



A Teoria da Endogeneidade da Moeda: Horizontalistas X Estruturalistas

Professor Fabiano Abranches Silva Dalto
Departamento de Economia da UFPR
Disciplina Economia Monetária e Financeira

Bibliografia Sugerida:

CARVALHO, F. J. C. *et. alli.* **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política.**

Rio de Janeiro, Campus, 2007, caps.7 e 8.

FIOCCA, Demian. **A Oferta de Moeda na Macroeconomia Keynesiana.** São Paulo: Paz e Terra. 2000, cap. 4.



AS TRÊS PROPOSIÇÕES ESSENCIAIS DA MOEDA ENDÓGENA:

1. DEMANDA DE MOEDA INDUZ OFERTA DE MOEDA;
2. EMPRÉSTIMOS CRIAM DEPÓSITOS;
3. DEPÓSITOS FAZEM RESERVAS



Definição de dinheiro

- Dinheiro é uma obrigação ou dívida (crédito) de um agente com outro; ele existe primeiro na forma de unidade de conta portanto, é criado no processo de financiamento de propriedade ou da produção de bens e serviços e ativos.
- Dinheiro faz a ponte entre a compra hoje e o pagamento amanhã – ele transfere poder de compra futuro para o presente.
- Ele é criado quando contratos são criados – ele é criado como parte de um acordo de dinheiro hoje contra dinheiro amanhã.
- Os ativos financiados são usados para gerar renda monetária que servirá, por seu turno, para retirar ou pagar os compromissos assumidos no passado. Então dinheiro é criado quando posições ativas são financiadas; dinheiro é a unidade de conta na qual débitos são calculados e dinheiro é universalmente aceito como a forma na qual débitos são pagos.
- Em suma, dinheiro é um item do balanço (uma unidade de conta portanto) que financia um gasto (em bens, serviços ou ativos financeiros). Pode (ou não) ser usado como meio de troca, meio de pagamento ou reserva de valor.



Segundo Kaldor:

“Uma teoria do valor da moeda baseada em uma moeda-mercadoria não é aplicável a uma economia com moeda creditícia. No primeiro caso, a moeda tem uma função de oferta independente, baseada no custo de produção, enquanto, no outro caso, a moeda surge como consequência, ou como um aspecto, da extensão do crédito bancário. Se, assim, mais moeda vier a surgir, a um dado ou esperado nível de rendas ou gastos, do que o público deseja manter, o excesso será automaticamente extinto – ou pelo repagamento de débitos ou por sua conversão em ativos que rendam juros. Mas não se pode fazer ouro desaparecer do mesmo modo, meramente porque algumas pessoas em particular consideram que têm demais”


Horizontalismo ou Acomodatícia

Se caracteriza pela hipótese de que o Banco Central não está em condições de se negar a prover liquidez quando necessário. O Banco Central tem de acomodar as demandas por reservas dos bancos.

Segundo a **vertente horizontalista**, mesmo assumindo-se a *velocidade de circulação* (V) da moeda como estável, a moeda será endógena.

Isto é, a razão para a **hipótese empírica** de Friedman de que V é estável ou constante ser observável é que a demanda por moeda é totalmente satisfeita por elevações da oferta de moeda (M).

Com isto, a curva de oferta de moeda deveria ser representada por uma curva horizontal no espaço juros/moeda.



Segundo Kaldor:

“No caso da moeda creditícia, portanto, em contraste com a moeda mercadoria, nunca é verdade dizer que o nível de gastos em bens e serviços aumentou *em consequência* de um aumento do montante de moeda bancária detida pelo público. Ao contrário, é um aumento no nível de gastos que provoca um aumento no montante de moeda bancária. Em uma economia de moeda creditícia, o encadeamento causal entre moeda e renda ou entre moeda e preços é o contrário daquele postulado pela teoria quantitativa da moeda”

Isto é:

$$MV \leftarrow Py$$



Mas Kaldor não aceita a hipótese totalmente empírica de Friedman e ainda o chama de desonesto (p.94) ;

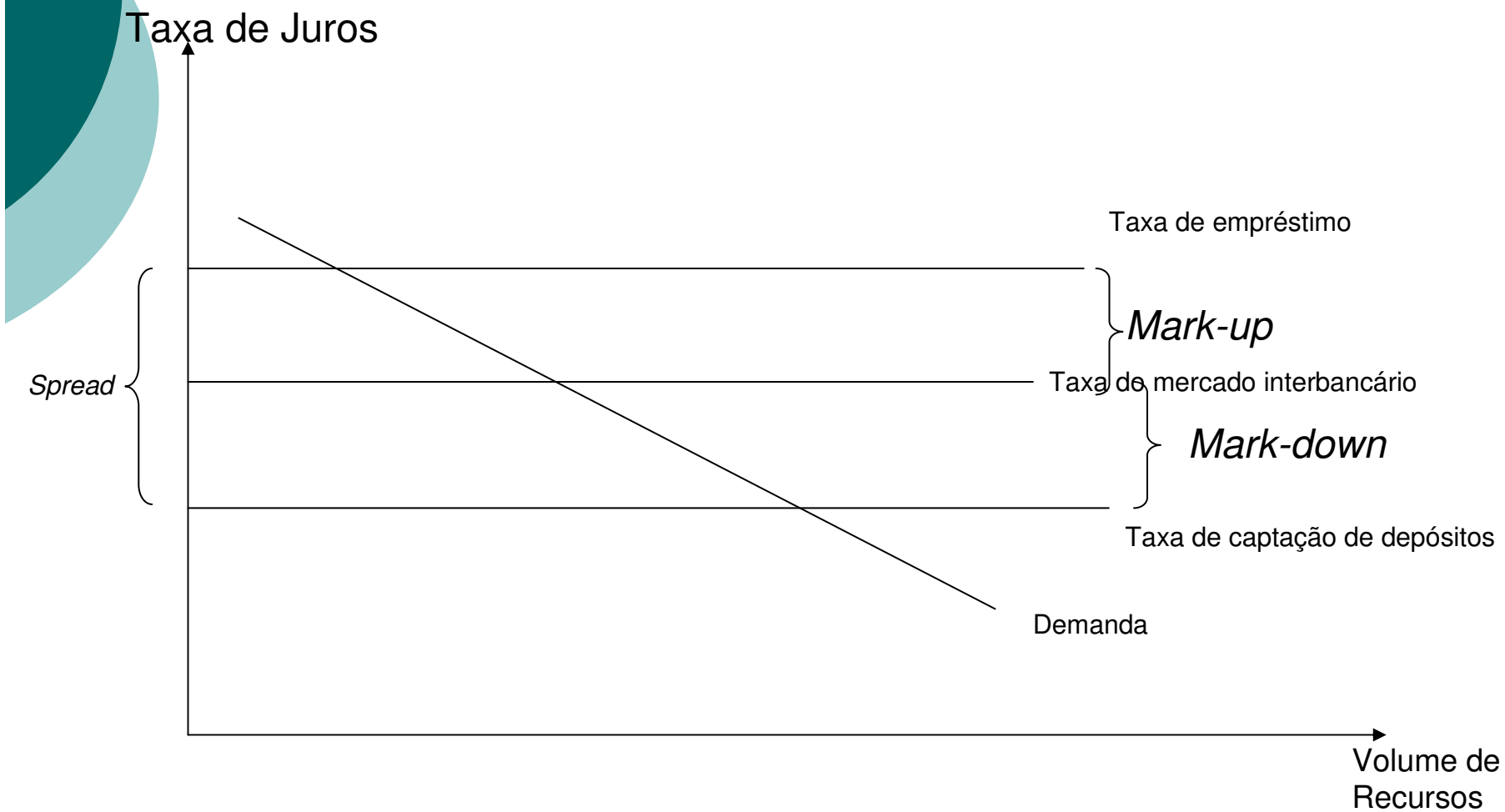
“Quando a resposta da oferta de moeda não é completa, a velocidade de circulação aumenta para completar a diferença. Na situação oposta, ela diminui. Em outras palavras, mudanças no estoque de moeda e mudanças na velocidade são substitutos um ao outro” (p.98) ,



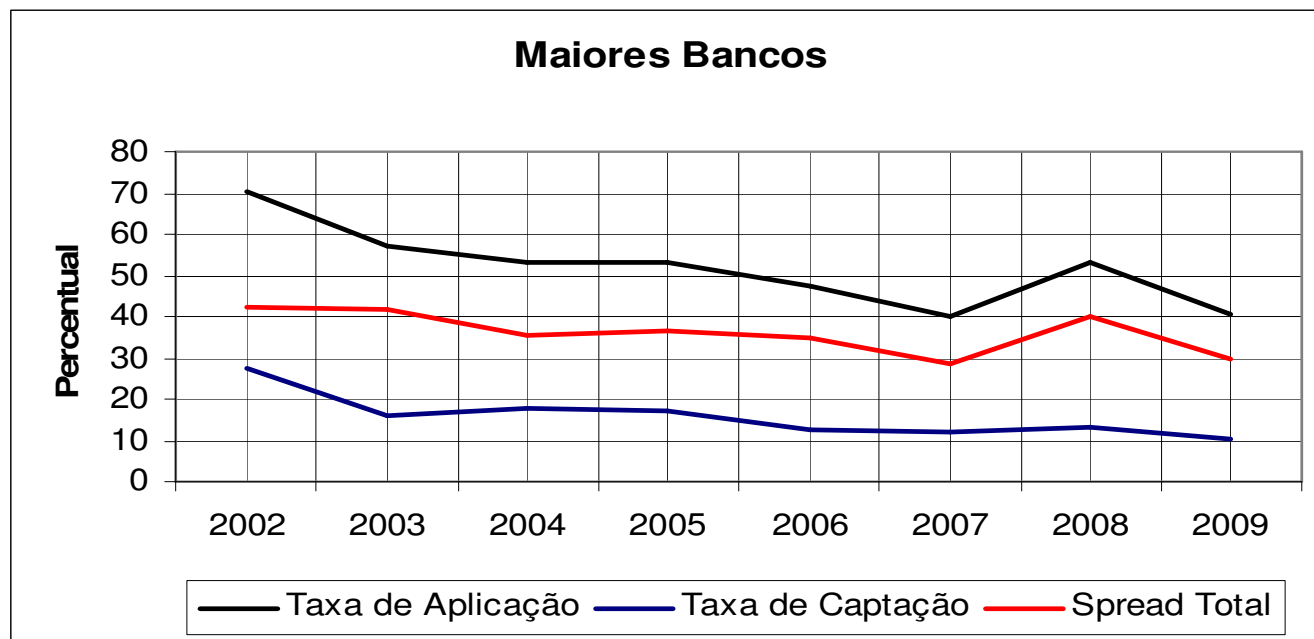
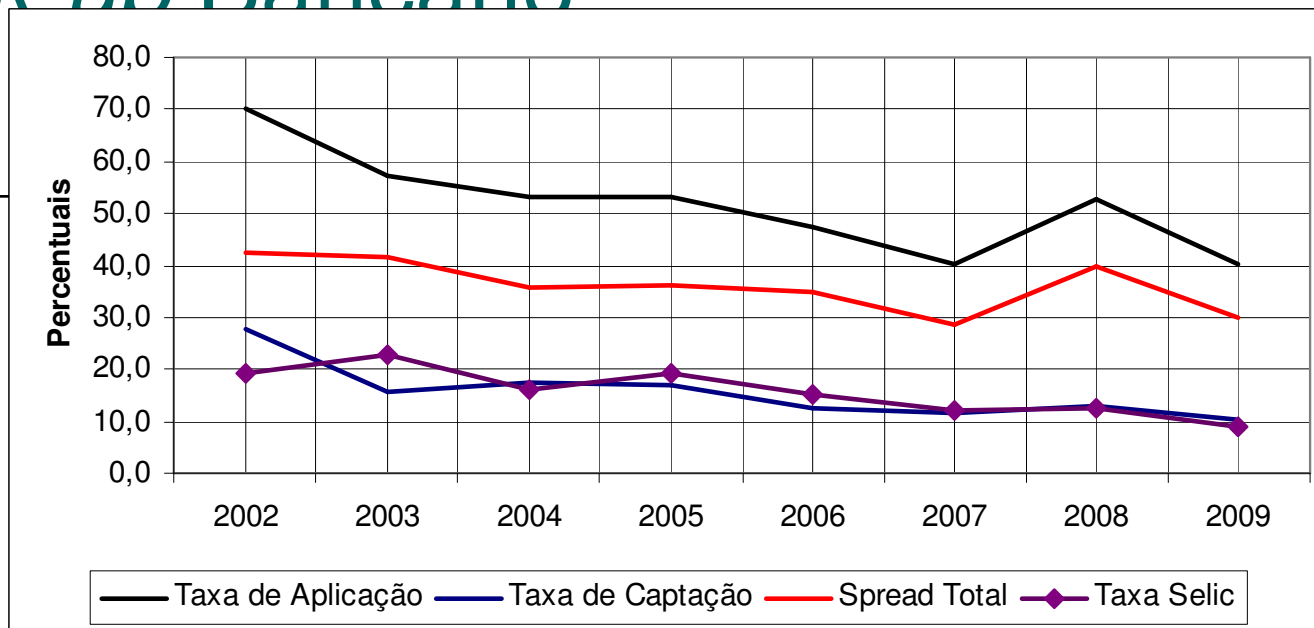
Funcionamento do Sistema Bancário

- Os bancos fixam uma taxa de juros e ofertam crédito; se precisam de reservas, recorrem ao banco central;
- As taxas de juros dos bancos são formadas como um *mark-up* sobre o custo de captação; a taxa de juros do banco central é formada como um indicador da direção da política monetária(p.84);
- As reservas estão garantidas pelo banco central (função de prestador de última instância), pelas garantias de depósitos oferecidas pelo governo e, mais importante, pela administração dos passivos (p.87 e p.92)

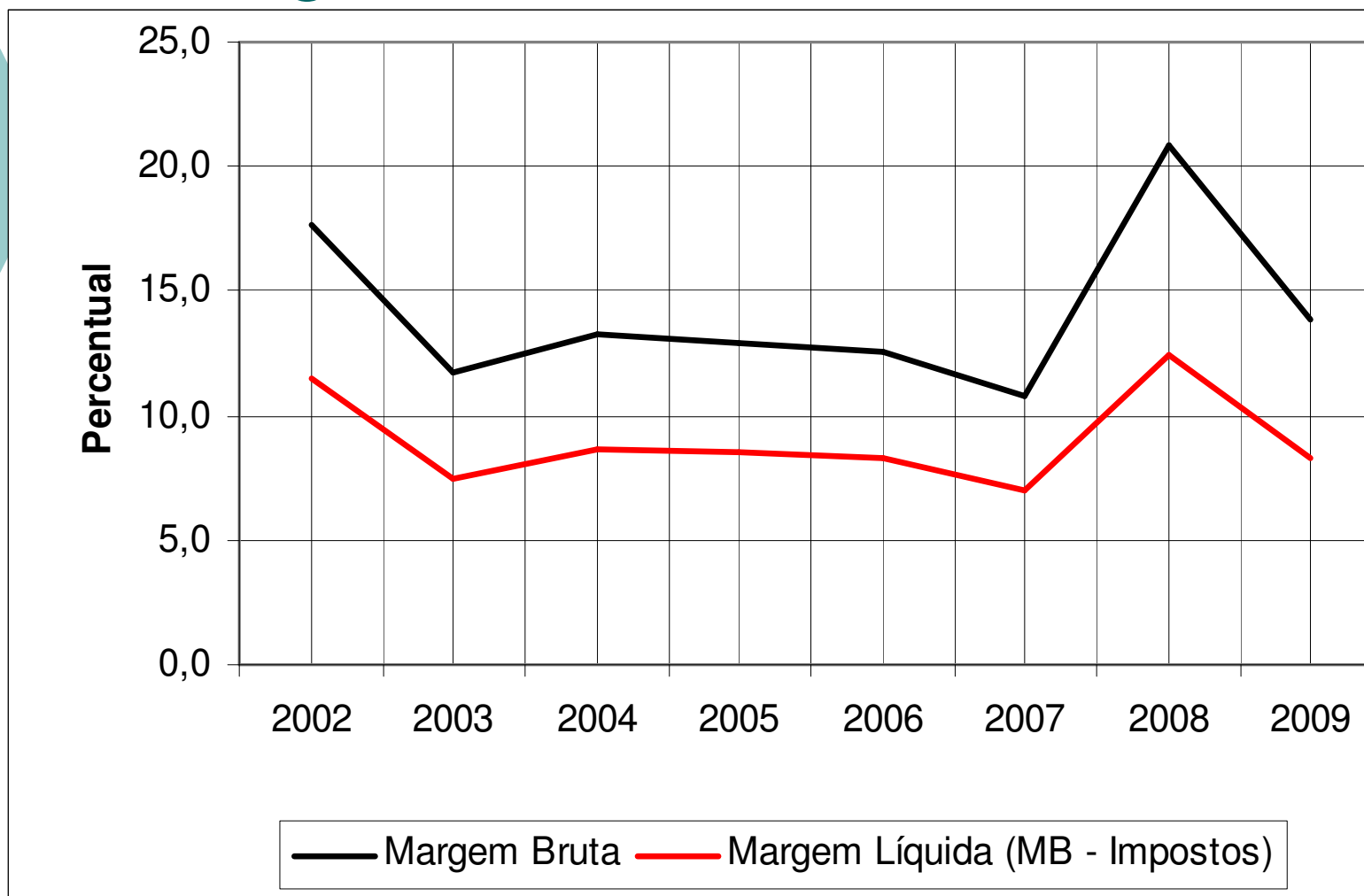
Fixação da Taxa de Juros por Mark-up



Mark-up Bancário




Margem de Lucro





Visão Estruturalista

A endogeneidade da oferta de moeda diz respeito à capacidade do sistema financeiro de proporcionar o volume de instrumentos financeiros que sirvam de meios de pagamentos de acordo com as necessidades demandadas pelos agentes econômicos, independentemente de qualquer proporcionalidade com as reservas (que nada mais são do que outro tipo de instrumento financeiro que serve de meio de pagamento)

- 
- A oferta de meios de pagamentos pelo sistema financeiro decorre das oportunidades de obtenção de lucros;

Para os estruturalistas: _____

O banco central tem algum poder de influenciar as decisões do sistema bancário;

2. Dado as pressões exercidas pelos banco centrais, os bancos tendem a **inovar** em suas operações com vistas a escapar da regulação ou limitação de reservas e ampliar seus empréstimos;
3. Os bancos, assim como todos os outros agentes privados, seguem o critério da **preferência pela liquidez**: concedem crédito, ficam mais ilíquidos, em tempos de boom e menos créditos, aumentam a preferência por ativos líquidos, em tempos de crise;
4. As taxas de juros decorrem da interação das ações do banco central e do sistema bancário;

- Segundo Minsky:

“Banqueiros vivem no mesmo ambiente de expectativas que os gestores de ativos de capital real e que as famílias que possuem ações e outros ativos financeiros. A medida na qual ocorre a extensão, ou alavancagem, de lucros retidos – isto é o financiamento de débitos – o financiamento do investimento depende não só das expectativas das firmas que estão investindo, mas também da disposição, se não da urgência, dos banqueiros para acompanhar tal extensão...”

- Segundo Cardim:

“Quando os bancos criam financiamentos, eles aceitam ficar temporariamente ilíquidos. Bancos emitem, tipicamente, passivos de curto prazo, tais como depósitos à vista ou certificados de depósitos à prazo. (...) Quando é feito um empréstimo a uma firma investidora, o banco está assumindo uma posição especulativa, pela absorção de um ativo, um empréstimo, que, em última instância, está apoiado em um ativo ilíquido, o bem de investimento comprado pela firma”

Enfim, na visão estruturalista, as posições de liquidez dos bancos serão fundamentais para a sua disposição de conceder crédito. Dificilmente, poder-se-ia traçar uma curva horizontal de oferta de moeda. É necessário considerar as condições de preferência pela liquidez que devem se alterar ao longo do ciclo.



Inovações Financeiras como Característica de Funcionamento do Sistema Financeiro

- O sistema bancário busca sempre reduzir as necessidades de reservas:
 1. Criação e desenvolvimento do mercado interbancário;
 2. Oferta de novas formas de aplicação para os clientes com recursos ociosos: administração de passivos.



- Segundo Rousseas:

"Inovações financeiras e o controle sobre as alterações na velocidade que elas induzem são o fator crítico para qualquer política monetária – uma política que vá consideravelmente além da tentativa de controlar a função de criação de crédito do sistema de bancos comerciais"



Segundo Minsky:

“À medida que mudanças evolutivas nas instituições financeiras e em seus usos são o resultado das atividades de busca de lucro, pode-se esperar que tais mudanças financeiras ocorram mais frequentemente durante períodos de taxas de juros em alta.(...) Elas funcionam como um sinal para os profissionais do mercado de moeda procurarem maneiras de utilizar a capacidade de empréstimo disponível mais eficientemente”



Estruturalistas X Horizontalistas

- Segundo Rousseas, entretanto, “a questão crítica é se a oferta de moeda acomoda completamente e automaticamente qualquer aumento da demanda, ou se o faz apenas parcialmente, com alterações na velocidade-renda da moeda completando parte ou a totalidade da lacuna”p.111



- Isto é:

$\Delta MV \leftarrow \Delta Py$ acomoda-se uma variação da demanda por moeda (ΔPy) via:

a) ΔM – aumento das reservas (banco central)

ou


b) ΔV – aumento da velocidade via inovações financeiras (aumento dos substitutos das reservas)

Obs: observe que moeda aqui está sendo usada no seu sentido restrito (base monetária)

- Sua resposta é que a velocidade-renda da moeda deve ser responsável por parte do ajustamento.

“O fato é que a política do banco central nunca foi plenamente acomodatória, ao menos não como um objetivo consciente de política. Se assim fosse, então a função de velocidade, como Friedman sempre defendeu, seria estável – ainda que não pelas razões que ele deu (...) A velocidade da moeda, no entanto, não tem sido constante, nem mesmo estável em sua forma funcional”.

“O grau de acomodação [da oferta de moeda] irá variar com distintas circunstâncias e pressões – e com a resposta do sistema financeiro privado em desafiar as políticas perseguidas pelas autoridades monetárias”



o Assim, enquanto o setor privado financeiro pode satisfazer as necessidades de moeda do setor privado não-financeiro, isto poderá se dar tanto pela acomodação com ampliação de M1 como pela economia de M1 e ampliação de sua velocidade;



Determinação da Taxa de Juros: o Papel da Preferência Pela Liquidez

Como vimos com Keynes, a demanda por moeda é diferente de preferência pela liquidez.

Qual o papel da preferência pela liquidez se a moeda é endógena?

Quando falamos de endogeneidade da oferta da moeda, quer se dizer que a oferta monetária é uma função a demanda por moeda ou meios de pagamento.

Por outro lado, a preferência pela liquidez vai determinar a taxa de juros, como disse Keynes.

Assim, o princípio básico da endogenia da moeda continua válido: a oferta varia com a demanda e a demanda ocorre por conta das necessidades de financiamento da economia:

“Moeda é criada endogenamente à medida que ativos são produzidos e financiados, e é endogenamente destruída à medida que posições são liquidadas”

Ainda que os bancos possam criar os meios de pagamentos necessários para financiar as operações de compra ou produção de ativos por outros agentes,

A capacidade de esticar a liquidez do sistema bancário é infinita. No entanto, a desejabilidade dos bancos o fazerem tende a variar com o ciclo econômico.

Isto é, à medida que a economia está no auge os bancos ampliam sua iliquidez pois avaliam os créditos concedidos e as garantias recebidas de forma mais otimista.

No declínio da economia, também os bancos procuram se manter líquidos e a maior demanda por seus passivos não será atendida;

Como dito antes, os bancos podem recuperar reservas através de inovações financeiras que economizam reservas, junto ao público, no mercado externo ou no banco central. Inovações financeiras serão incentivadas à medida que a taxa de juros se eleva.