

## CAPÍTULO 2

### CONCEITO DE DINHEIRO

*“Uma razão para estudar economia é que você pode falar sobre dinheiro mesmo não tendo nenhum.”*

#### 2.1. Introdução

Este é um capítulo de apresentação de conceitos básicos necessários para o entendimento das teorias monetárias. Normalmente, a introdução ao estudo da moeda constitui o primeiro capítulo de livro-texto. Mas, aqui, nossa opção foi dar, inicialmente, visão panorâmica ao nosso leitor, desde o ponto-de-partida até onde queremos chegar. Os “marinheiros de primeira viagem”, no estudo de Economia Monetária e Financeira, podem, perfeitamente, começarem sua leitura deste livro por este capítulo e, ao final da Parte IV, ler o capítulo 1 sobre os *Postulados da Teoria Quantitativa da Moeda e de uma Teoria Alternativa da Moeda*.

Nosso objetivo será fazer releitura da visão convencional a respeito de moeda. Apresentaremos, em primeiro lugar, as diferentes formas de moeda. Criticaremos a visão liberal (“numismática”) da história monetária. Conceitualmente, é relevante distinguir entre a *moeda* e o *dinheiro*. Mostraremos as funções básicas do dinheiro, para, em seguida, fazer distinção entre os tratamentos dados pelas matrizes teóricas fundamentais. Após termos focado esse *uso da moeda*, abordaremos a *fonte de moeda* através da análise de seu processo de criação e entrada na economia. Para ser crítica construtiva à visão convencional, sugerindo certa alternativa, concluiremos o capítulo destacando a importância da moeda para os economistas pós-keynesianos e a polêmica existente entre eles sobre as propriedades da moeda.

#### 2.2. Formas da moeda

As diversas formas de moeda e o que determina o seu poder de compra, isto é, sua aceitabilidade mercantil, constituem problema analítico, para a teoria monetária, e não simplesmente “uma questão de fatos históricos”.

Vários autores resumem a história monetária em função das *características essenciais* ou dos *requisitos físicos* da moeda-mercadoria:

1. *indestrutibilidade e inalterabilidade*, que evita falsificações;
2. *divisibilidade*, que permite múltiplos e submúltiplos;
3. *transferibilidade* (ao portador);
4. *facilidade de manuseio e transporte*, quando pequena quantidade corresponde a grande valor.

Essa visão liberal da história enxerga a moeda apenas como fosse alguma mercadoria a mais, escolhida segundo *critério de comodidade e/ou segurança por sistema econômico auto-regulável*, sem a arbitrária intervenção estatal. Essa imagem idílica escamoteia a violência da história monetária. Basta dizer que a soberania do Estado nacional tem dois pilares básicos: o *poder militar*, dado pelo monopólio oficial da violência, e o *poder de gasto*, dado pelo monopólio da emissão da moeda.

Na realidade, o **dinheiro** sempre foi criado pela sociedade como um todo, dependendo tanto de *definição institucional*, em que a lei não é a do mercado, mas sim a do mais forte, quanto de *aceitação mercantil*, ou seja, o mercado decide. A **moeda** nacional ou oficial é *criação do Estado*, mas necessita da *aceitação da comunidade* para tornar-se **dinheiro**. O confronto entre o Estado e o mercado a respeito do que vai constituir o dinheiro, principalmente em circunstâncias de ameaças de hiperinflação, quando há fuga de capital (“apátrida”) para a moeda estrangeira, é o mais eletrizante na história monetária.

Didaticamente, é mais simples resumir **as principais etapas da evolução histórica da moeda** de acordo com o predomínio de cada uma de suas *formas*:

1. **moeda-mercadoria**, escolhida por critério de se adaptar às necessidades gerais, o que não depende essencialmente de sua "raridade", como sugere a Teoria Quantitativa da Moeda;
2. **metais cunhados**, impostos pelo poder governamental, para cobrança de tributos;
3. **papel-moeda conversível** ou transformável em dinheiro de aceitação universal;
4. **moeda fiduciária**, dependente de confiança, de curso forçado e de poder liberatório garantido pelo aparelho jurídico, com circulação independente dos limites do lastro existente;
5. **moeda bancária escritural** (por corresponder a lançamentos contábeis de débitos e créditos) ou "*invisível*" (por não ter existência física).

Verifica-se, pois, a evolução das formas da moeda no sentido de sua *desmaterialização*, que praticamente se concluiu durante a Grande Depressão dos anos 30 do século XX. Houve a progressiva percepção que a reconversão ao lastro, isto é, às reservas bancárias, não era solicitada por todos clientes bancários ao mesmo tempo. Simultaneamente, ocorreu a constituição do sistema bancário com ação monetário-creditícia. Para isso, era necessária a construção de arcabouço institucional que propiciasse o uso generalizado de cheques (ordens de transferência dos depósitos bancários) como as câmaras de compensações e os descontos em casos de iliquidez, entre outras instituições financeiras urbanas.

O avanço na tecnologia da informação através da revolução computacional começa a alterar as formas como as trocas se realizam nas economias contemporâneas. O papel-moeda e mesmo os talões de cheques estão sendo substituídos pelas mais variadas formas de moeda escritural, dentre elas os chamados “dinheiro de plástico” e “moeda eletrônica”.

Conhecida como *E-cash*, a **moeda eletrônica** pode se movimentar por canais múltiplos fora da rede estabelecida de bancos, cheques e cédulas controlados pelos bancos centrais. Esses canais permitem a transferência de valores de modo mais conveniente e a velocidade de circulação maior do que pelo sistema bancário.

Na aparência física, os cartões inteligentes ou *smart cards* são semelhantes a qualquer cartão de crédito, mas possuem duas grandes diferenças: uma, tecnológica, porque neles está embutido *chip* que pode armazenar múltiplas vezes os dados de cartão magnético comum; outra, funcional, já que são cartões “pré-pagos”, ou seja, são “carregados” como dinheiro eletrônico comprado com moeda tradicional. Os *chip cards* permitem o armazenamento e o recarregamento de quantias fixas de dinheiro. Neste sentido, são *cartões de débito*, com os quais se faz compra simplesmente inserindo-os nas leitoras instaladas no comércio. Os comerciantes fazem o *download* (“descarregamento”) de suas leitoras nos computadores do sistema bancário e, *on line*, instantaneamente, suas contas bancárias são creditadas no valor correspondente.

Os agentes econômicos podem arquivar moeda eletrônica por linha telefônica, via modem, desde o banco ou outros emissores, no seu computador pessoal, ou em alguma “carteira eletrônica”, qualquer dispositivo do tamanho da mão usado para armazenar e transmitir essa moeda. Se, por um lado, essa moeda eletrônica é mais conveniente e flexível, permitindo, por exemplo, compras pela Internet, com custo menor e velocidade e privacidade maiores do que a moeda convencional, por outro, a expansão descontrolada dos sistemas de moeda eletrônica poderá minar os sistemas monetários controlados por bancos, Bancos Centrais e Estados nacionais. Sem supervisão e/ou fiscalização, o sistema apátrida de moeda eletrônica pode facilitar a fuga de capitais, a lavagem de “dinheiro sujo” (com origem criminal), a sonegação fiscal, a proliferação de fraudadores, e as invasões de *hackers*, para roubos instantâneos de riquezas eletrônicas.

Outra preocupação a respeito do descarte de moeda tradicional em favor de moeda eletrônica é de provocar a erosão da receita dos bancos centrais proveniente da emissão monetária, ou seja, da perda de *seigniorage*. Esta *seigniorage*, geralmente, é recolhida pelo governo do país. Em circunstância que vigorar sistema bi-monetário ou haver fuga da moeda nacional, quando o público detém parte de seu saldo em moeda estrangeira, o emissor dessa outra moeda (governo ou não) recolhe parte da *seigniorage*.

A **senhoriagem** é a receita que o governo recolhe em virtude do seu monopólio na emissão monetária, ou seja, em função do poder de compra da moeda que coloca em circulação em determinado período. Ela é medida pelo custo que teria se o financiamento ocorresse via colocação de títulos de dívida pública.

Devemos distinguir entre a senhoriagem e o imposto inflacionário.

O **imposto inflacionário** é a perda de poder aquisitivo sofrida pelos que detêm a moeda nacional, devido à taxa de inflação. Os agentes, para reterem o mesmo estoque real de moeda, precisariam, nesse caso, sacrificar seus gastos no valor equivalente ao do imposto inflacionário.

Por exemplo, o governo “arrecada” imposto inflacionário, durante regime de alta inflação, quando faz contingenciamento na liberação das verbas públicas comprometidas com as despesas estabelecidas no Orçamento da União, só liberando-as ao final do prazo legal, geralmente, o ano civil. Com despesas desindexadas, desprotegidas da corrosão inflacionária, enquanto as receitas tributárias têm correção monetária, ou seja, são protegidas de perda real – o chamado *efeito Olivera-Tanzi* –, ao final do ano, o governo pode até obter superávit fiscal. Apelidou-se esse fenômeno de derretimento dos gastos governamentais, expostos à inflação, de *efeito sorvete*.

O imposto inflacionário e a senhoriagem *não são a mesma coisa*, por exemplo, quando a taxa de inflação é zero, *não há imposto inflacionário*. Porém, se há maior demanda por emissão de moeda, devido ao crescimento real do produto, *há seigniorage*. Aumenta o poder de gasto do governo mesmo com a emissão monetária primária não visando acomodar a inflação.

Essa é uma das justificativas para a importância conceitual de se distinguir entre a *moeda* e o *dinheiro*.

Moeda	Dinheiro
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Moeda é um ativo normalmente oferecido ou recebido pela compra ou venda.</li> <li>➤ Moeda é aquilo que o Estado recebe como pagamento de imposto.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Dinheiro é o ativo monetário, criado pelas forças do mercado e/ou pelo poder do Estado, com <i>aceitação geral – legal e social</i> –, para desempenhar todas suas funções clássicas.</li> </ul>

Resumindo, em uma frase, a principal mensagem que queremos transmitir: *“todo dinheiro é moeda, mas nem toda moeda é dinheiro”*. Um ativo com os atributos de liquidez que o propicia ser moeda atende à condição necessária, porém não suficiente, para ser dinheiro. Uma moeda que não cumpre,

simultaneamente, todas as três funções básicas que só o dinheiro cumpre, somente cumprindo uma ou duas, é denominada de “*dinheiro parcial*”.

Por isso, em regime de alta inflação, a tendência é de desaparecimento do dinheiro e de surgimento de várias moedas. A *moeda oficial* atua como meio de pagamento e, no máximo, como unidade de conta; a *moeda indexada* torna-se padrão contratual, assim como a *moeda estrangeira* passa a ser a reserva de valor preferida. Quando a “dolarização” atinge até o denominador comum das relações de troca, a ameaça de hiperinflação está presente. Isto porque os preços em moeda nacional passam a crescer em função da disparada da cotação da moeda estrangeira, cuja aquisição é a meta da fuga de capitais.

### 2.3. Funções do dinheiro

Vamos enumerar todas elas, porém alertando que as três primeiras são conhecidas como as “funções clássicas”, embutindo as demais.

São funções básicas do dinheiro:

1. de **intermediária de trocas** ou meio de circulação;
2. de **medida de valor** ou denominador comum das relações de troca ou, então, unidade de conta de contratos;
3. de **reserva de valor** ou poder de compra entesourado;
4. **liberatória** ou poder de saldar dívidas, liquidar débitos ou livrar de situação passiva;
5. de **padrão de pagamentos diferidos** ou promessa de pagamentos;
6. de **instrumento de poder econômico** que dá capacidade de comando das decisões.

Há distinção entre as matrizes fundamentais da teoria monetária a respeito de suas visões sobre as funções do dinheiro.

Segundo a abordagem da **teoria neo-ricardiana**, não existe o conceito de *entesouramento* em economia aberta, onde vigora sistema de livre arbitragem internacional. Quando a quantidade de ouro supera a necessidade das trocas, nem o entesouramento do excesso do metal resolve o problema do aumento dos preços das mercadorias e conseqüente queda de seu valor relativo, isto é, o *preço de mercado* do ouro. A solução, em situação de ampla disseminação e interdependência do padrão-ouro entre os países, é fundir a moeda metálica cunhada e exportá-la enquanto ouro em barra (ou importar mercadorias dos países onde possui maior poder de compra). Inversamente, quando falta moeda

na circulação, o aumento do valor relativo do ouro leva a obtê-lo via exportações de mercadorias. Em outras palavras, o livre fluxo de comércio exterior e de capitais leva a um movimento gravitacional em torno do equilíbrio; portanto, no *raciocínio ricardiano*, bastam as funções do dinheiro enquanto meio de circulação e unidade de conta.

Na **teoria marxista**, o *dinheiro em papel* é mero signo do ouro, assim como o *depósito bancário* é simplesmente um meio de substituir dinheiro, inclusive o papel-moeda. Os *meios de pagamentos contemporâneos*, papel-moeda em poder do público e depósitos à vista, liberam a circulação capitalista dos entraves impostos pela produção de equivalente geral: são, portanto, *signos de valor* referenciado ao do *dinheiro-mercadoria universal*, no século XIX e parte do XX, o ouro. Têm a circulação regulada, em última instância, pelas necessidades do *dinheiro metálico*: se o Estado emite quantidade excessiva de papel-moeda em relação à quantidade de ouro, considerado *equivalente geral*, que deveria representar, à semelhança da Teoria Quantitativa da Moeda, o papel-moeda se desvaloriza, e a alta de preços absorve o excedente emitido. Portanto, cai sua quantidade *real*.

A teoria monetária marxista padece, portanto, de certa dualidade. Marx é anti-quantitativista, quando o padrão-monetário é *metalista*; mas é quantitativista, quando é *papelista*.

O **valor da moeda**, na abordagem da teoria monetária marxista, é:

- no **caso da moeda-mercadoria**, dependente da quantidade de trabalho socialmente necessário empregado na sua produção, de acordo com a Teoria do Valor-trabalho.
- no **caso do papel-moeda**, inversamente proporcional à quantidade emitida, como afirma a Teoria Quantitativa da Moeda.

Deve-se observar que o *valor do ouro*, dado na produção e na venda inicial, não oscila quando varia a quantidade de ouro em circulação. Esta é função do nível de preços e do volume de transações, sendo inversamente proporcional à velocidade de circulação da moeda. O restante excessivo, simplesmente, fica entesourado. Mas não faz sentido *entesourar papel-moeda*, segundo a teoria monetária marxista, pois este não é mercadoria. Portanto, não possui substância para ser instrumento de entesouramento. Possui tão somente valor de face e não valor intrínseco em termos de trabalho objetivado. Logo, seria risco entesourá-lo, pois ele se desvaloriza arbitrariamente.

Também na **visão neo-walrasiana** da estrutura econômica, o dinheiro como reserva de valor é impensável. No modelo de equilíbrio geral walrasiano não se usa, conceitualmente, o dinheiro como reserva de valor. Nesse mundo abstrato neoclássico, com atomismo, preços flexíveis, informações perfeitas, inclusive acerca do futuro, e com “leiloeiro” (metáfora walrasiana) que assegura o

equilíbrio por tateio, simultaneamente, em todos os mercados, resulta ser irracional manter o dinheiro como reserva de valor. Isto enquanto houver outros ativos financeiros que proporcionem alguma rentabilidade positiva, ou seja, por causa do custo de oportunidade.

O defeito congênito das teorias monetárias originárias do modelo de equilíbrio geral walrasiano, por exemplo, a versão IS-LM da síntese keynesiano-neoclássica e o monetarismo, é que, verdadeiramente, nelas a moeda é uma adição não essencial à análise. Não se encontra papel real para a moeda, porque essas teorias idealizam um modelo de troca perfeito, como fosse escambo, isto é, troca direta entre mercadorias. O dinheiro exerce apenas sua função de unidade de conta ou numerário. Ele só atuaria como reserva de valor caso houvesse incerteza. Seria meio de pagamento se houvesse diferimento. Como a noção de equilíbrio geral requer pré-conciliação das escolhas, os agentes não diferem as decisões de acordo com esse modelo.

A *lei dos mercados*, elaborada por Jean-Baptiste Say, que constitui pilar básico de toda tradição neoclássica, acredita em economia *auto-regulável*.

A **lei de Say** estabelece que *a oferta cria sua própria demanda*. Em outras palavras, o valor adicionado na produção cria a renda para a aquisição dos produtos gerados de maneira tal que, com o equilíbrio econômico, a soma dos valores de todas as mercadorias produzidas seria equivalente à soma dos valores de todas as mercadorias compradas.

Em economia monetária e financeira, evidentemente, tal lei não se aplica. A *moeda* permite o adiamento das decisões de gastos; o *crédito* propicia o adiantamento de poder de compra. Neste sentido, não há determinação causal unilateral da renda, gerada na produção, para o gasto. Cabe, nessa economia, uma “anti-lei de Say”: o *princípio da demanda efetiva*.

Para o **princípio da demanda efetiva**, o que importa, em economia de mercado, é que *não se pode decidir o que se ganha, mas apenas o que se gasta*. Assim, as *decisões de gastos*, efetivadas através de recursos próprios e/ou de terceiros, são *determinantes da renda*, e não o contrário, como afirma a *lei de Say*.

Para a destruição da Lei de Say, que sugere a igualdade final entre a oferta total e a demanda total, segundo **Keynes**, 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 adiadas, elas não podem ser conhecidas por ninguém, embora afetem eventos futuros. Keynes (1936, cap. 17) afirmou que as propriedades essenciais da moeda eram, primeiro, a *elasticidade de produção nula ou insignificante*: o ativo monetário não poderia reproduzir-se, mediante o emprego de trabalho, em resposta a aumento da demanda por dinheiro. Segundo, a *elasticidade de substituição nula ou insignificante* entre os ativos plenamente líquidos e os bens que podem reproduzir-se facilmente mediante o emprego de

trabalho. Dessa forma, logicamente, a demanda por dinheiro correlaciona-se com desemprego.

Na abordagem de Keynes, como os bens duráveis, que usam mão-de-obra na sua produção, não são líquidos, já que não têm mercados secundários organizados por *market-maker*, eles não são substitutos para o dinheiro. Deduz, então, que a Lei de Say é inaplicável e o desemprego involuntário é possível. Utiliza-se da metáfora que “moeda não cresce em árvores”, ou seja não pode ser plantado. Desde que moeda não é produzível pelo emprego de trabalho no setor privado, quando aumenta a retenção do dinheiro, devido ao não-gasto, trabalhadores tornar-se-ão, involuntariamente, desempregados.

Retomaremos, mais adiante, a polêmica pós-keynesiana sobre as propriedades da moeda. Por ora, vejamos a criação e a entrada da moeda na economia.

#### **2.4. Criação e entrada de moeda na economia**

Em livros-texto, geralmente, há falta de realismo quanto à natureza do banco de crédito. Parte-se da existência de uma moeda em tudo similar à moeda-mercadoria tal como o ouro. Os detentores dessa moeda, enquanto não o entesouram nem o gastam em consumo, "investem-no", ou, em outras palavras, "emprestam" suas "poupanças" ou "fornecem capital" a si próprios ou a outros. Visto dessa forma, o crédito é inteiramente independente da existência ou não de bancos. Pode ser compreendido sem qualquer referência aos mesmos: o público torna-se o verdadeiro mutuante ou “prestamista final”. O banqueiro seria mero agente intermediário que realiza o empréstimo de fato por conta do público. Ele coleta “poupança” de inúmeros pequenos mananciais, a fim de torná-la disponível para o investimento. O banco, nessa concepção convencional, existe por mera divisão de trabalho que aumenta a produtividade sistêmica, nada acrescentando à massa de meios líquidos.

Assim, como disse Schumpeter, a *teoria dos fundos existentes de empréstimos* transforma os *depositantes* em *poupadores*, quando não poupam nem têm a intenção de fazê-lo. Atribui-lhes uma influência sobre a "oferta de crédito" que, absolutamente, não têm.

O momento de maior triunfo do professor de Economia Monetária, segundo James Tobin, economista keynesiano laureado pelo Prêmio Nobel de Economia, é o da exposição da múltipla criação de depósitos bancários pelo crédito bancário. É quando critica o argumento dos banqueiros de que eles não criam moeda, na medida em que a escala de seus ativos está limitada por seus passivos e, portanto, emprestam somente o dinheiro depositado. O professor aponta, então, a *falácia de composição*: quando um banco empresta, cria novos depósitos bancários. Isto é verdade para o sistema bancário como um todo, depende da aritmética de sucessivas rodadas de criação de depósitos, limitado o *multiplicador*



*monetário* pela exigência do Banco Central de que os bancos comerciais façam depósitos compulsórios de parte dos depósitos à vista.

Tobin conclui a lição afirmando que não se deve estabelecer o crédito bancário sobre o *modelo dos fundos existentes*.

É mais correto dizer que *empréstimos criam depósitos*, isto é, o sistema bancário cria depósitos em seus atos de emprestar, em vez de afirmar, como fazem os banqueiros, que “os bancos emprestam somente os depósitos entregues à sua guarda”. Esta *teoria dos empréstimos por conta dos outros* é falseável.

Na realidade, enquanto os depositantes prosseguem gastando, e pagando com cheque, como se tivessem conservado aquele dinheiro depositado em seu poder, da mesma forma, os mutuários gastam "o mesmo dinheiro e ao mesmo tempo". Os bancos concedem empréstimos e conseguem, então, novas reservas emprestáveis.

Uma piada ilustra com humor as diferenças entre a visão microeconômica dos banqueiros e a ótica macroeconômica dos economistas. Dois balonistas, em vôo, perderam-se. Próximo de algo que parecia um *campus* universitário, baixaram das alturas para indagar onde estavam a um professor que circulava por lá. Este, prontamente, respondeu que eles estavam dentro de um balão. Um dos balonistas comenta com o outro: – Aposto que ele é professor de Economia: a informação é perfeita, mas é completamente inútil... Para confirmar, perguntou ao professor. Este responde afirmativamente e retruca: – Garanto que vocês são banqueiros! – Mas como você adivinhou? – Porque vocês têm um excelente ponto de vista, mas não sabem onde estão!

O **multiplicador monetário** é fenômeno peculiar ao dinheiro e sem analogia no mundo das mercadorias. Determinado *depósito*, embora legalmente seja apenas um direito sobre moeda de curso legal, atende a limites muito mais amplos que os da própria *moeda* correspondente. Quando o *tomador gasta seu crédito*, não há garantia que o dinheiro permaneça no *banco prestador*. Se vai ou não permanecer no *sistema bancário* não depende do meio pelo qual o empréstimo foi inicialmente realizado, mas depende sim se a corrente de transações iniciada pelo *tomador* encontrou ou depositantes que fizeram novos depósitos no mesmo valor ou investidores que desejaram adquirir outros ativos financeiros. O *fenômeno sistêmico*, em síntese, *expõe como os empréstimos multiplicam os depósitos*.

## FORMULAÇÃO DO MECANISMO DE CRIAÇÃO DE MOEDA PELOS BANCOS COMERCIAIS:

### (a) MOEDA MANUAL:

- **PME (papel-moeda emitido) – EBACEN (encaixe do banco central) = PMC (papel-moeda em circulação)**
- **PMC (papel-moeda em circulação) – EBC (encaixe dos bancos comerciais) = PMPP (papel-moeda em poder do público)**

### (b) MOEDA ESCRITURAL:

- **DV (depósitos à vista nos bancos comerciais)**

### (c) MEIOS DE PAGAMENTO:

- **MP = agregado monetário M1 = (a) + (b) = PMPP + DV**

### (d) BASE MONETÁRIA:

- **BM = PMC (papel-moeda em circulação) + RB (reservas bancárias voluntárias e compulsórias) = PMPP + EBC + D<sub>BC-BACEN</sub> (depósitos dos bancos comerciais no banco central)**

### (e) MULTIPLICADOR MONETÁRIO:

- **$k = (c) / (d) = MP / BM$**

- **multiplicador monetário:** quociente *ex-post* entre os saldos de fim de período dos meios de pagamento e da base monetária:  **$k = MP / BM \Rightarrow MP = k \cdot BM$**  = f( forma pela qual os bancos criam moeda ).

$$k = \frac{\text{PMPP} + \text{DV}}{\text{PMC} + \text{RB}} = \frac{1}{\text{PMPP} / \text{MP} + [\text{EBC} + \text{RB}] / \text{MP}} \quad \text{onde: EBC = encaixe bancário e RB = reserva bancária}$$

Por essa fórmula, fica explícito que os meios de pagamento (papel-moeda em poder do público e depósitos à vista) dependem de:

1. o estoque da base monetária;
2. a razão papel-moeda em poder do público / meios de pagamento (ou sua contrapartida: razão papel-moeda em poder do público / depósitos);
3. a razão reservas bancárias / meios de pagamento.

Dessa forma, há as seguintes relações de causa-efeito:

- *aumento na razão papel-moeda em poder do público / meios de pagamento* provoca redução do multiplicador, porque os empréstimos concedidos pelos bancos comerciais produzem, então, *valor menor de depósitos*, por causa da conversão de depósitos à vista em papel-moeda.
- *aumento na razão reservas / meios de pagamento* provoca também redução do multiplicador, porque há queda do montante de novos empréstimos que o sistema bancário pode conceder a partir de determinado depósito inicial, devido à *redução dos novos depósitos subsequentes* feitos pelo público.

Deduz-se também que, embora o Banco Central tenha grande influência sobre a oferta de moeda, ele *não possui o controle monetário completo*. Pode até ter controle razoavelmente efetivo sobre o estoque da base monetária, através de operações de *open market* e de exigências de reservas bancárias, mas terá grande risco de perda de controle monetário se a taxa de câmbio for fixa e/ou se houver movimentação livre de capital. Ele tem controle relativamente diminuto sobre o multiplicador monetário. O Banco Central determina os depósitos compulsórios e a taxa de redesconto, influenciando indiretamente sobre o nível de reservas bancárias. Porém, ele não pode controlar diretamente a razão reservas / depósitos, que depende da administração de passivos realizada pelos bancos, submetida às inovações financeiras. A autoridade monetária tem controle ainda menor sobre a razão papel-moeda em poder do público / meios de pagamento, que depende de comportamento flexível do público não-bancário.

A explicação esquemática convencional destaca dois aspectos. A alteração dos meios de pagamentos depende ou de *mudança na base monetária*, isto é, emissão primária pelo Banco Central de “moeda de alto poder de expansão”, em função de seu passivo monetário, ou de *mudança no multiplicador monetário*.

Em última análise, o **multiplicador monetário** depende de *relações de comportamentos* dos bancos e do público não-bancário. De um lado, está a preferência do público quanto ao tipo de moeda para uso generalizado, se moeda *manual* ou moeda *escritural*. De outro, está seu comportamento em relação ao uso do sistema bancário. O *grau de confiança* neste é fator determinante do montante de reservas que os bancos fazem voluntariamente. Portanto, deve-se criticar o *automatismo do modelo tradicional de multiplicador*, em que não cabem incerteza e problemas conjunturais.

A interação entre esses dois grupos de agentes econômicos, os *bancos* credores e os *clientes* investidores ou tomadores de crédito, se dá sob supervisão da *autoridade monetária*, que decide a exigência de reserva bancária compulsória. Os empréstimos, que criam depósitos, são contratados por *decisões de mutuantes e mutuários*, reavaliadas a cada conjuntura.

Os empréstimos são decididos não só em função do *spread bancário*, que é a diferença entre a taxa de juros de aplicação e a taxa de juros de captação, como também da *expectativa do credor* a respeito do *grau de fragilidade financeira do devedor* e das *garantias oferecidas*. Os banqueiros comparam também as *receitas de operações de crédito* com as alternativas de *rendas e lucros com títulos e valores mobiliários*, para tomarem a decisão.

As autoridades monetárias possuem poder limitado de controle dos oligopólios bancários, quando estes encontram-se em conluio com seus clientes para criarem **inovações financeiras**, ou seja, produtos financeiros novos não contemplados por regulamentações. As "quase-moedas" surgidas, com custo e tempo desprezíveis para conversão de "receptoras de juros" em "transferíveis por cheques", não estão submetidas às exigências de reservas. Com a *administração dos passivos*, os bancos tornam-se mais capazes de acomodar 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.

A análise convencional da oferta monetária busca o sentido do **processo de criação ou destruição dos meios de pagamentos** (papel moeda em poder do público e depósitos à vista) sem discutir o seu *caráter endógeno*. Considera simplesmente que:

- há **criação**, quando o setor bancário compra haveres não-monetários do público não-bancário, pagando-os com haveres monetários, seja moeda manual, seja moeda escritural;
- inversamente, há **destruição**, quando vende haveres não-monetários, recebendo em troca moeda.

Por exemplo, uma operação de mercado aberto (*open market*) de venda de títulos de dívida pública destrói meios de pagamento. Inversamente, o resgate desses títulos propicia criação de meios de pagamento.

Há três fontes principais de **entradas de moeda na economia**:

1. a primeira está nos **empréstimos de capital de giro**, que multiplicam os depósitos na rede bancária. Diferentemente dos governos, os *banqueiros não podem criar, isoladamente, meios de pagamento para financiar seus próprios gastos*: a relação débito-crédito entre o sistema bancário e seus clientes "cria" moeda (depósitos à vista) como um *passivo*, igualado no lado *ativo* do balanço contábil consolidado.
2. a segunda depende diretamente dos **instrumentos de política monetária**, inclusive a *emissão monetária* para cobertura de déficit do orçamento geral da União não amparado pela colocação de títulos de dívida pública, cuja administração fica por conta da **política fiscal**:
  - operações de *open market* com compra ou venda de títulos da dívida pública;
  - empréstimos de *assistência financeira de liquidez* do Banco Central aos bancos comerciais, operação conhecida como "redesconto";
  - exigências de *depósitos compulsórios* dos bancos no Banco Central.
3. a terceira é devido ao **impacto monetário do balanço de pagamentos**, ou seja, depende do regime cambial e do fluxo externo líquido. O superávit do balanço de pagamentos leva à variação positiva do estoque de moeda estrangeira, contabilizado como *reservas internacionais*, que é convertida em moeda nacional. Nesse caso, o Banco Central "compra" mais dólares do que "vende". Assim, através da variação da taxa de câmbio e da taxa de juros, a **política cambial** e a **política de juros** influenciam esta relação entre reservas cambiais e base monetária.

As **operações de câmbio** são transações nas quais o banco central compra ou vende ativos em moeda estrangeira. As operações ocorrem com *taxa de câmbio fixa* ou *flexível*, que pode ser controlada, quando não há *flutuação limpa*. Esta se dá com a ausência de intervenção do Banco Central no mercado cambial. Quando a taxa de câmbio é estabilizada por intervenções da autoridade monetária, a oferta de moeda torna-se *endógena*. Nesse caso, a operação cambial envolve a troca de moeda estrangeira por moeda nacional a certa cotação oficial, dependendo da disponibilidade das reservas internacionais. Essas operações de câmbio, em economia aberta, têm resultado direto sobre o montante da base monetária. Logo, a compra de divisa estrangeira é fator *expansionista* da base monetária, e a venda, fator *contracionista*.

A **operação de esterilização** é manobra padrão, através do uso de operação de *open market*, para compensar o impacto monetário de outras políticas.

O seguinte quadro esquemático mostra como as operações de esterilização podem compensar efeitos monetários indesejados: **OBM**, provocadas por **OC** e/ou **OBC**, podem ser compensadas por **OTN**.

### ORÇAMENTO MONETÁRIO DA AUTORIDADE MONETÁRIA

Aplicações	Recursos
<b>OC</b> (operações cambiais em função das variações das reservas internacionais, devido aos saldos líquidos do balanço de pagamentos)	<b>OTN</b> (operações com Tesouro Nacional via compra ou venda de títulos de dívida pública e/ou operações de mercado aberto)
<b>OBC</b> (operações com bancos comerciais via empréstimos de liquidez)	<b>OBM</b> (operações com base monetária via depósitos compulsórios)

## 2.5. Importância da moeda para os pós-keynesianos

Desde a publicação dos livros seminais de Paul Davidson – *Money and The Real World*<sup>1</sup> - e de Hyman P. Minsky - *John Maynard Keynes*<sup>2</sup> –, nos anos 70, tem se desenvolvido a literatura "pós-keynesiana", cujos principais autores têm na *Journal of Post Keynesian Economics* o escoadouro de suas idéias.

A releitura pós-keynesiana da obra de Keynes resgata sua busca de novos caminhos teóricos, após a publicação do *Tratado sobre a Moeda*. A teoria abstrata de Keynes supõe, em contraste com a Teoria Quantitativa da Moeda, que a moeda desempenha papel próprio como ativo plenamente líquido, afetando motivações e decisões. Estabelece, então, o conceito de *Economia Monetária*, com a *não-neutralidade da moeda*. Nessa abstração da economia, variáveis monetárias afetam não apenas a forma das decisões, mas sua própria natureza.

Pode-se sumarizar os argumentos, que se encontram em vários escritos de Davidson<sup>3</sup>, a respeito de *por que importa o dinheiro*. O dinheiro, para Keynes, é aquilo cuja entrega possui o poder de saldar os contratos de dívida e sancionar os contratos de preços, ou seja, mantém certo acervo de poder geral de compra. Davidson conclui desse conceito que 'a existência de contratos em termos monetários é essencial para o fenômeno do dinheiro, e que só poderá

<sup>1</sup> DAVIDSON, Paul. *Money and The Real World*. New York-Toronto, John Wiley & Sons, 1972.

<sup>2</sup> MINSKY, Hyman. *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press, 1975.

<sup>3</sup> DAVIDSON, Paul. in DAVIDSON, L. (ed.). *The Collected Writings of Paul Davidson* [CWPD]. Volume 1. London, Macmillan, 1990. cap. 7, 13, 17 e 26; **tb.** op. cit. (orig. 1972); cap. 9.

desenvolver-se 'uma teoria monetária séria' quando se toma explicitamente em conta este fato"<sup>4</sup>.

Desempenham papéis fundamentais a instituição do *dinheiro* e suas instituições de mercado relacionadas com *contratos monetários* para:

- i) a entrega e os pagamentos *imediatos* [**spot contracts** ou contratos à vista];
- ii) a entrega e os pagamentos *futuros* [**forward contracts** ou contratos a prazo].

O tempo econômico impede que tudo ocorra de imediato. A produção requer tempo e, portanto, em economia orientada para o mercado, a maioria das transações produtivas, ao longo de determinada cadeia não integrada de empresas, implicam contratos a prazo. Por exemplo, a realização de contratos trabalhistas e de fornecimento de matérias primas é necessária para o ciclo de produção não sofrer descontinuidade. O financiamento de tais compromissos de custos de produção futuros requer que os empresários disponham de dinheiro para cumprir estas obrigações, em uma ou mais datas futuras, *antes* que o produto seja vendido e entregue, recebendo então o pagamento e liquidando a posição.

A existência de contratos monetários, para a entrega do negociado e o pagamento no futuro, é fundamental para os conceitos de liquidez e de dinheiro. A idéia de que a inflação é fenômeno monetário só tem sentido lógico em economia onde os contratos nominais de longo prazo, particularmente os contratos trabalhistas, são fundamentais para a organização das atividades produtivas. A coordenação sob forma contratual dos fluxos de produção com as posições de estoques ocorre ou para a realização de pagamentos e entregas de imediato (*spot*), de modo que só podem vender-se acervos pré-existentes, ou para pagamentos e entregas em data futura específica, de maneira que poderão realizar-se também algumas transações com bens e serviços que ainda não se produziu.

O pressuposto pela Teoria Quantitativa da Moeda é que o produto real não é influenciado pela oferta de moeda, pelo menos no longo prazo, porque os níveis de tal renda se determinam fora do sistema de preços relativos de mercado, o qual só funciona para alocar dado total de bens ou dotações correntes e futuras. Porém, no mundo real, como supõe o sistema analítico de Keynes, os preços presentes e o pagamento no instante inicial coexistem com os preços futuros e as obrigações de pagamentos monetários futuros, por bens que ainda não se produziram.

<sup>4</sup>

DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); cap. 13 (*Why Money Matters: Lessons from a Half-century of Monetary Theory*. JPKE 1, 1978), p. 229.

Em virtude da produção requerer tempo, os empresários estabelecem **contratos a prazo**, cuja duração supera o período de gestação da produção, de maneira que possam ter certa segurança dos limites monetários da "posição" que tomam quando iniciam certo fluxo de produção. A contratação a prazo pode ser considerada a maneira pela qual os empresários tratam de manter os controles sobre salários e preços, porque tais controles de custos e de venda são fundamentais, inclusive para a obtenção de financiamento.

A necessidade de reter liquidez é relacionada com a detenção de capacidade de saldar dívidas contratuais. “Os mercados relacionados com o tempo, e os contratos de pagamentos monetários para cumprimento futuro são a essência da Economia Monetária, já que são básicos para o conceito de liquidez. A liquidez, em contexto temporal, dados a unidade salarial monetária e o nível de preços resultante, é a coluna vertebral da revolução keynesiana. Os problemas da liquidez e o financiamento são características distintivas da tomada de decisões empresariais rotineiras em Economia Monetária”<sup>5</sup>.

A **detenção de liquidez** implica a capacidade de dispor dos meios necessários para cumprir todas as obrigações contratuais em seu vencimento.

Dado que o dinheiro, de fato, é a única instituição que liberará os compromissos contratuais, devido à definição legal de seu *poder liberatório*, para que qualquer outra reserva de valor, além do dinheiro, seja líquida, ela deverá ser vendável por dinheiro, em *mercado instantâneo*. Os *ativos líquidos* são bens negociados em mercados bem organizados e permanentes, o que depende das práticas e instituições sociais da economia.

O fator mais importante dos mercados bem organizados é a instituição de determinado *regulador de mercado* [**market maker**]. A sua função é ordenar os mercados, ao servir de comprador ou vendedor residual, com o objetivo de estabilizar as cotações. Assim, contraporá as flutuações aleatórias do mercado mediante a utilização de estoques consideráveis do bem em questão e de dinheiro (ou outros ativos líquidos). A ordem, ou seja, a rigidez dos preços instantâneos ao longo do tempo, se mantém mediante as demandas de reserva aos *reguladores do mercado*.

Desse modo, parecem assegurados a continuidade e a ordem de tais *mercados instantâneos*, desde que o Banco Central, *market maker* por excelência, atue como prestamista em última instância e a comunidade continue usando o "dinheiro" do sistema para denominar suas obrigações contratuais. As decisões e atividades dos bancos centrais proporcionam, em última instância, a liquidez de qualquer Economia Monetária que recorra à instituição da contratação a prazo em termos monetários, para a organização de suas atividades produtivas.

<sup>5</sup> DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); p. 232.



Os **ativos plenamente líquidos** são o dinheiro, ou seja, o que libera as obrigações contratuais, por definição institucional, e qualquer ativo que possa ser convertido em dinheiro, de maneira instantânea, onde o *regulador de mercado* "garanta" certo preço estável. Assim, em Economia Creditícia, o Banco Central, ou alguma instituição *reguladora de mercado* com acesso rápido e direto ao Banco Central, cria os *ativos plenamente líquidos*. Diferentemente de Friedman, que apresenta conjunto muito mais amplo de ativos substitutos, para os pós-keynesianos, só os *ativos financeiros* negociados em mercados instantâneos bem organizados são bons substitutos do dinheiro.

Davidson lança crítica tanto à equação de demanda por dinheiro de Friedman, quanto ao uso do *princípio de escassez*, para a definição de ativos plenamente líquidos. "É óbvio que, no mundo real, os bens de capital e os bens de consumo duráveis não se trocam em mercados instantâneos bem organizados e que não tem surgido nenhum *regulador de mercado* que organize tais mercados. Em consequência, tais bens reprodutíveis não podem satisfazer as demandas de liquidez" <sup>6</sup>.

## 2.6. Polêmica sobre as propriedades da Moeda

Segundo Keynes, na *Teoria Geral* (capítulo 17), as **propriedades essenciais do dinheiro e outros ativos que possuem o atributo de liquidez em alto grau** são:

- a *elasticidade de produção* nula ou insignificante, ou seja, não se pode reproduzir o ativo, mediante o emprego de trabalho, em resposta a determinado incremento da sua demanda;
- a *elasticidade de substituição* nula ou insignificante entre os ativos líquidos e os bens que podem reproduzir-se mediante o emprego de trabalho.

A análise pós-keynesiana argumenta que, se a demanda se desvia dos bens produzíveis para o dinheiro, como não se pode empregar trabalho para produzir mais dinheiro, surge a possibilidade de *desemprego involuntário*.

Davidson explica que os bens mercantis não se conservam, normalmente, como reservas de valores para propósitos de liquidez, porque não possuem as características que estimulam o desenvolvimento de mercados instantâneos de ativos, bem organizados, para seu intercâmbio. Portanto, tais *ativos não líquidos* nunca são bons substitutos para o dinheiro. Entretanto, outros *ativos líquidos* que possuem elasticidade de produção nula ou insignificante, tais como os ativos financeiros e as divisas, podem ser bons substitutos do dinheiro. Isto permite que débitos privados, como depósitos à vista em bancos comerciais, possam se tornar

<sup>6</sup>

DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); p. 235.

moeda. As autoridades monetárias, enquanto *market-makers* ou emprestadores em última instância, os garantem.

Os pós-keynesianos reconhecem certo grau de endogenia da oferta monetária através da criação de *substitutos da moeda*. "Na teoria monetária pós-keynesiana, a moeda legal é o conceito básico, mas o conjunto de ativos monetários é maior que apenas o valor do estoque de moeda legal emitida. Agentes privados podem criar moeda se contarem com o apoio institucional de um *market-maker* perfeito, ou quase-moedas. Há, assim, certo componente endógeno na criação de moeda em economia moderna"<sup>7</sup>.

No entanto, o autor citado adverte que esta endogeneidade não é ilimitada. Depende de que a autoridade monetária esteja de acordo em garantir a retaguarda da criação de substitutos da moeda. Os limites da atuação do banco central têm em conta, de um lado, as necessidades de moeda pela atividade econômica, e, por outro, as variações no estoque de moeda não serem completamente arbitrárias.

Neste ponto, há **discordância de análise entre pós-keynesianos**. Diz respeito à possibilidade de controle *direto* da quantidade de moeda pelo bancos centrais.

- uma corrente (a de Kaldor, Moore, etc.), chamada de *horizontalista*, não acredita em controle monetário geral e prega o uso de política de juros e/ou de crédito seletivo.
- outra corrente (a de Davidson, Minsky, etc.), dita *fundamentalista*, ainda não abandonou totalmente a visão tradicional de política monetária.

O *argumento de autoridade* utilizado para justificar esta última é baseado em interpretação ortodoxa do que disse Keynes a respeito das propriedades da moeda<sup>8</sup>. Deduz-se dela, indevidamente, pregação a favor da limitação da quantidade de moeda, ou seja, da necessidade (e possibilidade) da manutenção da oferta monetária inelástica.

O argumento é construído como se o *princípio da escassez* do ativo monetário definisse o seu valor. "É porque se espera que o poder de compra do meio circulante seja estável que ele se torna tão poderosa reserva de valor. Em outras palavras, é da sua relação com contratos que o meio circulante deriva seu atributo de liquidez. É para garantir este atributo que Keynes preconiza serem negligíveis as duas elasticidades, de produção e de substituição. Um objeto cuja quantidade esteja sujeita a variações bruscas não estaria a salvo de excessos de

<sup>7</sup> CARVALHO, Fernando J. Cardim. Moeda, Produção e Acumulação: uma Perspectiva Pós Keynesiana. in SILVA, M. L. F. (org.). *Moeda e Produção: Teorias Comparadas*. DF, Editora UnB, 1992. p. 184.

<sup>8</sup> COSTA, Fernando Nogueira da. (Im)propriedades da Moeda. *Revista de Economia Política*. Vol. 13, n. 2 (50), abr-jun / 1993. pp. 61-75.

oferta ou de demanda que afetam os outros ativos. A percepção de que os riscos de perda de poder de compra da moeda pudessem ser elevados destruiriam sua função de unidade de contratos, forçando os agentes a buscar alternativas menos eficazes para a coordenação de atividades, como ocorre sob inflação elevada. O preço da preservação do atributo de liquidez, e com ele do sistema contratual sobre o qual se erige a atividade capitalista, é a necessidade de limitação da variação do meio circulante e o desemprego, quando a demanda se volta para ativos monetários" <sup>9</sup>.

A Teoria Quantitativa da Moeda ainda influencia essa interpretação.

1. *por achar que a estabilidade do poder de compra do meio circulante depende do controle de sua quantidade.* Na Teoria Alternativa da Moeda, inverte-se essa lógica, afirmando que essa estabilidade do poder de compra da moeda é consequência do controle dos preços básicos, por exemplo, através de política de rendas, de juros, cambial e fiscal.
2. *por fazer analogia entre resultados de "excesso" ou de "escassez" que afetam os preços de outros ativos mercantis e o caso do ativo plenamente líquido por definição institucional.* No caso desse ativo monetário (papel-moeda fiduciário ou moeda-bancária), que não é moeda-mercadoria, não é o *princípio de escassez* no mercado que define sua liquidez, mas o poder liberatório, definido legalmente.

As recomendações de política econômica de Keynes contrastam com as dos teóricos quantitativistas. Em virtude do papel do dinheiro no sistema ser a conexão de valor ao longo do tempo, é vital seu valor se manter estável. Porém, isto implica que *outros preços devem permanecer estáveis*, em particular, segundo a visão keynesiana tradicional, o preço da mão de obra. Tal estabilidade reduziria também o risco dos contratos de repartição da incerteza e da existência dos mercados onde os negociam. Desse sistema contratual estável depende a coordenação entre os agentes econômicos.

Davidson usa, no mesmo plano conceitual, as idéias de demanda efetiva, grau de endogeneidade e da não-neutralidade da moeda, derivada de sua retenção ociosa. "Estas propriedades peculiares da elasticidade não significam que a quantidade de moeda seja inalterável. Em economia de moeda-bancária, a oferta monetária pode variar de forma *exógena* (por condução das operações de mercado aberto) ou *endógena*, já que os bancos respondem a aumento da demanda por moeda, provocado por motivos financeiros [*finance*], inclusive a necessidade de pagar contas nominais maiores, se aumenta a taxa se salário nominal contratual. Entretanto, em economia onde a liquidez se associa com estas propriedades peculiares, aumento da demanda por moeda por motivos precaucionais ou especulativos em desfavor das transações planejadas reduzirá o emprego, sendo dadas todas as demais circunstâncias, apesar que aumento

<sup>9</sup>

CARVALHO; op. cit. (1992); p. 182.

exógeno da oferta de moeda não terá efeito direto no gasto de bens reprodutíveis por via dos ajustes de carteira" <sup>10</sup>.

Kregel sugere também ênfase diferente daquela que é dada pela Teoria Quantitativa da Moeda ao papel do dinheiro na análise econômica. "Ainda que o dinheiro seja o menos *incerto* dos elos que ligam o presente ao futuro desconhecido, não se infere daí que as variações da quantidade de moeda ou das variáveis 'monetárias' terão efeito direto nas avaliações do futuro por parte dos poupadores e investidores ou em suas reações ante a incerteza. As reações do comportamento frente à incerteza são inteiramente independentes de que o dinheiro seja o elo mais seguro entre o presente e o futuro e das razões pelas quais se necessita deste elo" <sup>11</sup>. Em outras palavras, não é a expectativa de excesso da quantidade de moeda que leva à perda de sua função de unidade contratual.

Em Economia Monetária, segundo pós-keynesianos, *o dinheiro não é neutro*. Nela, o nível da demanda efetiva determina se o gasto corrente superará ou será menor que a produção corrente, se as expectativas serão satisfeitas ou insatisfeitas, e se a produção e o emprego se ajustarão às novas expectativas. "A existência de ativos líquidos, que em situação de incerteza oferecem como retorno a segurança, faz com que seja possível ao indivíduo abster-se do consumo sem investir. (...) *É a incerteza que cerca decisões cruciais, como as de investimento em ativos de capital real, que abre o espaço da não-neutralidade da moeda no longo período*"<sup>12</sup>.

O adiamento dessas decisões de gasto em ativos duráveis tem como contrapartida aplicações em outros ativos, seja monetário, seja financeiros. Isto significa que *não há "hierarquia conceitual" entre a teoria da preferência pela liquidez e o princípio da demanda efetiva, na explicação de Keynes do nível do emprego. Não se trata de relação de causa-e-efeito, mas sim de simultaneidade de ações: diferir gastos e reter liquidez.*

Entretanto, alguns intérpretes colocam todo o peso da teoria do desemprego de Keynes sobre a existência da *armadilha da liquidez*. Esta "armadilha", fenômeno histórico eventual de absoluta preferência pela liquidez, desempenharia, para esses analistas, papel decisivo em teoria que postula função estável da demanda por moeda, ou seja, preferência pela liquidez constante, e recorre às variações exógenas da quantidade de moeda para influenciar a economia. Entretanto, quando as variações monetárias são endógenas e a preferência pela liquidez, baseada nas expectativas, é volátil, a *armadilha da liquidez* tem importância secundária, inclusive conceitualmente.

<sup>10</sup> DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); p. 235.

<sup>11</sup> KREGEL, J. A.. Markets and institutions as features of a capitalistic production system. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. III, n. 1, Fall 1980. p. 45.

<sup>12</sup> CARVALHO; op. cit. (1992); p. 188. (grifo meu, F.N.C.)

Isto é tema para outro capítulo. Será desenvolvido no capítulo 4 – *Taxa de Juros e Preferência pela Liquidez*.

### **Leitura Adicional Recomendada:**

KEYNES, J. M.. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1936). Cap. 17 (As Propriedades Essenciais dos Juros e do Dinheiro).

**Comentário:** Na releitura dessa obra clássica, proposta pelos pós-keynesianos *fundamentalistas*, esse capítulo ganha ênfase, porque nele está a unificação da teoria do investimento enquanto escolha de formas alternativas de retenção de riqueza. Ativos reais oferecem rendimentos que compensam sua pouca liquidez, contrapondo-se com ativos financeiros e monetários, em que graus elevados de liquidez compensam rendimento inferior. Na medida que os primeiros são produzíveis com mão-de-obra e os últimos não, a seleção desses ativos afeta o emprego.

TOBIN, James. Commercial Banks as Creators of "Money". Essays on Economics. Vol. I: Macroeconomics. Amsterdam, North-Holland, 1971 (original de 1963). Cap. 16.

**Comentário:** Tobin critica a "falácia da composição" da *visão dos banqueiros* ao afirmarem que fazem "empréstimos por conta de terceiros". Mostra que, para o sistema bancário como um todo, o controle quantitativo do Banco Central determinaria o montante de reservas não-emprestáveis, mas a eventual necessidade suplementar depende das circunstâncias econômicas confrontadas pelos bancos comerciais. Assim, empréstimos e depósitos à vista expandem-se menos que o estimado pelo multiplicador, em função da variação da taxa de juros operada pelo *open-market*; além disso, as preferências dos depositantes importam, semelhantemente ao regime de reserva bancária fracionária.

MOORE, Basil. Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge University Press, 1988. Cap. 1 (The Differences between Commodity, Fiat and Credit Money).

**Comentário:** O fundador da chamada corrente *horizontalista* dos pós-keynesianos apresenta sua mensagem central: os membros da profissão estão operando com paradigma basicamente incorreto a respeito de como o moderno sistema bancário opera. Esse paradigma padrão pode ter sido relevante para o mundo com moeda mercadoria ou fiduciária, mas não é aplicável ao atual mundo de moeda creditícia.

WRAY, L. Randall. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. London, Edward Elgar, 1990. Cap. 1 (The Endogenous Approach to Money) e Cap. 2 (Money and Institutional Evolution).

**Comentário:** Este pós-keynesiano da corrente *fundamentalista* apresenta, no primeiro capítulo, as origens da moeda, a concepção pós-keynesiana da moeda, discute quais ativos constituem moeda e a relação entre liquidez, moeda e gasto. No segundo, mostra a evolução institucional da moeda através de diversos estudos de casos.

MAYER, Martin. Part I: Understanding Money. The bankers: the next generation. NY, Truman Talley Books / Dutton, 1997. pp. 37-182.

**Comentário:** Mayer reescreveu e atualizou seu best-seller de 20 anos atrás. Na primeira parte, busca o entendimento da natureza da moeda contemporânea, numa era do computador, enfocando inclusive cartões de crédito, ATMs, *smart cards* e a internet.

COSTA, F. N.. Ensaio de Economia Monetária. SP, Bienal-Educ, 1992. Ensaio 1 (Relação Gasto-Liquidez: As Três Tríades).

**Comentário:** A terceira tríade apresentada, juntando às clássicas *Duas Tríades* de Hicks (a relação entre as três funções básicas do dinheiro e os três motivos keynesianos para a demanda por moeda), refere-se aos três atributos encontráveis nos ativos, apontados por Keynes: a capacidade do ativo prover um certo fluxo monetário (**q**), a existência de um custo de manutenção do ativo em carteira (**c**), a liquidez do ativo (**l**). Analisa a especificidade do ativo monetário. Contrapõe o *princípio da liquidez* ao *princípio da escassez*, de origem quantitativista. Sugere a distinção entre a liquidez *monetária* e a *financeira*; a liquidez *potencial* e a *efetiva*.

**Resumo:**

1. Discutiu-se o conceito de dinheiro, apresentando as formas da moeda, as funções do dinheiro, a criação e a entrada de moeda na economia.
2. As formas da moeda são as seguintes: moeda-mercadoria; metal-cunhado; papel-moeda conversível; moeda fiduciária (não-conversível); moeda bancária (escritural ou “invisível”).
3. A moeda é distinta do dinheiro: **moeda** é o ativo comumente oferecido ou recebido pela compra ou venda ou, então, aquilo que o Estado recebe como pagamento de imposto; **dinheiro** é o ativo monetário criado pelas forças de mercado e/ou pelo poder do Estado com aceitação geral (legal e social), para desempenhar todas as suas funções.
4. As funções básicas do dinheiro são: meio de circulação, medida de valor, reserva de valor, poder liberatório de contratos, padrão de pagamento diferido e instrumento de poder econômico.
5. As principais entradas de moeda na economia são via empréstimos que multiplicam depósitos, uso de instrumentos de política monetária e o impacto monetário do balanço de pagamentos.
6. A importância da moeda, para os pós-keynesianos, é por que a detenção suficiente de liquidez implica a capacidade de dispor dos meios necessários para cumprir todas as obrigações contratuais em seu vencimento.
7. Certa polêmica entre autores pós-keynesianos surgiu devido à interpretação quantitativista do que disse Keynes a respeito das propriedades da moeda. Os *fundamentalistas* deduziram delas, indevidamente, como pregação a favor da limitação da quantidade de moeda, ou seja, da necessidade (e possibilidade) da manutenção da oferta monetária inelástica.