formas de moeda estão sempre em circulação ativa. Se estiverem em excesso, segundo a Teoria Quantitativa da Moeda, desvalorizarão.

Na **abordagem da moeda endógena**, a entrada da moeda em circulação ativa depende das necessidades transacionais e não de sua oferta potencial. O valor da moeda-mercadoria não depende de sua “escassez”, na concepção anti-quantitativista, seja marxista, quando é explicado pela Teoria do Valor-Trabalho, seja keynesiana, explicado pela Teoria dos Preços e não da Moeda.

Na *abordagem da moeda exógena*, a **moeda fiduciária**, emitida pelo Estado, principalmente em função do pagamento de seus gastos, é considerada variável *exógena* ao modelo de economia de mercado. Mesmo a **moeda creditícia bancária**, em função da exigência legal de reserva, tem sua oferta determinada de maneira *exógena*. Historicamente, o compromisso de converter em espécie a moeda emitida pelo governo ou pelos bancos significava que as condições físicas da produção tinham papel limitador.

*Exogeneidade* no sentido de *controle* significa que o Banco Central tem capacidade de determinar o estoque nominal inclusive da moeda bancária. Especificamente, a autoridade monetária define as reservas compulsórias, e daí a base monetária, possibilitando controlar o processo de expansão da oferta de moeda bancária, através do *multiplicador monetário*. Analogamente ao caso da moeda mercadoria, seu valor seria determinado por sua “raridade”.

De acordo com a Teoria Alternativa da Moeda, a **teoria da endogeneidade da moeda** é *válida* também para a interpretação do período histórico do “padrão-ouro”.

Há discordância entre os pós-keynesianos quanto à endogeneidade da oferta de moeda em todas suas formas: moeda mercadoria, fiduciária e creditícia. Moore, por exemplo, argumenta que “muito da teoria macroeconômica do *mainstream* é apropriada para um mundo de moeda mercadoria ou fiduciária mais do que para um mundo de moeda creditícia”<sup>1</sup>.

Essa validade da endogeneidade pode ser defendida com o conceito de *entesouramento*, usado por Marx, para a crítica da teoria ricardiana *bulhionista*. Mas Wray argumenta também que *não só a moeda foi endógena no passado, como também que não podia ser exógena. A moeda mercadoria, atuando somente como instrumento de troca, não era consistente com a lógica da economia capitalista*. A restrição de reservas não controlava a criação do crédito, que sempre foi essencial para a acumulação de capital. A experiência histórica mostra que somente durante alguma crise, eventualmente, o sistema capitalista reverte para a moeda mercadoria. No entanto, esta crise pode ser resolvida por ação acomodatória por parte do Banco Central na oferta de moeda fiduciária. A alternativa é deflação de débitos que destrói o valor do capital acumulado.

Em sistema capitalista, débitos privadamente produzidos envolvem a criação de moeda, mas a moeda é usada para saldar débitos, o que a destrói. Então,

<sup>1</sup> MOORE, Basil. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge,

"moeda é endogenamente criada à medida que ativos são produzidos e financiados, e é endogenamente destruída logo que as posições são liquidadas"<sup>2</sup>.

Segundo Wray, há relação entre a moeda creditícia e a lógica do capitalismo, desde seus primórdios <sup>3</sup>. A moeda existiu como unidade de conta desde o desenvolvimento da propriedade privada.

A **moeda creditícia** foi a primeira forma de moeda, criada como unidade de conta.

Os mercados foram desenvolvidos mais tarde, o que conduziu ao uso da moeda como meio de troca. Em vários casos, a moeda mercadoria cunhada pelo governo e a moeda creditícia emitida privadamente existiram lado-a-lado, em sociedades pré-capitalistas. A moeda fiduciária foi, para a maior parte das nações, inovação do moderno capitalismo.

A lógica do capitalismo requer que a moeda creditícia seja a forma "normal" de moeda e que a moeda mercadoria seja caso aberrante. O propósito social do crédito é providenciar poder de compra para o capitalista. Então, ele pode comprar os bens e serviços necessitados hoje para produzir os bens e serviços que serão vendidos amanhã. Se estas vendas se realizarem com os preços esperados, o capitalista obtém dinheiro suficiente para pagar seu débito e retirar da circulação moeda creditícia.

Entretanto, a lógica do sistema capitalista também requer que o poder de compra não seja meramente estendido a qualquer um que deseja crédito. Idealmente, o crédito seria fornecido a capitalistas que iriam acrescentar capacidade produtiva e aumentar a produção daqueles bens que poderiam ser vendidos com preços suficientes para cobrir despesas e dar lucros para sustentar a acumulação de capital. Porém, não há mecanismo no sistema capitalista para garantir *a priori* esse resultado.

Os refinanciamentos normalmente são assegurados somente àqueles que periodicamente, de acordo com o estipulado pelos contratos de crédito, os reembolsam. O pagamento do crédito obtido, sob a ameaça de seu racionamento, obriga à orientação da produção estritamente para aceitação do mercado. O banqueiro atua como juiz no julgamento de quem merece crédito. Mas não há garantia que o racionamento do crédito necessariamente gerará o volume necessário de crédito e o colocará nas mãos corretas. Falências e quebras bancárias ocasionais são resultado esperado da motivação privada do sistema capitalista.

A lógica do sistema capitalista requer que não possa ser estrangido pela produção de moeda mercadoria. O crédito funciona normalmente como moeda.

<sup>2</sup> WRAY, L. Randall. *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*. London, Edward Elgar, 1990. p. 73.

<sup>3</sup> WRAY; op. cit.; pp. 54-61.

Corrida à moeda mercadoria, caso vigorasse o padrão ouro, causaria repúdio dos débitos e destruiria o valor dos ativos acumulados pelos capitalistas.

*No funcionamento normal da economia capitalista, cada vez mais moeda toma a forma de crédito.* O primeiro passo para ter sistema bancário seguro requer sistema de reservas apoiado pelo Banco Central, que sustenta a criação *endógena* de moeda creditícia.

Nessa *abordagem da endogeneidade da oferta de moeda, a função liberatória do dinheiro*, ou o poder de saldar dívidas, liquidar débitos ou livrar-se de situação passiva, é ressaltada. Assim, a acumulação de dinheiro transforma-se em meio através do qual os agentes econômicos se previnem de futuro incerto, para o qual assumiram certos compromissos, ao receberem créditos. Os rendimentos são incertos, mas os débitos são líquidos e certos. Se não saldarem essas dívidas, são levados à bancarrota ou excluídos do jogo econômico pela decretação de falência.

Há, na literatura pós-keynesiana, pelo menos **seis argumentos para criticar a noção de oferta de moeda exógena**:

1. a moeda creditícia é ofertada em resposta a contratos de crédito, administrados por bancos, ou de vendas a prazo, efetuadas pelo público não-bancário; não se pode ter oferta *independentemente* da demanda de crédito.
2. os empréstimos, que criam depósitos, são contratados por decisões de mutuantes e mutuários: deve-se criticar o *automatismo* do modelo tradicional de multiplicador, em que não cabem incerteza e problemas conjunturais, e sua *causalidade*, em que os depósitos à vista são múltiplo das reservas; na verdade, estas são apenas uma fração daqueles.
3. os Bancos Centrais, normalmente, por razões políticas (evitar as pressões derivadas de quadro recessivo) e financeiras (evitar a instabilidade causada por risco sistêmico), preferem *acomodar* as necessidades dos bancos comerciais;
4. desde que os Bancos Centrais tentem controlar o estoque de moeda, eles só podem fazer isto, *indiretamente*, através do nível da taxa de juros;
5. o controle absoluto da quantidade da moeda poderia ocorrer somente ao custo da *ruptura* do mercado financeiro;
6. com a *administração dos passivos e/ou inovação financeira*, na relação com seus clientes, os bancos tornam-se mais capazes de *acomodar* as variações na demanda por crédito, com uso menos freqüente da assistência financeira de liquidez propiciada pelo Banco Central, que os "pune" com o custo e a fiscalização.

### 5.3. Debate sobre endogeneidade da oferta de moeda entre pós-keynesianos

Embora certo núcleo de idéias comuns possa ser distinguido, as várias versões pós-keynesianas das teorias de oferta de moeda endógena têm *diferenças* com respeito a:

1. o período de tempo da análise: é a oferta de moeda endógena no curto ou no longo prazo?
2. o grau da endogeneidade: parcial ou absoluta?
3. os fatores que são mais importantes na determinação do grau de endogeneidade: os objetivos políticos e técnicas operacionais do Banco Central ou as práticas bancárias?
4. a natureza e a direção da causalidade entre atividade econômica, demanda por crédito, empréstimo bancário, nível de preço, e oferta de moeda.

Para a maioria dos economistas pós-keynesianos (Davidson, Minsky, Chick, Dow, Rousseas, Wray, Arestis, Carvalho, etc.), assim como para alguns institucionalistas (p.ex., Niggle, Carter), com as (importantes) exceções dos "horizontalistas", tais como Kaldor e Moore, a oferta de moeda é vista como somente *parcialmente endógena*. A elasticidade do crédito (e moeda) com respeito à taxa de juros não é nem perfeitamente elástica (*horizontal* na representação gráfica) nem perfeitamente inelástica (*vertical* no gráfico), situando-se entre elas (a curva de oferta de moeda deve ser desenhada com uma *inclinação positiva* proporcional à taxa de juros) – ver o próximo tópico.

Aqueles que aceitam esta última posição rejeitam tanto a *tese ortodoxa*, que considera a oferta de moeda plenamente controlada pelo Banco Central e independente de sua demanda, quanto a *posição extrema*, que considera a oferta de moeda plenamente determinada por sua demanda. De acordo com esses autores, as Autoridades Monetárias possuem alguma capacidade de controlar os agregados monetários. Entretanto, para desempenhar suas tarefas institucionais, tendem a acomodar a oferta de moeda baseada na demanda por ela, evitando largas flutuações nas taxas de juros. Grandes flutuações aumentariam a instabilidade financeira e romperiam a eficiência dos mercados. Além disso, induziriam formas de *inovação financeira*, reduzindo os controles das autoridades monetárias sobre esses mercados, enquanto a produção e o emprego cairiam dramaticamente.

O uso de flutuações moderadas de taxas de juros por *propósitos políticos* é reconhecido por esses autores. Isto torna possível descrever a oferta de moeda como função crescente da taxa de juros, cuja elasticidade será elevada, mas não necessariamente infinita. Em qualquer taxa, a oferta de moeda é endógena, em grau pronunciado, mas sem ser perfeitamente endógena. *A demanda de moeda cria sua oferta efetiva*, em maior ou menor extensão, mas nunca inteiramente a

*oferta potencial*. O grau pelo qual a oferta de moeda é positivamente inclinada depende da política discricionária do Banco Central. Dependendo do risco do credor, o *spread* bancário pode variar. Se os *mark-up* dos bancos são flexíveis, então não faz sentido representar a curva de oferta de moeda como horizontal.

Para alguns desses autores (“fundamentalistas”), a oferta de moeda **horizontal** pode ser aceita como a descrição polarizada do funcionamento do sistema financeiro ou um simplificado estratagema analítico para ser contraposto à similar noção simplista da oferta de moeda **vertical**. Portanto, “verticalistas” e “horizontalistas” seriam extremistas polarizados, sendo estes últimos os radicais da defesa da endogeneidade da moeda.

As posições entre pós-keynesianos “horizontalistas” e “fundamentalistas” se radicalizaram a partir do ataque de Moore. “Keynes foi forçado a adotar argumentos inconvincentes e metafóricos a respeito da exogeneidade das taxas próprias de retorno da moeda por sua falha em enfatizar, na *Teoria Geral*, a crucial diferença entre moeda mercadoria e moeda creditícia. (...) erro fundamental de Keynes foi sua disposição a aceitar que 'a quantidade de moeda é determinada pela ação do Banco Central'. Suas famosas propriedades da moeda claramente podem referir-se somente à moeda mercadoria ou fiduciária. Elasticidades de produção e substituição zero pelo setor privado obviamente não se aplica à moeda creditícia”<sup>4</sup>.

Tivesse Keynes incorporado, na *Teoria Geral*, seus antigos *insights* do *Tratado sobre a Moeda*, que o Banco Central fixa a taxa de juros mais do que a quantidade de oferta de moeda, então, na opinião de Moore, *a oferta de moeda creditícia seria apresentada como endogenamente dirigida pelo crédito e determinada pela demanda*. Ele seria bem capaz de sustentar sua principal conclusão, que as taxas de juros são fenômeno monetário e não real, e que o retorno sobre a moeda é exógeno, mais a “regra do alojamento”, de maneira muito mais fácil, simples e persuasiva.

Porque Keynes, na *Teoria Geral*, sustentou-se sobre a hipótese que o estoque de moeda era fixado de maneira exógena pelas autoridades monetárias, sua original teoria da preferência pela liquidez para a determinação das taxas de juros, infelizmente, para Moore, aparece *indeterminada*. Isto porque, de acordo com sua própria lógica, a demanda por moeda e, conseqüentemente, o nível das taxas de juros variariam com o nível da renda, e então as variações da taxa de juros tornariam a afetar o gasto em investimento, o que conduziria a posteriores variações na renda e na taxa de juros. Keynes caiu, então, em circularidade de idéias.

---

<sup>4</sup> MOORE; op. cit.; p. 246.

De acordo com a **posição "horizontalista"**, principalmente desenvolvida por Moore, a *oferta de moeda*, em amplo sentido, é não somente *derivada do crédito* mas também *plenamente determinada por sua demanda*. Isto é devido à hipótese que, para bancos individuais, a quantidade efetiva de oferta de crédito é variável não-discricionária, ao mesmo tempo que as autoridades monetárias estão destinadas a acomodar plenamente a oferta de base monetária baseada em sua demanda.

Moore sublinha também a importância do "saque a descoberto" garantido pelos bancos a seus clientes como uma prova do caráter não-discricionário desta variável. Nos sistemas financeiros modernos, os bancos não podem modificar, por sua própria iniciativa, o volume de crédito a pagar. Este está submetido às decisões unilaterais dos tomadores de empréstimos, dentro de limite pré-estabelecido ou pré-compromissado, devido à existência do saque a descoberto, por exemplo, sob forma de "cheques especiais".

O nível exato do crédito não pode depender de alguma escolha arbitrária do setor bancário, baseado em acréscimo do custo marginal de empréstimo, desde que bancos são "formadores de preços" (*price setters*) e "tomadores de quantidade" (*quantity takers*), na relação com seus clientes. Isto ocorre no *mercado a varejo e atacadista*, mas não no *mercado interbancário* e na relação com o Banco Central.

O Banco Central, por sua vez, não tem o poder de reduzir, direta e isoladamente, a base monetária. Pode somente elevá-la, para suportar a expansão da intermediação bancária. Esta assimetria é explicada pelo fato de que, em períodos de expansão, quando o Banco Central pode desejar restringir a base monetária, bancos comerciais alocam mais dos rendimentos de suas carteiras de ativos ao crédito para clientes, colocando dificuldades à restrição de suas reservas. A venda de títulos de dívida pelo Banco Central e/ou a exigência de maiores depósitos compulsórios, que são instrumentos de política monetária contracionista, dependendo de seu grau, podem fracassar por provocarem a ida dos bancos ao redesconto em busca da assistência financeira de liquidez. Como conseqüência, a política pretendida de restrição de depósitos através do controle das reservas pode não ocorrer.

De acordo com esta posição, então, a endogeneidade da moeda depende tanto do caráter não-discricionário, após a fixação dos juros e do compromisso de crédito, do volume exato dos empréstimos bancários concedidos, quanto da capacidade do Banco Central fixar somente a taxa de juros. Ele é incapaz de alcançar meta pré-estabelecida (*ex-ante*) para a base monetária. Analiticamente, isto significa que a oferta de moeda efetiva se adequa à sua demanda, ou seja, é infinitamente elástica à taxa de juros. Na representação gráfica, a tendência *horizontal* da oferta monetária caracterizaria a *endogeneidade*.

A outra corrente pós-keynesiana, diferentemente, argumenta que **a curva de oferta de moeda não é horizontal**, mesmo se todos depósitos criados retornem ao sistema bancário, porque bancos estão preocupados com crescentes *graus de exposição*, ou seja, suas relações de alavancagem.

Mesmo que os bancos não sejam estritamente restritos pela quantidade de moeda, suas disposições para fazer empréstimos devem ser uma função de suas disposições de assumirem posições ilíquidas, nos ativos. Esta disposição certamente será afetada pelo estado de expectativas a longo prazo, face à lucratividade. Porém, será também afetada pelas posições de balanços dos bancos, pelas preferências de portfólios do público, e pelas políticas do Banco Central.

A posição de Wray é de que "a teoria da preferência pela liquidez não é simplesmente um expediente 'falho', adotado numa crítica à *teoria dos fundos de empréstimos*. É uma parte necessária da Teoria Geral de Keynes. A Teoria da Preferência pela Liquidez é firmemente ligada às teorias keynesianas da demanda efetiva, da relação entre a eficiência marginal do capital e o investimento, e do motivo *finance*. *A teoria da preferência pela liquidez não é inconsistente com a abordagem da moeda endógena*. Realmente, a teoria da preferência pela liquidez fica forte com a abordagem da moeda endógena, justo como a abordagem da endogeneidade da moeda fica forte com a teoria geral de Keynes"<sup>5</sup>.

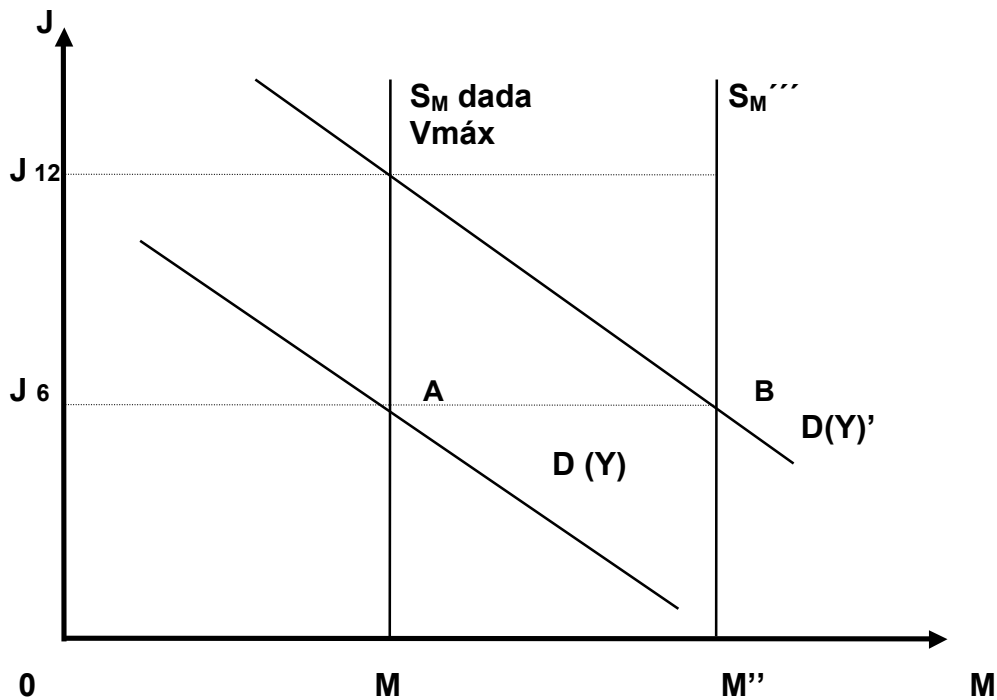
Tendo como exemplo esta postura conciliatória, no último tópico, após vermos as representações gráficas da oferta de moeda, se defenderá a posição moderada de que, mesmo que este debate pareça ser um diálogo de surdos, é possível não *segregar*, mas sim *agregar* idéias complementares dessas duas correntes da Escola Pós-keynesiana.

5

WRAY; op. cit.; p. 170.

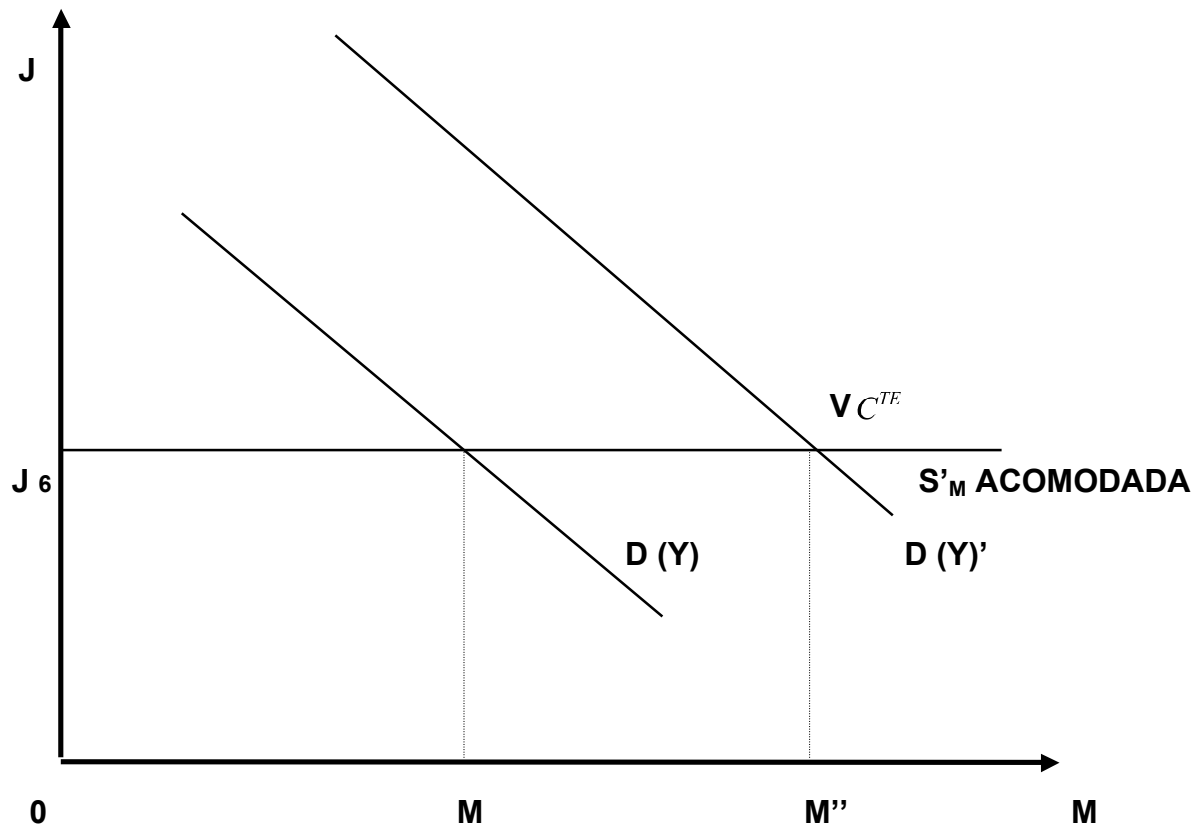
### 5.3. Representações gráficas da oferta de moeda

#### EXOGENEIDADE DA OFERTA DA MOEDA



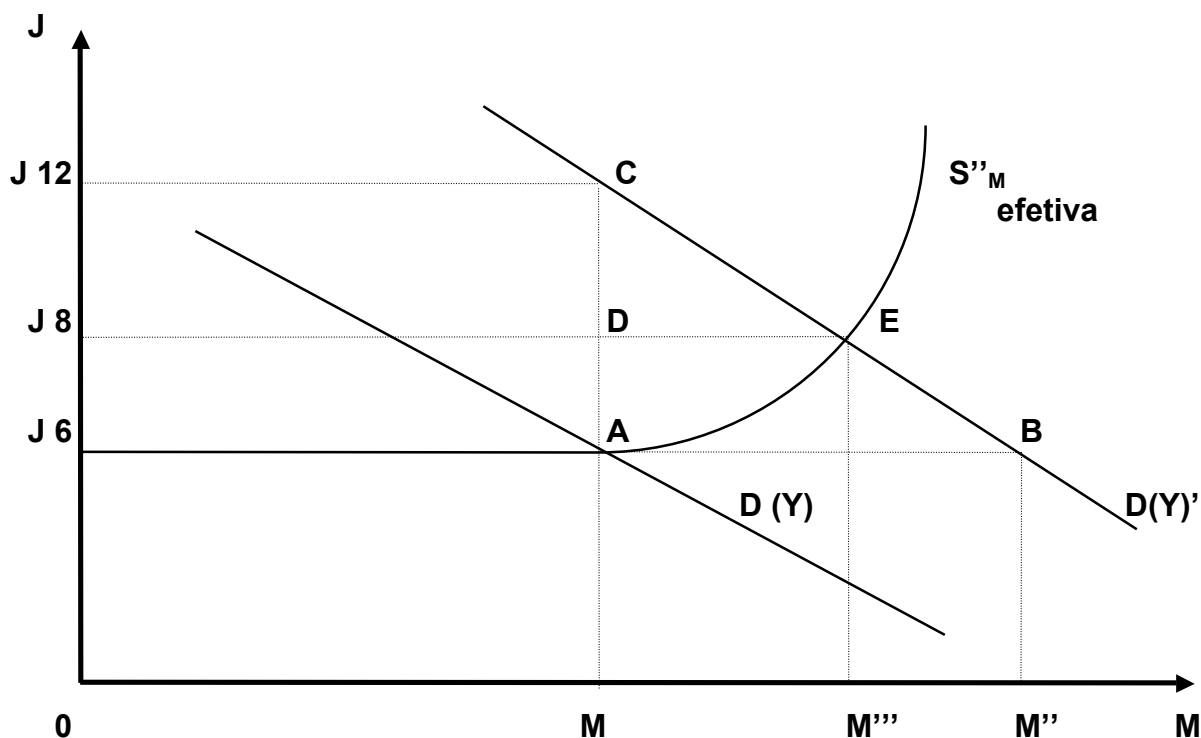
Em situação de *não acomodação* da oferta de moeda ao aumento da demanda por moeda de  $D(Y)$  para  $D(Y)'$ , por exemplo, devido à expansão da renda nominal, seja pelo aumento do produto real, seja pelo pela elevação da inflação, sua representação gráfica seria a *reta vertical*  $S_m$  dada. Com a oferta de moeda *direta* sustentada como constante, assumindo que o Banco Central pode de fato fazer isto, mudanças na velocidade de circulação da moeda poderiam tomar lugar em ritmo acelerado, enquanto a taxa de juros move-se de  $J_6$  para  $J_{12}$ . É altamente improvável, entretanto, que, na realidade, em alguma taxa de juros praticável, isto é, viável, a resposta da velocidade poderia ser suficiente para preencher o hiato da demanda excessiva por moeda em **AB**.

## ENDOGENEIDADE ABSOLUTA DA OFERTA DA MOEDA



Esta é a representação gráfica *estilizada*, pois de acordo com a interpretação “acomodacionista” da oferta de moeda não tem sentido levá-la adiante do valor  $OM''$ , o máximo de demanda por moeda sancionada. Sendo  $D(Y)'$  a demanda por moeda atendida (*ex-post*), ao nível da taxa de juros  $J_6$ , isto implica que  $(PY)' \Rightarrow M^s$  (no gráfico  $S'_M$ ), isto é, a velocidade de circulação da moeda  $V$  permanece estável. Sendo fiel à abordagem “horizontalista”, não caberia distinguir, como está no gráfico, as curvas da demanda e da oferta de moeda *efetivamente em circulação*, pois são funções interdependentes.

### ENDOGENEIDADE PARCIAL DA OFERTA DA MOEDA



Neste caso, a curva de oferta de moeda não é *nem vertical*, como a teoria monetária convencional a concebe, *nem horizontal*, ou seja, perfeitamente elástica à demanda por moeda, como de acordo com a endogeneidade acomodacionista. No gráfico, a curva de oferta de moeda total ou efetiva ( $S''_M$ ) é *positivamente inclinada*, refletindo a relação da oferta de moeda *total* (*direta e indireta*) com a taxa de juros. Ela intercede a curva  $D(Y)'$  em  $J_8$ . Assim, a renda nominal, em nível de preços superior, teria caído como resultado da queda do produto real, induzida pela taxa de juros mais elevada. Neste ponto  $E$ , a demanda por moeda é igual à oferta de moeda efetiva ( $OM'''$ ), sendo esta a soma total das ofertas de moeda dadas *direta* ( $OM$ ) e *indiretamente* ( $MM''' = DE$ ). Segundo esta interpretação de *grau de endogeneidade da oferta de moeda parcial*, as forças de mercado via inovações financeiras assegurarão, *ceteris paribus*, a estabilidade do equilíbrio no ponto  $E$ .

O gráfico pode ser adaptado, para representar a combinação de *acomodação parcial* por oferta de moeda *direta*, com o Banco Central desejando evitar elevação da taxa de juros. Haveria, então, menor acréscimo na velocidade de circulação da moeda. Nesse caso, a soma total das ofertas de moeda seria maior que  $OM'''$ , porém menor que  $OM''$ , no caso da *acomodação absoluta*, com a curva  $S_M''$  intercedendo a curva  $D(Y)'$  em algum lugar entre  $B$  e  $E$ .

#### 5.4. Uma tentativa de buscar o consenso

O que inicialmente foi visto como simples diferença formal entre representações gráficas da endogeneidade da moeda, *horizontal versus positivamente inclinada*, está se derivando para disputa escolástica, ou seja, problema da relação entre a fé e a razão, com risco de provocar fratricídio intelectual. Hoje, talvez as caricaturas dos defensores dessas posições fossem as de *doutrinários*, que defendem com fé o conjunto de princípios de Keynes como verdadeiros dogmas, e as de *iconoclastas*, que radicalmente destroem imagens ou ídolos, não respeitando as tradições. A estes, nada parece digno de culto ou reverência.

Está em jogo a unidade da escola de pensamento pós-keynesiana, não sob questão de *forma*, mas de *conteúdo*. Os *fundamentalistas* disputam o espólio intelectual de Keynes com verdadeira garra e gana. Acusam os *horizontalistas* de o dilapidarem, ao abandonarem a Teoria da Preferência pela Liquidez. Querem a segregação desses do convívio intelectual da “família pós-keynesiana”. Estes “deserdados” respondem que não se poder ser bom pós-keynesiano sendo apenas keynesiano *fundamentalista*... Há que superar Keynes, conservando de seu espólio somente o que é aplicável à realidade institucional contemporânea.

Há muitas **dúvidas a respeito da redução desta controvérsia à representação gráfica estilizada** (ver, no final do capítulo, a representação gráfica *não estilizada* de como a demanda crescente configura a oferta de moeda, com o Banco Central do Brasil declinando a taxa de juros básica):

1. como identificar a curva de demanda da moeda, na ausência de independência estatística com a oferta de moeda?
2. está representado o curto ou o longo prazo?
3. é possível fazer considerações sobre a dinâmica da oferta de moeda, isto é, suas variações ao longo do tempo, em resposta às variações da taxa de juros através de simples gráfico estilizado?
4. contempla somente a moeda-creditícia ou todas as formas de moeda?
5. refere-se a opções *ex-ante* de decisão ou a operações de fato efetivadas, com resultados *ex-post*?
6. representa a atitude individual de cada banco comercial ou a do Banco Central ou a de todo o sistema bancário?

Talvez, boa parte do desentendimento venha de falta de esclarecimento analítico sobre o nível de agregação em que se está tratando a questão: *microeconômico* ou *macroeconômico*. É aceitável que ocorra certa

discricionaridade *ex-ante* de cada banco individual e seja vista passividade *ex-post* do sistema bancário.

Trata-se de separar os níveis micro e macroeconômico no sistema financeiro: Moore não propõe que os bancos, simplesmente, validam todas as solicitações de crédito que recebem. A maior parte dos empréstimos bancários é realizada sob promessas de empréstimos e linhas de crédito previamente negociadas. Os bancos atendem as solicitações dos clientes por crédito, desde que tenham prefixado seu preço acima da taxa de juro de captação.

Não se deve assumir nenhum *automatismo* no ajuste da oferta de moeda à demanda, ou seja, que "bancos não negam pedidos de crédito". Pode-se concordar com a visão que bancos individuais não simplesmente reagem passivamente à demanda do tomador de empréstimos, pois eles fazem avaliação do seu risco de credor em relação ao risco do devedor. Cada banco, ativamente, escolhe em que mercados de crédito entrar e disputar.

A decisão microeconômica de **concessão de crédito bancário** depende de:

1. a avaliação do projeto;
2. o cadastro do tomador;
3. as garantias oferecidas;
4. o seu próprio grau de exposição
5. o risco do credor a respeito da rentabilidade esperada pelo devedor.

Observa-se que isso não afeta o argumento básico "horizontalista" de que, sob o ponto de vista do *sistema bancário*, a quantidade total de moeda creditícia efetivamente ofertada, resultante *ex-post* das múltiplas decisões particulares, deva ser vista como endogenamente determinada pela demanda. Não há, logicamente, oferta de moeda *efetivamente em circulação* sem existir demanda por ela.

A **fuga do controle da oferta de moeda**, realizado pelas autoridades monetárias, é feita por :

1. inovações financeiras;
2. administração de ativos e passivos;
3. mercado interbancário;
4. internacionalização dos mercados financeiros e dos próprios bancos.

Tudo isso permite aos bancos cobrirem suas posições de reservas, se os passivos criados pelos empréstimos exigem-nas superiores ao nível coberto pelas reservas originais.

A perspectiva "horizontalista" contempla também a administração de passivos pelos bancos como forma de captação via criação de quase-moeda, quando as reservas não estão disponíveis no redesconto com custo compensador, pois estão com juros punitivos acima da taxa de juros média do mercado. A vantagem para o banco comercial é captar no mercado de clientes, com relação custo/benefício favorável, preferencialmente via passivo não submetido à exigência de depósito compulsório no Banco Central, que significa custo não remunerado. Para o público não-bancário, a vantagem é dispor de ativo facilmente transformável de recebedor de juros em transferível por cheque. Essa conciliação de interesses entre banco e cliente justifica a inovação financeira fora da regulação do Banco Central. Os bancos deficitários em reserva bancária, durante o expediente, recorreriam ainda ao mercado interbancário, antes de recorrerem ao Banco Central, em última instância.

Achamos que essas proposições podem ser aceitas por ambas posições em debate sobre a endogeneidade da oferta de moeda. A acirrada polêmica, aparentemente, tem produzido "mais calor do que luz". Mas, se os contendores perceberem que sob o aparente antagonismo está grande consenso crítico às posições do *mainstream* [corrente principal], o debate vai, de fato, revelar-se profícuo e esclarecedor.

**Leitura adicional recomendada:**

MOORE, Basil. Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge University Press, 1988. Preface; Cap. 8 (Keynes and the Endogeneity of Credit Money).

WRAY, L. Randall. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. London, Edward Elgar, 1990. Cap. 3 (Endogenous Money versus Exogenous Money), 4 (History of the Endogenous Money Approach); 5 (Revival of the Endogenous Money Approach).

**Comentário:** Esses dois autores polarizam o debate pós-keynesiano em torno da endogeneidade da oferta de moeda, sendo os mais representativos, respectivamente, da corrente “horizontalista” e da “fundamentalista”.

COSTA, F. N.. Ensaio de Economia Monetária. SP, Bienal-Educ, 1992. Ensaio 4 (Moeda Endógena, Taxa de Juros Exógena).

**Comentário:** Trata-se de resenha dos principais temas desse debate.

COSTA, Fernando N.. Inovações Financeiras e Política Monetária. Campinas, Texto para Discussão 19 do IE-UNICAMP, 1993.

**Comentário:** Apresenta o arcabouço conceitual das inovações financeiras, a avaliação institucionalista da teoria da endogeneidade da moeda e o modelo pós-keynesiano dessa endogeneidade, no ciclo econômico.

MADI, Maria Alejandra C.. Política Monetária no Brasil: Uma Interpretação Pós-keynesiana. Campinas, Tese de Doutorado, 1993. Cap. 1 (Endogeneidade da Moeda e Política Monetária) e Cap. 3 (Inovações Financeiras, Crédito e Instabilidade).

**Comentário:** No primeiro capítulo desta tese sob minha orientação, Madi faz classificação dos autores envolvidos no debate e apresenta os fundamentos da teoria da endogeneidade da moeda; no terceiro capítulo, propõe aplicação teórica ao caso brasileiro.

COSTA, Fernando N.. (Im)propriedades da Moeda. Revista de Economia Política 50. SP, Nobel, Vol. 13, n. 2, abr-jun/1993.

CARVALHO, Fernando J. C.. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. Revista de Economia Política 51. Vol. 13, n.3, jul-set/1993.

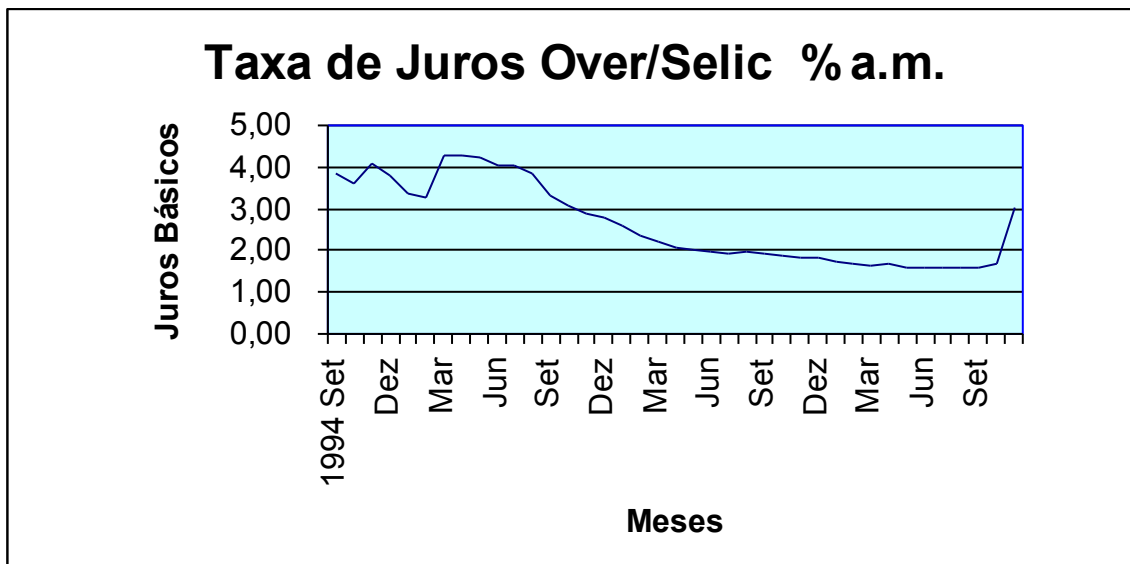
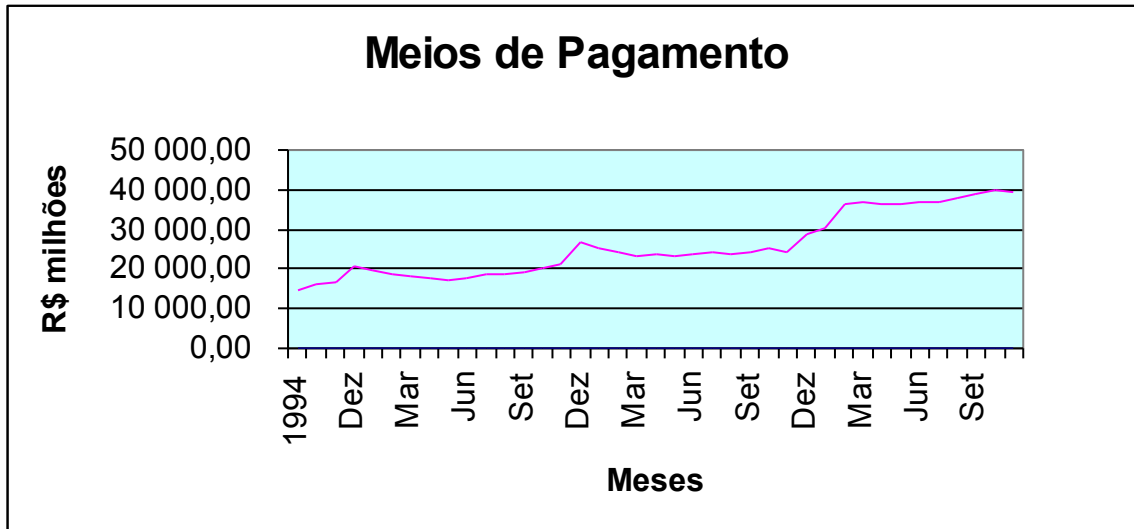
COSTA, Fernando N.. Sobre o "Horizontalismo" da Oferta da Moeda: Tréplica ao Professor Cardim de Carvalho. Revista de Economia Política 53. Vol. 14, n. 1, jan-mar / 1994. pp. 142-6.

**Comentário:** Esses artigos trouxeram a polêmica para os pós-keynesianos brasileiros.

DELEPLACE & NELL (ed.). Money in motion: the post keynesian and circulation approaches. London, MacMillan, 1996. Part IV, cap. 16 a 20 (Endogenous money)

**Comentário:** Nessa publicação do *The Jerome Levy Economics Institute*, com a coletânea de artigos dos participantes do seminário entre pós-keynesianos norte-americanos e “circulacionistas” franceses, há balanço das questões que importam no debate sobre endogeneidade da oferta de moeda.

## REPRESENTAÇÕES GRÁFICAS DA OFERTA DA MOEDA E DA TAXA DE JUROS BÁSICA NO BRASIL



FONTE: Banco Central do Brasil

NOTA: A demanda por moeda determinou o crescimento (inclusive sazonal) da oferta de moeda, enquanto o banco central declinava a taxa de juros básica.

**Resumo:**

1. Há polêmica a respeito do caráter *exógeno* ou *endógeno* da oferta de moeda, mas, mesmo entre os que adotam esta última concepção, discute-se sobre o *grau de endogeneidade* da oferta de moeda: se é *absoluto* ou se é *parcial*.
2. Quem postula oferta de moeda *exógena*, afirma que ela é *independente* da demanda por moeda e é *perfeitamente inelástica* à taxa de juros, ou seja, a representação gráfica, entre os eixos da taxa de juros e da quantidade de moeda, ocorre através de reta vertical.
3. Quem adota concepção de oferta de moeda *endógena*, concebe-a como *interdependente* com a função demanda por moeda e *menos que perfeitamente inelástica* à taxa de juros, ou seja, a representação gráfica, entre os eixos da taxa de juros e da quantidade de moeda, é ou reta horizontal ou curva positivamente inclinada.
4. No caso da endogeneidade da oferta de moeda *absoluta* ou *acomodatícia*, o argumento básico é que o Banco Central estabelece, de maneira exógena, a taxa de juros básica de referência e deixa, então, a quantidade de moeda sob o controle das forças de mercado. Por razões políticas, como evitar recessão, desemprego e quebra de instituições financeiras, acaba exercendo sua função de *suporte da estabilidade do mercado financeiro* e acomodando, em última instância, as necessidades monetárias da economia.
5. No caso da endogeneidade da oferta de moeda *parcial* ou *estrutural*, afirma-se que a função de *controle monetário*, exercida pelo banco central, que eleva a taxa de juros, é contraposta por alteração da velocidade de circulação da moeda e/ou por inovações financeiras em que se criam substitutos (“quase-moedas”), para a moeda controlada, livres da exigência de reservas.
6. Levantam-se dúvidas a respeito da redução da controvérsia sobre o grau da endogeneidade da oferta de moeda à representação gráfica: é possível representar as curvas de oferta e de demanda por moeda sem independência estatística? É representação de dada situação, no curto prazo, ou de variações, no longo prazo? É só a representação da moeda creditícia ou também da oferta de papel-moeda em poder do público? Os gráficos referem-se somente à moeda oferecida pelo Banco Central ou também àquela criada, endogenamente, pelo sistema bancário? É válida a representação de decisões *ex-ante*, ao longo do tempo, tomadas por cada banco individual, ou somente se pode representar o resultado *ex-post* das decisões interrelacionadas do conjunto de bancos? São variações *na* curva ou *da* curva?