

ASPECTOS DA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA

Orlando Oscar Rosar
Alexandro Sousa Brito
Ricardo Zimbrão Affonso de Paula
João Gonsalo de Moura¹

RESUMO

O artigo analisa os principais fundamentos da Teoria Alternativa da Moeda (TAM) em comparação com os pilares clássicos da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), considerando os aspectos da velocidade da moeda, da validação monetária, da neutralidade, do crédito e da necessidade de uma teoria dos preços. Sugere que a moeda pode ser muito mais do que um simples “véu” que envolve as trocas mercantis.

PALAVRAS-CHAVE: TAM, TQM, preços.

ABSTRACT

This paper analyzes the main foundations of the theory of Alternative Currency (TAM) in comparison with classical pillars of the Quantity Theory of Money (TQM), considering the aspects of the velocity of money, validation monetary neutrality, credit and need a theory prices. It's suggests that the currency may be much more than just a "veil" that involves commercial exchanges.

KEY-WORDS: TAM, TQM, currency.

¹ Professores do Departamento de Economia da Universidade Federal do Maranhão - UFMA.

De forma diversa da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), a Teoria Alternativa da Moeda (TAM), não reafirma os postulados sustentados pela primeira. Em contraposição aos princípios da proporcionalidade, causalidade, neutralidade da moeda, exogeneidade da oferta da moeda e de uma teoria monetária dos preços, a teoria alternativa propõe os postulados da velocidade variável, da validação, da não neutralidade da moeda e de uma Teoria da fixação de preços.

Na contraposição ao postulado da proporcionalidade defendida pela TQM, a abordagem heterodoxa procura demonstrar que a velocidade de circulação da moeda não é estável, ao contrário, pode ser volátil, variável, imprevisível, influenciada por expectativas, incerteza e pela variação no volume dos substitutos da moeda. A velocidade também é afetada por mudanças institucionais e dos comportamentos dos agentes.

A instabilidade da velocidade da moeda torna difícil prever o efeito que pode advir de uma variação monetária sobre os preços, ou o inverso, variações nos preços podem ocorrer sem que ocorram mudanças na quantidade de moeda.

Mudanças na velocidade de circulação da moeda - provocadas no curto prazo por variações na taxa de juros e no longo prazo por inovações financeiras - podem atenuar ou acentuar o impacto na validação de determinado nível de preços por um determinado estoque monetário.²

Para a TAM, a velocidade de circulação da moeda não é dependente apenas de condições técnicas ou dos hábitos comportamentais dos agentes, visto que os fatores que afetam a demanda por dinheiro, interdependente com a oferta de moeda, determinam a rapidez da circulação. Assim, essa corrente refuta a ideia de moeda exógena, apenas com possibilidade de mudança ao longo de mais de uma geração, pois o ritmo pode variar à medida que os determinantes expectacionais são instáveis mesmo no curto prazo.

Ao abordar a rapidez de circulação, a TAM considera as oscilações entre os chamados encaixes de transação (circulação ativa da moeda) e de precaução ou especulação (retenção ociosa de moeda). O primeiro é, em princípio, função dos pagamentos correntes. A moeda utilizada nas transações é uma variável passiva que se ajusta ao nível de preços e do produto (enquanto sancionadora das decisões), não sendo influenciada diretamente pelos juros. Já os outros encaixes são dependentes da taxa de juros e do estado de confiança dos agentes.

² COSTA, F. N. Economia Monetária e Financeira: uma abordagem pluralista, São Paulo, Makron Books, 1999, p. 6.

Nas conjunturas em que a atividade econômica apresenta-se próspera, a preferência pela liquidez se reduz, enquanto que em períodos de intranquilidade se eleva fortemente, tornando-se insensível ao custo de oportunidade, conseqüentemente à taxa de juros. Os saldos retidos em função da motivação precaucionária são afetados no curto prazo, pelo grau de desconfiança na atividade econômica.

Na demanda especulativa moeda e títulos são vistos como alternativos, com a posse de títulos sendo dependente da taxa de juros.

Essa introdução da taxa de juros na demanda por moeda, na qual predominava a variável transacional sugerida pela Teoria Quantitativa é o principal legado empírico de Keynes. Uma vez que a taxa de juros é introduzida, não há pressuposição de que a velocidade será constante período a período.³

Em situações caracterizadas como de armadilha de liquidez, quando a taxa de juros está em nível considerado mais baixo, aumenta a demanda por encaixes ociosos, ou seja, demanda especulativa, pois se espera que a taxa de juros suba. Nessas circunstâncias, a velocidade de circulação também é baixa e se adéqua de forma passiva à variação da oferta de moeda. Se a preferência por liquidez não for absoluta, a velocidade de circulação tende a modificar-se, acompanhando o movimento da taxa de juros.

Nas conjunturas caracterizadas pela estagflação, quando o nível de atividade se reduz e o nível geral de preços aumenta, diminui a demanda por saldos ociosos, elevando-se a velocidade de circulação da moeda à medida que a taxa de juros também se eleve. Assim, uma redução na oferta de moeda acomoda a menor solicitação monetária, decorrente da queda da produção.

Em oposição ao postulado da causalidade defendido pela TQM, a teoria alternativa apresenta o postulado da validação, segundo o qual, a alta dos preços deve ser considerada como causa e o crescimento da oferta monetária, o efeito.

Os defensores da doutrina do real Bill ainda no século XIX apontaram que:

O canal de influência vai em direção oposta à causalidade da Teoria Quantitativa da Moeda. Por sua argumentação, renda e preços determinam a demanda por moeda, a qual, em compensação, determina a oferta de moeda. Desde que a oferta monetária é o resultado e não a causa das variações no gasto, renda e preços, segue-se que as variações monetárias não podem ser a fonte de inflação, deflação ou outro distúrbio econômico. Por isso, a interpretação dos teóricos quantitativistas a respeito da inflação, desequilíbrio do balanço de pagamentos e ciclo de negócios

³ GOLDFELD, Stephen M., “Demand for Money: Empirical Studies”, in EATWELL, MILGATE & NEWMAN (eds.), The New Palgrave: Money, Londres, Macmillian, 1987, p. 132.

estaria errada. As fontes de rupturas econômicas estariam em causas reais (não em causas monetárias).⁴

Segundo a mesma doutrina, os passivos em depósitos não seriam excessivos, se os bancos limitassem seus ativos remunerados aos títulos reais (títulos de dívida direta sacados de um credor para um devedor com valor em processo de criação, com garantias reais da produção, consumo e patrimônio). Desta forma, o desconto de títulos genuínos comportaria sua própria limitação, fazendo com que o meio circulante se expanda e contraia elasticamente, à proporção que a produção e o comércio se expandam ou se contraíam.

A teoria alternativa considera que o controle geral (não o seletivo), não é um instrumento suficientemente poderoso para estabilizar preços, uma vez que a oferta de moeda depende do fluxo de gasto monetário, e, como tal, é resultado e não causa da variação dos preços. Cabe observar ainda que as mercadorias podem ser compradas sem o uso da moeda (conceito restrito), por meio do crédito e, por outro lado, a moeda não precisa tornar-se ativa (caso seja retida/entesourada, seu efeito sobre os preços seria inexistente). Daí poder-se afirmar que o estoque monetário total como preconiza a TQM não encontra respaldo na realidade concreta.

A causalidade vai do nível de preços para a oferta de moeda bancária, e as flutuações desse se devem a causas não estritamente monetárias, portanto, não são provocadas por variações na quantidade de moeda, o que não significa que a prudência do sistema bancário possa ser negligenciada. No entanto, o excesso de moeda tende a retornar ao sistema bancário pelo princípio do refluxo, ou seja, os agentes econômicos ou o convertem novamente em depósitos bancários, ou liquidam passivos ou, em caso de perda de valor da moeda frente a outras mercadorias, podem demandar títulos.

Assim sendo, se faz necessária uma teoria dos preços que não seja estritamente monetária, que explique o movimento desses a partir de decisões microeconômicas descoordenadas. Nessa situação, a elevação da oferta de moeda entraria não como causadora da elevação dos preços, mas sim como sancionadora.

A variação dos preços não pode ser considerada problema meramente monetário como sugere a TQM, ao contrário, a circulação monetária é dependente dos preços. Assim sendo, a moeda apresenta-se como sancionadora das decisões privadas dos agentes econômicos.

⁴ HUMPHRY, T. H. “The Quantity Theory of Money: Its Historical Evolution and Role in Policy Debates”, in CHRYSTAL (ed.), *Monetarism*, Londres, Edward Elgar, 1990, p. 47-48.

Para Costa (p.10), o valor do dinheiro é o seu poder de compra, ou seja, é determinado pelo nível geral de preços, explicado não pela teoria monetária, mas sim por uma Teoria Alternativa dos Preços. Segundo um dos postulados da Teoria Alternativa da Moeda, é necessária a validação monetária, para que os aumentos de preços, decididos por oligopólios, se efetivem nominalmente ex-post. O mesmo autor (p.11) afirma ainda que

...o efeito da expansão da quantidade de moeda em circulação sobre os preços não é explicado satisfatoriamente se não se orienta por uma teoria dos preços em termos monetários que exige a contextualização da decisão de gasto: quem adquire a oferta de moeda que ingressa, o que decide fazer com ela (gastar ou aplicar), e qual o estado da economia em que atua essa moeda adicional.

Na verdade, tem-se o confronto entre a decisão de fixar preços e a decisão de gastar. Na situação em que vendedores e compradores decidem realizar a transação de compra e venda, não será o estoque nominal de moeda existente que irá sancioná-la. Conforme ocorra a negociação (venda a prazo pelo fornecedor, crédito ao consumidor pelas financeiras, desconto e/ou empréstimo de capital de giro pelos bancos comerciais, etc), a moeda creditícia irá expandir-se.

Outro postulado da TQM contestado pela teoria alternativa da moeda é o da neutralidade. Para a segunda, a moeda não é neutra nem no curto e nem no longo prazo. Humphrey afirma que:

Keynesianos modernos argumentam que a Teoria Quantitativa da Moeda é inválida porque assume uma tendência automática ao pleno emprego. Se existem recursos desempregados e excesso de capacidade, uma expansão monetária, se afeta a taxa de juros, pode produzir um crescimento no produto mais do que um crescimento nos preços. Variações monetárias podem ter um efeito permanente, através das taxas de juros, sobre produto e outras variáveis reais, contrariamente ao Postulado de Neutralidade da Teoria Quantitativa da Moeda.⁵

Embora reconheça que o pleno emprego em todos os setores dificilmente é atingido em razão de estrangulamento intersetorial, em decorrência do encadeamento entre eles, no fornecimento dos insumos, um setor em pleno emprego impede que outros alcancem a plena ocupação da capacidade produtiva. Alguns teóricos pós-keynesianos apresentam uma explicação alternativa para o desemprego, como decorrente da insuficiência de demanda agregada, causada por preferência pela liquidez.

Por essa linha de argumentação, a moeda pode ser mais do que somente um véu (meio de troca), mas constitui-se um fenômeno real, à medida que a preferência pela

⁵ HUMPHREY, op. cit., p. 47.

liquidez leva a deferimentos dos gastos e a não aceitação dos preços desejados. Nesse sentido, argumentam que a moeda não é neutra, pois afeta as decisões e as motivações.

Na abordagem da teoria alternativa não há o efeito saldo real preconizado pela TQM, ou seja, os fatores monetários não afetam diretamente os gastos. A relação entre o volume de meios de pagamentos e os preços é produzida através do mercado de crédito, pelo aumento ou diminuição da taxa de juros, que afetam o investimento, modificando o nível de renda e a demanda, com repercussão nos preços. Desse modo, a relação entre a quantidade de moeda e variações no nível de preços fica reduzida a uma relação indireta, passível de ser compensada por diversas causas, além de sofrer influência da própria oferta de mercadorias, decorrente do aumento ou diminuição do nível de produção. Segundo Costa

O mecanismo de transmissão indireto refere-se ao processo pelo qual uma variação monetária influencia gastos e preços, indiretamente, através de seu efeito antecedente sobre a taxa de juros. Por um lado, o mecanismo indireto conta com a criação de um diferencial entre a taxa esperada de lucro sobre o investimento de capital e a taxa de juros de mercado e com um investimento em resposta a esse hiato. Por outro lado, os juros representam, para o formador de preços, custo financeiro e/ou custo de oportunidade na aplicação do capital.⁶

De outra parte, no caso de uma demanda insatisfeita que não possa ser substituída, fica como alternativa para o dinheiro não gasto o entesouramento ou a aplicação com vista ao futuro. Isso produz o mesmo efeito que o aumento da preferência pela liquidez, ou seja, o vendedor ficará com estoques redundantes, ao passo que o consumidor fica com dinheiro retido ou aplicado.

Como a moeda é considerada não neutra, a retenção da mesma, provoca efeitos deletérios do ponto de vista da realização da produção. Bens produzidos não são vendidos e os fundos investidos na produção desses correm riscos de perda. Diante desse quadro, o produtor fica com um passivo (obrigação) sem que tenha obtido como contrapartida o retorno monetário no ativo. Esse passivo não liquidado pelos produtores não é assumido voluntariamente, mas sim a partir da frustração de um fluxo de renda esperado, que não se concretize.

A TAM também aborda o mecanismo de transmissão indireto, via taxa de juros, dos fatores monetários aos reais, visto que os bancos afetam as decisões, variando a liquidez geral através do movimento de taxa de juros.

⁶ COSTA, F. N. op. cit. p. 13.

Cabe ainda lembrar, que o crédito bancário adicional é demandado para financiar acréscimos no valor dos estoques e no capital de giro, durante o intervalo entre produção e vendas. Em situações nas quais se verificarem elevações na taxa de salários nominais e nos custos das matérias primas, seguidas por um aumento na quantidade de moeda demandada, se for sancionada por crédito, há um correspondente acréscimo nas contas bancárias e, portanto, no estoque nominal de moeda.

Por outro lado, aumento no volume de produto, mesmo que os custos permaneçam estáveis, de forma análoga a anterior, também requer acréscimos nos empréstimos bancários para financiar o maior valor dos bens em produção (ou em estoques), até que as maiores receitas de vendas cubram o financiamento adicional das necessidades de capital de giro. Cabe destacar ainda, que os empréstimos bancários para as empresas não financeiras aumentam proporcionalmente com seus requerimentos de capital de giro, no caso de inelasticidade da demanda dos empréstimos aos juros de curto prazo.

Em oposição à abordagem da TQM, a teoria alternativa afirma que a oferta de moeda é endógena. Esse debate remonta ao século XIX, quando a chamada doutrina da necessidade do comércio argumentava que contrariamente à Teoria Quantitativa da Moeda, a oferta de moeda é uma variável endógena, que responde passivamente pela sua demanda.

Para a doutrina do real Bill, se a moeda apenas entra efetivamente em circulação ativa (exceto reservas ou entesouramento), em função das necessidades transacionais, representadas por títulos de dívida real, sua oferta nunca estará em excesso. De acordo com a Lei do Refluxo, também originária da Banking School, a moeda, quando não desejada, retornaria ao emissor bancário, seja pelo pagamento de empréstimos do devedor, seja pela aplicação financeira do investidor. De forma que não haveria mecanismo de transmissão direto e/ou efeito saldo real no sentido da moeda para preços⁷. Segundo Humphrey:

Uma implicação dessas doutrinas, aplicadas ao padrão monetário contemporâneo, é que variações monetárias não podem influenciar preços. Sendo determinado pela demanda, o estoque de moeda não pode nem exceder nem cair abaixo da quantidade de moeda demandada. Com a quantidade de moeda ofertada de maneira interdependente da quantidade demandada, nunca uma situação de oferta excessiva ou redundante de moeda creditícia – criada endógenamente através de contrapartidas entre débitos e créditos – pode desenvolver-se para estimular gastos ou forçar preços para cima.⁸

⁷ COSTA, F. N. op. cit. p. 15.

⁸ HUMPHREY, op. cit., p. 47.

A liquidez potencial não pode ser considerada causa direta da inflação, como sugerido pela TQM, pois não é ela que determina diretamente a decisão de formação de preços em termos de mark-up desejado. A liquidez financeira se transforma em liquidez real quando uma retirada do mercado financeiro acomoda os preços nominais elevados, aceitando o teste do teto do mark-up.

A moeda creditícia é ofertada em resposta a contratos de crédito administrados pelos bancos. Não há possibilidade de haver oferta independente da sua demanda. Assim os bancos como todos os produtores que são fixadores de preços e tomadores de quantidade, podem ser vistos como tendo uma função de oferta horizontal no curto prazo, até que enfim mudem seus preços, quando então ter-se-ia uma nova curva de oferta interdependente com a nova demanda.

Outra característica que diferencia a moeda creditícia das demais mercadorias é que, enquanto bens e serviços são perecíveis no tempo, pelo menos em algum grau, a moeda é o único ativo que, embora perecível quando não é demandado, é infinitamente durável enquanto for demandado. Nas situações em que a moeda creditícia não é demandada os contratos de crédito são pagos e a oferta se reduziria, conforme a lei do refluxo. Havendo demanda para transações ou pelo motivo precaucionário e especulativo, a moeda permanece em circulação.

Afirmar que a moeda é endógena, não significa afirmar que os bancos centrais sejam impotentes ou passivos, que necessariamente acomodam a criação de moeda pelos bancos comerciais, mas sim, que seu instrumento de regulação macroeconômica é o preço (taxa de juros) e não a quantidade de moeda. De fato, as autoridades monetárias exercem influência sobre as decisões dos agentes com a política de juros, um mecanismo de transmissão indireto dos fatores monetários para os fatores reais, e não, com metas de expansão quantitativa da oferta monetária.

Na verdade, quando a taxa de juros é fixada, não há como a quantidade de moeda não se tornar endógena, com sua oferta submetida à demanda dos agentes econômicos, que aceitam pagar aquela taxa de juros.

Na Teoria da Endogeneidade da Moeda, argumenta-se que não há a alternativa de restringir diretamente a oferta de moeda a uma dada taxa de juros. A real opção (ex-ante) da política monetária é oferecer reservas a uma taxa de juros, discricionariamente elevada, que racione, indiretamente, a disponibilidade de reservas. Aí a fixação da taxa de juros é causa, e o nível de reservas é consequência.⁹

⁹ COSTA, F. N. op. cit. p. 17.

A oferta de moeda creditícia é efetivamente aumentada quando há demanda de crédito àquela taxa de juros. Assim, a criação de moeda (depósitos) pelo empréstimo precede a captação de reservas. O banco cobra uma taxa de empréstimo (como um spread) acima da taxa de captação do mercado, o que lhe dá expectativa de conseguir o suficiente para constituir reservas do empréstimo.

Nesse sentido, a relação entre a taxa de redesconto e a de mercado é fundamental para a decisão do banco quanto a quem recorrer, se ao mercado a varejo, ao atacado, ao interbancário ou ao Banco Central. Se a autoridade monetária eleva exogenamente a taxa de redesconto acima das taxas de empréstimos, a última tende a elevar-se. A alta posterior pode desestimular a demanda por crédito, na medida em que a relação entre o custo do serviço da dívida e o rendimento esperado induzirem uma expectativa de elevação da fragilidade financeira do tomador. O risco do credor e do tomador será reavaliado, podendo resultar no não refinanciamento, mas sim na liquidação do empréstimo e a consequente anulação da moeda creditícia.

Por ser extremamente inelástica a demanda por reservas, qualquer tentativa do Banco Central de determinar o nível de curto prazo da quantidade de reservas e não o da taxa de juros é capaz de provocar drásticas variações das taxas de juros no curto prazo. Experiências concretas mostram que não é consistente nem sustentável uma política que almeje a estabilidade monetária e para tanto, se utilize de controles monetários quantitativos.

Também em oposição à teoria monetária dos preços, que se constitui um dos pilares da TQM, a teoria alternativa defende o postulado de uma teoria da fixação dos preços. Nesse sentido, Humphrey afirma que:

Um grande número de críticos, tanto modernos quanto antigos, tem sustentado que, contrariamente à Teoria Quantitativa da Moeda, uma injeção monetária não pode ser considerada estímulo a gastos e elevação de preços. Uma expansão monetária pode ser não-efetiva por três razões decisivas. Primeira, a nova moeda pode ser simplesmente absorvida em reservas ociosas. Segunda, o gasto pode ser insensível a juros, isto é, não responder a variações nas taxas de juros induzidas por expansão monetária. Terceira, como previamente mencionado, o estoque monetário pode ser determinado pela demanda, em cuja situação não pode haver excesso de oferta de moeda que transborde sobre o mercado de mercadorias sob a forma de um excesso de demanda de bens.¹⁰

As empresas oligopolistas não são afetadas por ajustes macroeconômicos típicos, ou seja, seus preços não são alterados, mas podem ocorrer variações nas quantidades demandadas. Daí que em condições de concorrência oligopólica, a

¹⁰ HUMPHREY, op. cit., p. 48.

incerteza da empresa acerca de seu nível de venda afeta fundamentalmente o processo de investimento e de formação de preços. As empresas do setor não financeiro estabelecem um preço ou uma margem de lucro sobre os custos unitários de produção, que tendem a se manter a despeito das alterações na demanda.

Nessas conjunturas, as empresas buscarão absorver essas variações por meio de ajuste de estoques ou no grau de utilização da capacidade instalada, por isso, procuram manter estoques ou capacidade ociosa para responder a elevações na demanda de seus produtos. Quando esta forma se torna excessivamente onerosa, o ajuste pode se dar em certa medida, por meio de alterações nas datas de entregas das encomendas.

Há que se observar que as empresas líderes na formação de preços, em função de seus poderes de mercado, respondem às variações ocorridas nas condições da demanda, de maneira distinta da esperada pela teoria convencional. Daí a necessidade de uma teoria alternativa da moeda que explique porque os preços das empresas oligopólicas aumentam com frequência ao longo do tempo, de maneira quase insensível às condições da demanda agregada.

O fato é que os oligopólios conseguem proteger suas margens de lucro diante da retração da demanda. Para compensar a queda nas vendas, com conseqüente aumento do valor fixo unitário, a empresa corta os custos variáveis e aumenta os preços, mantendo assim, a massa de lucros. Tal comportamento de aumento acima do Índice Geral de preços acumulado só é possível em função do poder de manipulação de mercado dos oligopólios. Devido ao maior grau de concorrência, os setores mais competitivos são incapazes de elevarem seus preços na mesma dimensão que o oligopolista, o que conduz a deterioração dos seus preços relativos. Segundo Costa:

Uma teoria da Fixação dos Preços, alternativa àquela Teoria Monetária dos Preços, contra-argumenta que variações não-monetárias induzidas nos preços de algumas mercadorias não são contrabalançadas por mudanças opostas nos preços de outras. Dessa maneira, a alteração de preços relativos pelos oligopólios afeta a média ponderada do Índice Geral de Preços.¹¹

Ou seja, a teoria alternativa nega a dicotomia preços absolutos e preços relativos defendida pela Teoria Quantitativa da Moeda, ao afirmar que mudanças nos preços relativos, determinadas pelo lado da oferta, podem se transmitir para o nível geral de preços.

¹¹ COSTA, F. N. op. cit. p. 21.

REFERÊNCIAS

COSTA, F. N. *Economia Monetária e Financeira: uma abordagem pluralista*, São Paulo, Makron Books, 1999, p. 6.

GOLDFELD, Stephen M., “Demand for Money: Empirical Studies”, in EATWELL, MILGATE & NEWMAN (eds.), *The New Palgrave: Money*, Londres, Macmillian, 1987, p. 132.

HUMPHRY, T. H. “The Quantity Theory of Money: Its Historical Evolution and Role in Policy Debates”, in CHRYSTAL (ed.), *Monetarism*, Londres, Edward Elgar, 1990, p. 47-48.

MOORE, Basil, “Has the Demand for Money Been Mislaid? A Reply do Has Moore Become too Horizontal?” *JPKE*, 14(1): 125-133, outono 1991.

_____, *Horizontalist and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, 1988.