



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia (FACE)

Departamento de Economia (ECO)

Bacharelado em Ciências Econômicas

Marina da Silva Sanches

**Teoria e Política da Inflação na América Latina: a
controvérsia entre Monetaristas e Estruturalistas**

Brasília

2016

Marina da Silva Sanches

**Teoria e Política da Inflação na América Latina: a
controvérsia entre Monetaristas e Estruturalistas**

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Professora Doutora Andrea Felipe Cabello

Brasília

2016

TERMO DE APROVAÇÃO

Teoria e Política da Inflação na América Latina: a controvérsia entre Monetaristas e Estruturalistas

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, aprovada pela Banca Examinadora.

Orientadora: Professora Doutora Andrea Felipe Cabello

Banca Examinadora:

Professora Doutora Andrea Felipe Cabello (Orientadora)

Professora Doutora Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

“O conhecimento econômico é de natureza científica, mas o campo que ele explora é delimitado por motivações ideológicas. A obra de economia que se extravia do terreno delineado pelas preocupações políticas de sua época não é boa nem ruim, é simplesmente irrelevante.”

Celso Furtado. *A Fantasia Organizada*. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1985, p. 225.

Resumo

Este trabalho examina o debate entre monetarismo e estruturalismo, ocorrido no Brasil e na América Latina como um todo, sobretudo nas décadas de 1950 e 1960. No primeiro capítulo, o trabalho introduz as bases teóricas para a subsequente discussão: as ideias sobre Moeda e Inflação na História do Pensamento Econômico. O foco é no conceito de Neutralidade da Moeda e na Curva de Phillips. Depois, no segundo capítulo, o trabalho analisa a Teoria e a Política da inflação brasileira, mostrando as diferentes nuances no Pensamento Brasileiro. Entretanto, existem muitas adaptações relevantes acerca das peculiaridades do continente latino-americano. O capítulo analisa as divergências teóricas acerca da inflação e suas causas e consequências, incluindo o debate entre Monetaristas e Estruturalistas. Os principais aspectos que esse trabalho foca são os diferentes diagnósticos e soluções acerca da relação entre Inflação e Desenvolvimento Econômico.

Palavras-chave: Moeda, Inflação, Economia Ortodoxa, Economia Heterodoxa, Teoria Quantitativa da Moeda, Economia Brasileira, História do Pensamento Econômico, Pensamento Econômico Latino-Americano, Controvérsias Monetárias.

Abstract

This paper aims at examining the debate between monetarists and structuralists, which happened in Brazil and in Latin America as a whole. In the first chapter, the paper introduces the theoretical basis for subsequent discussion: the ideas about Money and Inflation in the History of Economic Thought. The focus is on the concept of Money Neutrality and the Phillips Curve. After that, in the second chapter, the paper analyzes the Brazilian Inflation Theory and Policy, showing the different nuances in the Brazilian Thought. However, there are plenty relevant adaptations regarding the peculiarities of Latin America. The chapter analyzes theoretical divergences concerning the inflation and its causes and consequences, including the debate between “Monetarists” and “Structuralists”. The main aspects which this paper focus are the different diagnoses and solutions about the relationship between Inflation and Economic Development.

Key Words: Money, Inflation, Orthodox Economics, Heterodox Economics, Quantity Theory of Money, Brazilian Economy, History of Economic Thought, Latin-American Economic Thought, Monetary Controversies.

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – A Curva de Phillips versão Friedman.....	26
Gráfico 2 – A Curva de Phillips Aceleracionista.....	27
Gráfico 3 – Três áreas de Política Monetária em função da Elasticidade Preço-Produção.....	61

Lista de Quadros

Quadro 1 – Controvérsias Monetárias.....	52
Quadro 2 - A Clássica Dicotomia do Pensamento Econômico Brasileiro.....	59

Lista de abreviações

TQM – Teoria Quantitativa da Moeda

FMI – Fundo Monetário Internacional

EPP – Elasticidade Preço-Produção

Sumário

Introdução.....	8
Capítulo 1 - Moeda e Inflação na História do Pensamento Econômico.....	9
1- A Ortodoxia Monetária.....	9
1.1 - A Teoria Quantitativa da Moeda: origem e princípios básicos.....	10
1.2 - A Teoria Quantitativa da Moeda para os monetaristas e a curva de Phillips.....	21
1.3 - Expectativas Racionais e os Novos-Clássicos.....	28
1.4 - Os Novos-Keynesianos e a rigidez de preços.....	29
2 - A Heterodoxia Monetária	33
2.1 - A concepção de moeda para Marx.....	33
2.2 - Keynes, os pós-keynesianos e a importância da moeda.....	38
3 - Observações conclusivas do capítulo.....	51
Capítulo 2 – Teoria e Política da Inflação na América Latina: o debate entre monetaristas e estruturalistas.....	54
1-As origens do debate no contexto histórico da década de 1930.....	54
2 – Os Monetaristas: moeda e inflação.....	58
3- O Modelo Estruturalista de inflação.....	74
4 – Observações conclusivas do capítulo.....	99
Sumário e Conclusão.....	101
Referências Bibliográficas.....	105

Introdução

As diferentes visões acerca da moeda e das causas da inflação moldaram os debates de política econômica desde a Inglaterra no século XIX. Na segunda metade deste mesmo século, observou-se no Brasil o debate entre metalistas e papelistas. Tais controvérsias monetárias tiveram influência do debate inglês, como aponta Fonseca e Mollo (2012). Conforme pontua Campos (1961), em países latino-americanos que enfrentaram problemas inflacionários agudos, houve um conflito teórico entre monetaristas e estruturalistas. Desta forma, o que determina a razão da discórdia em tais debates é a posição monetária dos autores, que podem ser entendidos como ortodoxos e heterodoxos de acordo com suas respectivas visões acerca da moeda e da inflação.

A História do Pensamento Econômico é que molda, em última instância, as próprias políticas econômicas observadas na realidade. Por isso, há a necessidade de um resgate mais profundo dessas perspectivas, dentro da moldura conceitual de História do Pensamento Econômico. Para isso, o trabalho analisa, do ponto de vista teórico, a discussão acerca da relação entre inflação e desenvolvimento econômico. Como em Economia as questões envolvem debates e controvérsias devido aos distintos olhares e pontos de vista dos economistas, que chegam a diferentes conclusões acerca de uma mesma questão, o trabalho ressalta como as diferenças teóricas resultam na falta de consenso em relação ao papel da moeda e, conseqüentemente, às causas da inflação. De acordo com Fonseca e Mollo (2012):

“As controvérsias entre economistas acompanham a história do pensamento econômico desde seu nascedouro. Alguns argumentos tendem a se repetir no tempo, por serem decorrentes de supostos teóricos ou postulados básicos de cada teoria. Aprende-se sempre, porém, revisitando suas origens, posto que alguns argumentos passam a ser mais bem apreciados com a distância do tempo e também porque os condicionantes históricos da predominância de algumas teorias sobre outras podem ser mais bem percebidos”.

O primeiro capítulo analisa as teorias ligadas à ortodoxia monetária, cuja base é a Teoria Quantitativa da Moeda e à heterodoxia monetária, que nega essa Teoria e chega a resultados diferentes quanto às causas da inflação. O segundo capítulo visa trabalhar com o debate ocorrido na América Latina, entre monetaristas e estruturalistas. O objetivo deste trabalho é ligar as ideias dos monetaristas (do lado da ortodoxia monetária) e dos estruturalistas (do lado da heterodoxia monetária) com as teorias desenvolvidas no capítulo 1, com ênfase na questão da neutralidade/não neutralidade da moeda e na exogeneidade/endogeneidade monetária.

Capítulo 1

Moeda e Inflação na História do Pensamento Econômico

Segundo Mollo (1993), qualquer que seja a teoria econômica, a inflação é sempre definida da mesma maneira, como o aumento generalizado e persistente dos preços. A discordância está presente nas razões pelas quais os preços sobem e, conseqüentemente, nos remédios para a inflação. Neste capítulo, serão apresentadas as principais ideias da economia ortodoxa e da economia heterodoxa quanto à moeda e à inflação. A linha divisória adotada segue os trabalhos de Mollo (2004) e Amado (1992) e consiste na interação entre a esfera monetária e a real.

De acordo com Amado (1992), o primeiro elemento da análise é a influência da moeda sobre a produção real. Se a moeda interfere na trajetória de crescimento do produto real, diz-se que ela não é neutra. Ao contrário, se a moeda não interfere na trajetória do produto, mas apenas age nas variáveis monetárias, como o nível de preços, então a moeda é neutra. O segundo elemento da análise é a possibilidade de interferência da esfera real sobre a monetária. Se a moeda surge do próprio funcionamento da economia, ela é endógena. Por outro lado, se a inserção da moeda está desvinculada do andamento real da economia e dos agentes econômicos, ela é exógena.

A seção 1 trata da ortodoxia monetária e está subdividida em: 1.1, que apresenta as principais ideias da Teoria Quantitativa da Moeda, 1.2 discorre sobre a teoria monetarista, 1.3 apresenta o pensamento novo-clássico e 1.4 trata da escola novo-keynesiana. A seção 2 apresenta as ideias da heterodoxia monetária, com as subseções: 2.1, que trata da concepção de moeda para Marx e 2.2, que discorre sobre as ideias keynesianas e pós-keynesianas. Por fim, o item 3 traz as principais conclusões do capítulo.

1) A Ortodoxia Monetária

A ortodoxia caracteriza-se por observar as economias monetárias como sofisticções das economias de troca direta. Nessa economia de trocas, a moeda é um véu e o equilíbrio é determinado somente por meio de variáveis reais. Assim, a moeda funciona como um óleo lubrificador das trocas. Caso ela perca essa função e passe a

interferir nas variáveis reais, haverá consequências danosas à economia. Portanto, no modelo ortodoxo, a moeda é neutra no longo prazo. No curto prazo, por sua vez, ela não será neutra em virtude de imperfeições e fricções de mercado e da formação de expectativas (AMADO, 1992).

1.1) A Teoria Quantitativa da Moeda: origem e princípios básicos

Antes de sua formulação via equação de trocas por Fisher (1911), a Teoria Quantitativa da Moeda já havia sido formulada ao decorrer dos séculos XVIII e XIX, e até mesmo antes, no século XVI, com o filósofo francês Jean Bodin, que foi um dos primeiros teóricos a falar em Teoria Quantitativa da Moeda, defendendo que o aumento do nível de preços dos bens e serviços nos países europeus resultava do maior ingresso de metais preciosos, sobretudo provenientes das colônias. John Locke desenvolveu um pouco mais a teoria e introduziu o postulado da proporcionalidade. De acordo com tal postulado, os preços variam na proporção exata da quantidade de moeda em circulação. Mais tarde, David Hume introduziu o postulado da causalidade: as variações na quantidade de moeda ocorrem antes do aumento do nível de preços de forma que o aumento da quantidade de moeda é a responsável pela inflação dos preços (PERINGER, 1985).

Peringer (1985) argumenta que David Hume introduzia efeitos de curto prazo, ou transitórios, no processo. De acordo com o filósofo, uma variação na quantidade de moeda poderia ocasionar variação nas variáveis reais da economia, como o nível de produção real, emprego e renda real. Em outras palavras, a moeda não seria neutra no curto prazo, entretanto, haveria neutralidade no longo prazo segundo o postulado da neutralidade. Carvalho *et al* (2007) utilizam um trecho da obra de Hume, descrito por Hicks (1967), a fim de descrever o processo que levaria à não neutralidade apenas no longo prazo: dado o aumento do ouro, deve transcorrer certo tempo para que o dinheiro circule por todo o Estado, em todas as classes de pessoas e, gradualmente, os preços sobem. Mas até lá, no período intermediário, a indústria é favorecida.

Outra visão importante, e parecida com a de Hume, é a de Richard Cantillon. Peringer (1985) afirma que tanto Hume como Cantillon defendiam os efeitos não neutros da moeda no curto prazo, bem como os efeitos neutros no longo prazo, destacando os seguintes efeitos distributivos: o choque monetário causaria a elevação da demanda dos capitalistas por fatores de produção, elevando a renda e os salários, o que acarreta aumento na demanda por bens de consumo e em seus preços. Assim, a elevação

de preços não ocorre no mesmo momento da elevação da renda e, durante um certo período, o investimento é estimulado, o que amplia a capacidade produtiva. Tal mecanismo é conhecido como “poupança forçada”.

O economista inglês David Ricardo descartou a noção de que um aumento da emissão de dinheiro poderia elevar o estoque de capital produtivo. Ao analisar a Inglaterra em um período de guerras, concluiu que a inflação, bem como a depreciação da moeda inglesa, eram causadas pelas emissões excessivas do Banco da Inglaterra (CARVALHO *et al*, 2007). Entretanto, Ricardo admitia que uma variação brusca na quantidade de moeda em circulação poderia afetar negativamente as variáveis reais da economia, o que mostra que ele considerava o potencial da moeda no curto prazo (PERINGER, 1985).

Tais discussões influenciam o surgimento dos debates monetários na Inglaterra nos séculos XVIII e XIX. O economista inglês John Hicks defendia que o desenvolvimento da teoria monetária esteve relacionado à necessidade de definição de diretrizes políticas para a aplicação na realidade (CARVALHO *et al*, 2007). Infere-se que o contexto histórico pelo qual passava a Inglaterra influenciou e desenvolveu as teorias monetárias, que, mesmo com o passar dos anos, ainda preservam a sua essência, como será mostrado ao longo deste trabalho.

Desta forma, observam-se dois principais debates ocorridos na Inglaterra. Conforme analisado por Carvalho *et al* (2007), o que motivou esse processo foram as prolongadas guerras napoleônicas da Inglaterra contra a França ao final do século XVIII e no início do século XIX. Os principais problemas surgiram quando o papel moeda começou a competir com a moeda metálica pelo papel de meio de troca: de acordo com Mollo (1994), entre 1797 e 1821, a conversibilidade-ouro das notas bancárias esteve suspensa na Inglaterra. Como ainda não havia uma teoria de índices de preços, as pessoas seguiam as suas percepções e viam que os preços dos produtos subiam enquanto que a taxa de câmbio revelava uma desvalorização da moeda inglesa, sobretudo na primeira década do século XIX.

Fonseca e Mollo (2012) apresentam as duas principais controvérsias monetárias. O primeiro debate ocorreu na Inglaterra no século XIX entre 1797 a 1825, entre bulionistas e antibulionistas. Os bulionistas como Thornton, Ricardo, Malthus e Horner, se fundamentavam na Teoria Quantitativa da Moeda e se preocupavam com o controle

da oferta monetária a fim de controlar os preços. Segundo eles, o prêmio sobre o *bullion* em relação ao valor do ouro cunhado era sinal de excesso de notas bancárias, que causava queda da paridade do país emissor e depreciação do papel moeda em relação ao *bullion*. A raiz da inflação, portanto, era um problema de administração monetária por parte do Banco da Inglaterra, que emitia excesso de papel-moeda ou papel-crédito. Os preços mais elevados faziam com que houvesse canalização da demanda para produtos estrangeiros, elevando as importações, o que causava vazamentos de ouro e drenava o excesso de moeda via déficits externos, mantendo equilibrada a distribuição de metais preciosos entre os países – tal mecanismo é chamado de *Price Specie Flow*.

Desta forma, os bulionistas atribuíam a elevação no preço do ouro em barra a uma emissão excessiva de papel-crédito, ou seja, notas bancárias. A principal causa da depreciação da libra e da inflação era um problema de administração da política monetária. Defendiam, então, a presença de restrições ao Banco com um retorno à conversibilidade e ao vínculo entre metais preciosos e notas bancárias (CARVALHO *et al*, 2007). Caso fosse possível converter a moeda em ouro, os problemas de inflação e do balanço de pagamentos seriam resolvidos: quando se trocassem as cédulas e se exportasse o ouro, haveria alívio nos problemas das contas externas tanto pelo aumento da exportação como pelo “enxugamento” monetário (PERINGER, 1985). Entretanto, convém lembrar que havia bulionistas mais “moderados”, como é o caso de Thornton. Fonseca e Mollo (2012) destacam que para tais bulionistas, haveria outras razões pelas quais havia inflação, como uma maior demanda por metal ou um balanço de pagamentos desfavorável. Poderia, ainda, haver variações na velocidade de circulação da moeda em virtude do nível de confiança.

Para Mollo (1994), os antibulionistas criticavam a estabilidade da demanda de moeda, a exogeneidade da oferta de moeda e a separação entre os lados monetário e real, assumidos pelos bulionistas. De acordo com Fonseca e Mollo (2012), para os antibulionistas, o aumento do nível de preços não se devia ao excesso de emissão ou à inconversibilidade da moeda, mas tinha outras causas, como a variação da velocidade de circulação da moeda em função do estado de confiança. Outros motivos para que o prêmio sobre o *bullion* não seria causado por excesso de moeda seriam o aumento da demanda por ouro ou a diminuição da oferta de ouro, que é a única forma de pagar compras externas (MOLLO, 1994).

Não aceitavam a Teoria Quantitativa da Moeda: mesmo se os preços se alterassem com a quantidade de moeda, não haveria aumento proporcional uma vez que parte do aumento da quantidade de moeda poderia ser contrabalançada com variação da velocidade de circulação da moeda. Além disso, como assinalaram Fonseca e Mollo (2012), os antibulionistas acreditavam na *Real Bills Doctrine*¹: as notas emitidas eram lastreadas em bens reais (em produção física) e não havia excesso de emissão. O crédito teria como contrapartida a própria produção e, portanto, teria lastro real. Caso houvesse contração monetária, as expectativas de apreciação monetária contrairiam a velocidade de circulação da moeda e os efeitos sobre a economia real, isto é, sobre os negócios e o comércio, seriam catastróficos. Os bulionistas, por sua vez, de acordo com Mollo (1994), acreditavam que o crédito não dependia de lastro físico, mas da relação entre a taxa de juros bancária e a taxa de lucro esperada, o que antecipava o mecanismo indireto de Wicksell. Tal posição foi defendida sobretudo por Thornton em *Paper Credit*.

No pensamento antibulionista, a oferta extra de moeda levaria ao aumento de renda com ganhos de escala que aumentariam a produção e compensariam o impacto inicial sobre os preços enquanto houvesse desemprego, impedindo que o aumento do nível geral de preços fosse proporcional ao aumento de moeda ou crédito (O' BRIEN, 2004 em FONSECA E MOLLO, 2012). Essa ideia seria uma antecipação do conceito de não neutralidade da moeda, ao admitir que a moeda impacta o lado real da economia porque haveria aumento dos gastos antes do aumento de preços. Quanto aos déficits no balanço de pagamentos e à desvalorização do câmbio, estes não eram causados por excesso de moeda, mas devido aos gastos militares do período, bem como quebras de safras, que causavam maior nível de importações (FONSECA e MOLLO, 2012). Uma vez que para a realização das importações eram necessárias transferências em ouro, haveria escassez relativa interna do metal em relação à quantidade de notas bancárias, o que levaria ao aumento de preço das notas bancárias relativamente ao ouro. Portanto, os preços internos seriam governados pelas transações externas conforme observado por Mollo (1994).

Assim, os antibulionistas assumiam que o aumento de preços poderia ser causa e não consequência do aumento de moeda (MOLLO, 1994). Além disso, sugere que eles

¹ De acordo com Mollo (1994), a *Real Bills Doctrine* é originária de Adam Smith, para quem o crédito concedido pelo sistema bancário tem uma contrapartida em produção real, que será finalizada e vendida.

consideravam a possibilidade de ocorrência de entesouramento. Desta forma, os antibulionistas condenavam as regras prescritas pelos bulionistas, uma vez que impactavam de forma negativa no crescimento econômico e na acumulação de capital. No caso dos bulionistas, a neutralidade da moeda levaria à ideia de que o crédito é mera transferência de renda, que leva poupança dos poupadores para investidores. Qualquer elevação do produto é esmagada pela elevação do nível de preços, que diminui o poder de compra e a poupança, não implicando em estímulo líquido para a produção. Já os antibulionistas acreditavam na não neutralidade da moeda e, portanto, um controle monetário poderia retrair o emprego e a produção e até mesmo haveria um efeito deflacionário. Mesmo no caso de subida de preços, haveria restrição ao consumo e aumento da poupança, elevando o investimento e, portanto, a produção, via “poupança forçada” (FONSECA e MOLLO, 2012). O que se percebe é que para Ricardo (e os bulionistas em geral), que interpretava a taxa de juros como um fenômeno real, há um ajuste instantâneo dos preços como consequência do aumento do crédito, sem levar em conta os processos de curto prazo (o mecanismo de poupança forçada), mas apenas os de longo prazo, o que permite dizer que, para ele, a moeda é neutra (MOLLO, 1994).

No segundo debate inglês, que ocorreu entre os anos de 1825 e 1875, há o debate entre a *Currency School* (que possui herança bulionista) e a *Banking School* (que veio da escola antibulionista). A discussão ficou mais “ortodoxa” e ambas as escolas assumem a conversibilidade-ouro como regra devido ao temor da inflação. O ponto de discórdia era a necessidade de controles de curto prazo, além do oferecido a longo prazo pela conversibilidade (FONSECA e MOLLO, 2012). Outro ponto em comum era a aceitação do princípio de determinação do valor da moeda pelo custo de produção do ouro (MOLLO, 1994).

De acordo com a *Currency School*, deveria haver controles monetários quantitativos de curto prazo: a quantidade de moeda só poderia crescer se houvesse lastro metálico para que isso ocorresse, ou seja, se houvesse entrada líquida de ouro no país (*Currency Principle*). Isso valeria também para o crédito, que deveria ser lastreado em reservas de ouro em espécie (*Palmer Rule*). Essas medidas de centralização da emissão pretendiam impedir flutuações causadoras de inflação (FONSECA e MOLLO, 2012). Consequentemente, não haveria necessidade de regular as atividades bancárias, mas apenas a emissão monetária (CARVALHO *et al*, 2007). Portanto, tal escola, além de aceitar a Teoria Quantitativa da Moeda, não se contentava com restrições apenas de

longo prazo, mas defendia controles de curto prazo, sendo mais restritiva que os bulionistas (MOLLO, 1994).

Já a *Banking School* alegava que os depósitos e as letras de câmbio também eram moeda e poderiam atuar como substitutos desta. Controlar a moeda de nada adiantaria se não houvesse controle dessas “moedas substitutas”. Ou seja, esta escola já percebia a endogeneidade da moeda, bem como a possibilidade de entesouramento e de inovações financeiras. Na visão desta escola, controles eram inviáveis e os bancos seriam os melhores controladores monetários por meio da competição, por estarem próximos da demanda por moeda para os negócios. Acreditavam, assim como os antibulionistas, na *Real Bills Doctrine* e, desta forma, os controles monetários não só seriam inviáveis, como também indesejáveis, devido à não neutralidade da moeda (FONSECA e MOLLO, 2012). Para tal escola, a emissão excessiva era irrelevante, pois uma expansão monetária só era possível por períodos limitados: as notas retornariam ao banco no momento do pagamento dos empréstimos² (CARVALHO *et al*, 2007). Além disso, a *Banking School* argumentava que o controle sobre o ouro existente, mesmo com o padrão-ouro, era discutível devido à possibilidade de entesouramento – que causava variações na velocidade de circulação da moeda (MOLLO, 1994). De acordo com Peringer (1985) essa ideia talvez fosse a primeira menção à moeda como um ativo, dentro do contexto no qual os indivíduos e empresas pesam a utilidade da moeda em relação aos demais bens de seu portfólio – ideia utilizada por Friedman e Keynes.

Pode-se concluir que a Teoria Quantitativa da Moeda, aceita pelos bulionistas e pelos teóricos da *Currency School*, assume que a causa da inflação é a emissão excessiva de moeda, presumindo que a velocidade de circulação da moeda é constante e que a moeda não possui impactos reais (é neutra), bem como sua oferta é exógena determinada pela autoridade monetária no caso de câmbio flexível ou pelo balanço de pagamentos no caso de câmbio fixo, além da ausência de entesouramento. A crítica à Teoria Quantitativa da Moeda, formulada por antibulionistas e pela *Banking School*, fundamenta-se no fato de que a velocidade de circulação da moeda não pode ser constante devido à presença de incerteza e consequente entesouramento. Assim, a moeda é endógena e sua oferta depende do entesouramento e do comportamento das

² De acordo com Peringer (1985), tal processo é chamado de *Law of Reflux* em alusão ao movimento contrário que inevitavelmente ocorreria aos fluxos injetados em excesso.

peças e dos negócios. O nível de preços pode aumentar por algum motivo e desencadear o “desentesouramento” e conseqüente inversão da causalidade bulionista.

De forma a entender a relação entre quantidade de moeda e inflação, é necessário apresentar a Equação de Trocas da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), que dicotomiza o processo de formação de preços: os preços relativos são determinados em um sistema de equilíbrio geral, pelo valor trabalho, sem moeda. Esta apenas possui utilidade indireta pelo poder de adquirir os demais bens (MOLLO, 2003). O nível de preço absoluto é determinado via TQM. Carvalho *et al* (2007) apresentam a equação de trocas da versão da TQM de transações de Fisher (1911):

$$MV = PT \quad (1)$$

Onde: M é a quantidade de moeda em circulação; V é a velocidade de circulação da moeda, P significa os preços correspondentes dos bens e serviços e T é a quantidade de transações físicas de bens e serviços.

O lado esquerdo da equação contábil (1) corresponde ao total de pagamentos em moeda. O lado direito representa o valor total de bens e serviços. Para lidar com problemas conceituais e estatísticos, é comum substituir o volume total de transações reais pelo Produto Interno Bruto (PIB) real (representado por y):

$$MV = Py \quad (2)$$

A TQM estabelece que os preços variem diretamente com a quantidade de moeda em circulação, considerando que a velocidade de circulação da moeda e o volume de transações com bens e serviços não se alteram. Uma mudança na oferta de moeda (M) não tem efeito permanente sobre as variáveis reais, mas resulta em variação proporcional do nível de preços (P) (CARVALHO *et al*, 2007). Isso ocorre porque a velocidade de circulação (V) é tida como constante, uma vez que a demanda por moeda é estável e a moeda apenas desempenha a função de meio de troca. Assim, a variável “ V ” é determinada por hábitos e instituições. O PIB real é tido como constante porque no equilíbrio de longo prazo há pleno emprego dos fatores de produção (havendo equilíbrio no mercado de trabalho), é isso que se chama neutralidade da moeda – ou seja, o aumento de “ M ” não afeta “ y ”. Segue-se que “ M ” determina “ P ” na equação (2). Se a moeda é apenas meio de troca e não é demandada por si mesma, então a TQM situa-se em um mundo com ausência de incerteza. No curto prazo, por problemas

informativos e de erros de expectativas, a oferta de moeda (M) pode afetar tanto o nível de preços (P) como o produto (y) – ou seja, a moeda não é neutra. O aumento da oferta monetária leva ao aumento do investimento e do emprego enquanto os preços não reagem. Quando a demanda é tal que os preços começam a reagir, os trabalhadores percebem que o salário real diminuiu e ajustam as expectativas, diminuindo o emprego e a economia volta para onde estava, no pleno emprego de longo prazo. Há, portanto, dicotomia entre as variáveis reais e monetárias.

De acordo com Mollo (2004), com uma quantidade maior de moeda, a produção seria estimulada e pressionaria os preços dos fatores de produção e dos insumos, afetando o nível de preços apenas depois de a renda nominal crescer. Ou ainda, os preços dos produtos poderiam crescer antes dos salários, o que estimula o investimento e a produção. Poderia haver, portanto, um efeito real transitório. Em qualquer caso, porém, a moeda é neutra no longo prazo para quem creem na Teoria Quantitativa da Moeda. Nas diferentes concepções ortodoxas, os efeitos da moeda sobre a economia real são apenas transitórios e ocorrem devido a divergências entre as variáveis esperadas e efetivas, conforme a teoria monetarista de Friedman (1989), que afirma que a moeda não é neutra no curto prazo e seu efeito dura enquanto há ilusão monetária nos trabalhadores. No longo prazo, os agentes percebem seus salários reais e a moeda torna-se neutra. Wicksell (1906) atribui a não neutralidade como resultado da diferença entre as taxas bancárias nominais de juros e as taxas de rentabilidade do capital. Para Barro e Gordon (1983) a moeda não é neutra até que os agentes incorporem a inflação em suas expectativas, em uma perspectiva parecida com a de Friedman (MOLLO, 2004).

Em qualquer caso, as variáveis reais são as responsáveis pelos efeitos permanentes e as nominais são apenas transitórias. A ideia é que a moeda altera a repartição de renda, a estrutura de produção e a alocação de recursos e assim altera preços e quantidades. No longo prazo, os gastos da nova repartição de renda aumentam os preços relativos, uma vez que a capacidade produtiva não responde integralmente aos aumentos da demanda. Daí a associação entre o longo prazo e o pleno emprego. Desta visão resulta a política econômica orientada para o controle monetário restritivo para a redução da inflação, com ênfase nas regras em detrimento da discricionariedade (MOLLO, 2004).

Apesar de os clássicos, em particular Ricardo, defenderem a TQM, percebiam que em um processo de depressão a deflação não era devido à menor quantidade de

moeda (M), mas tinha outras causas, invalidando a TQM neste caso. Além disso, a quantidade de moeda afeta o nível de preços dependendo da injeção monetária, o chamado efeito Cantillon: a maior quantidade de moeda se traduzia em aumento da demanda dos trabalhadores por bens de consumo ou das empresas por bens de capital, distorcendo os preços relativos, negando o postulado da homogeneidade (BLAUG, 1989).

Além desses reconhecimentos, Blaug (1989) também atenta para o fato de que os clássicos reconheciam uma “tendência” ao pleno emprego: não quer dizer que a economia sempre estaria em pleno emprego. Um aumento da oferta monetária, por exemplo, aumentaria a oferta de moeda em relação à demanda por moeda, elevando os encaixes monetários e a demanda por bens de consumo, o que elevaria o preço dos bens, diminuindo os encaixes reais e equilibrando novamente o mercado de moeda. No caso de bens de capital o mesmo ocorre: dado um incremento na oferta de moeda, a taxa de juros do mercado de fundos emprestáveis cai e fica menor que a taxa de retorno do capital, elevando a demanda por empréstimos e a demanda por bens de capital para realizar investimentos, elevando a demanda e o nível de preços de tais bens, bem como a taxa de juros, o que diminui os encaixes reais e equilibra o mercado de moeda novamente. A tendência ao equilíbrio só é possível via movimentos dos preços (inclusive da taxa de juros). De acordo com Mollo (2003), mesmo nas teorias neoclássicas mais modernas, surgidas na síntese neoclássica, a neutralidade da moeda está garantida por meio de ajustamento dos preços no longo prazo.

Pode-se apresentar a TQM na sua versão dos saldos monetários de Cambridge (*cash-balance*). Reescrevendo a equação (2):

$$M = kPy \quad (3)$$

Onde M é a quantia desejada de moeda e k é a constante marshalliana e é numericamente igual ao inverso de V .

Segundo Carvalho *et al* (2007), a equação (3) sugere que a quantidade desejada de moeda deve ter alguma relação com a renda (y), pressupondo que a renda afeta o volume de compras potenciais. É uma equação de demanda por moeda (encaixes reais), a qual é uma proporção k do nível de renda:

$$ky = M/P \quad (4)$$

A equação (4) diz que a demanda por moeda (lado esquerdo) é igual à oferta de moeda, que é exógena pela TQM (lado direito), havendo equilíbrio no mercado monetário por intermédio do mecanismo regulador de preços. O resultado desta equação é o mesmo da outra versão da TQM: a moeda é apenas meio de troca. A diferença é mais metodológica do que de resultados, implicando que a oferta de moeda deveria crescer de modo suave ao longo do tempo para satisfazer as necessidades básicas da economia, ou seja, seu crescimento real de renda. Qualquer aumento maior que isso resultaria em acréscimo do nível de preços (CARVALHO *et al*, 2007).

Para Peringer (1985), os quantitativistas clássicos mantinham:

- a) *Postulado da Proporcionalidade* entre quantidade de moeda e nível de preços.
- b) *Postulado da Neutralidade*: as variações monetárias influenciam no produto no curto prazo, mas são neutras no longo prazo com os ajustes de expectativas dos agentes.
- c) *Postulado da Causação*: os canais de influência ocorrem de “M” para “P”. Segundo Carvalho *et al* (2007), se há aumento na quantidade de moeda, as pessoas terão encaixes superiores ao que gostariam, implicando em maior demanda em relação à oferta fixada em pleno emprego e elevando o nível de preços. Isso ocorre porque não há entesouramento da moeda.
- d) *Postulado da Exogeneidade*: a oferta monetária não possui influência passiva da demanda por moeda, ao contrário, é fixada pela autoridade monetária, o que, de acordo com Carvalho *et al* (2007), significa que há independência entre oferta e demanda por moeda.
- e) *Postulado do nível geral de preços*: as variações na quantidade de moeda afetam o nível geral de preços e não os preços relativos, que são determinados pelas variáveis reais, como o PIB, o que significa que há dicotomia.

A Teoria Quantitativa da Moeda pode funcionar por meio do mecanismo direto - o aumento da oferta de moeda afeta diretamente a demanda por bens por meio do acréscimo nos saldos reais, o que eleva os preços - ou pelo mecanismo indireto - o aumento da oferta de moeda reduz a taxa de juros, elevando o investimento e a demanda por bens e, finalmente, elevando os preços. Em uma economia de moeda pura, sem

bancos e sem criação de moeda endógena, a TQM vale por meio do mecanismo direto. Entretanto, em uma economia mista de moeda-crédito, a TQM precisa ser ajustada através da análise do processo de desequilíbrio cumulativo (CARVALHO *et al*, 2007).

De acordo com Mollo (2003), partindo-se da ideia de que a moeda só interfere transitoriamente na economia real, a teoria neoclássica da taxa de juro, ou seja, a taxa de juros que afeta a produção só pode ser uma teoria real da taxa de juro e não uma taxa de juro monetária. A taxa de juros real é a recompensa pela espera, pelo consumo adiado, pela poupança (lado da oferta). Do lado do investidor, o juro é visto como o preço pago pelo uso do capital em qualquer mercado e tende a um nível de equilíbrio no qual a procura global de capital a uma taxa de juro real é igual ao estoque global de capital a essa mesma taxa (o investimento é o lado da demanda). Para Carvalho *et al* (2007), essa taxa de juros é a que equilibra *ex-ante* a poupança desejada com o investimento planejado a pleno emprego, correspondendo à produtividade marginal ou taxa interna de retorno sobre as novas unidades de capital físico. É a chamada taxa natural real de juros.

O mecanismo indireto foi estudado por Wicksell. Este autor considera a função de meio de troca como a verdadeira característica da moeda. A função reserva de valor possui importância apenas individual e não importa do ponto de vista social, reduzindo a importância do entesouramento (MOLLO, 2003). Entretanto, ele admite efeitos reais por meio de impulsos monetários. Por exemplo, se a taxa de juros monetária (de empréstimos) estiver abaixo do nível da taxa de juros natural real (bancos estão com expectativas boas devido a um acréscimo da moeda emitida pelo Banco Central, por exemplo), o investimento planejado excederá a poupança, havendo excesso efetivo de demanda agregada porque os bancos viabilizam tais investimentos, elevando os preços (CARVALHO *et al*, 2007).

Apesar de o monetário interferir no real, a dicotomia é mantida porque a taxa de juros relevante é a real, determinada por poupança e investimento. Além disso, Wicksell reconhece que o processo é transitório: o limite é o movimento das reservas bancárias, que são drenadas e estimulam o banco a igualar novamente as duas taxas de juros. Ou seja, o diferencial de juros cessa e a moeda causa inflação, havendo neutralidade monetária. Como a taxa natural de juros real pode mudar por influência da poupança e do investimento no mercado de fundos, então a não neutralidade monetária transitória

decorre da lentidão dos bancos, que são passivos em acompanhar as mudanças na taxa natural (MOLLO, 2003).

1.2) A Teoria Quantitativa da Moeda para os monetaristas e a curva de Phillips

Os monetaristas são também chamados novos quantitativistas por resgatarem a Teoria Quantitativa da Moeda e fornecerem uma forma mais elaborada de tal teoria. Friedman (1956) sustenta que a TQM é uma teoria de demanda por moeda na qual há um conjunto limitado de variáveis previsíveis e estáveis de forma que a renda seja analisada em seu conceito permanente. De acordo com Carvalho *et al* (2007), a TQM monetarista é um ressurgimento da versão de Cambridge, entretanto, ao invés de considerar k (o inverso da velocidade de circulação da moeda “ V ”) como essencialmente fixa, é uma função estável de um número restrito de variáveis de forma que “ V ” seja previsível ainda que não constante. Além disso, a oferta de moeda é considerada exógena.

Friedman (1956) argumenta que a moeda deve ser tratada como um ativo, ou seja, uma maneira de alocar riqueza, que rende um fluxo de renda para o seu possuidor. Sendo assim, a teoria de demanda por moeda é um tópico especial da teoria do capital. Neste ponto, há uma semelhança com Keynes, como se verá mais adiante.

Como usual na teoria de escolha do consumidor, a demanda por moeda depende: a) da riqueza total (que equivale à restrição orçamentária); b) do preço e do retorno desta forma de alocar riqueza, comparados aos outros ativos alternativos; c) dos gostos e preferências do possuidor da riqueza (FRIEDMAN, 1956).

O termo “riqueza” deve incluir todos os recursos referentes à renda e aos serviços passíveis de consumo. Um desses recursos é a capacidade produtiva humana. Desse ponto de vista, a taxa de juros expressa a relação entre o estoque, que é a riqueza “ W ” e o fluxo, que é a renda “ Y ”, de modo que “ Y ” é o fluxo de renda total e “ r ” é a taxa de juros, a riqueza total é (FRIEDMAN, 1956):

$$W = Y/r \quad (5)$$

A equação (5) mostra que a renda permanente “ Y ” é o retorno que se pode obter da riqueza total “ W ”. Carvalho *et al* (2007) destacam que enquanto para a TQM tradicional a renda era um indicador do volume de bens e serviços a ser transacionado em um dado

período, na TQM de Friedman a renda de longo prazo se torna uma variável usada para se obter uma aproximação do valor da riqueza social. Além disso, a riqueza total “ W ” pode ser dividida entre riqueza humana (valor presente do fluxo de rendas da capacidade de produzir dos agentes) e não humana (valor presente do fluxo de renda dos demais ativos).

Segundo Friedman (1956), a riqueza pode ser mantida de várias maneiras e a unidade básica detentora de riqueza a aloca de modo a maximizar a sua “utilidade” sujeita a quais sejam as restrições que afetem a possibilidade de converter uma forma de riqueza em outra. Isso implica que ela buscará uma partilha de sua riqueza tal que a taxa à qual ela pode substituir uma forma de riqueza pela outra seja igual à taxa à qual ela está exatamente disposta a fazê-lo. Ou seja, o consumidor maximiza sua utilidade sujeito à restrição orçamentária dada pelo fluxo total de renda ao longo do tempo. As principais formas de se alocar riqueza são: i) Moeda: unidades de direitos ou de mercadorias que são geralmente aceitas em pagamento de dívida a um valor nominal fixo; ii) títulos: direitos a fluxos temporais de pagamentos fixados em unidades nominais; iii) ações: direitos a participações nos retornos das empresas; iv) bens físicos não humanos e v) capital humano (FRIEDMAN, 1956).

De acordo com o exposto acima, a demanda por moeda, conforme Carvalho *et al* (2007), depende da riqueza a ser alocada, ou seja, da renda permanente, conforme já explicado. Depende também da relação entre riqueza humana e não-humana:

$$\Omega = (Riqueza humana)/(Riqueza não humana) \quad (6)$$

Como a riqueza humana é ilíquida, quanto maior a relação acima, maior a demanda por moeda para um dado estoque de riqueza de modo a compensar a iliquidez.

Além disso, a demanda por moeda depende também do custo de oportunidade de retenção de saldos monetários, que se eleva quando a taxa de retorno dos ativos não monetários se eleva, seja de renda fixa “ r_a ” ou de renda variável “ r_b ”, diminuindo a demanda por moeda. Outro fator importante é a taxa de inflação esperada (π^E): se esta se eleva, o valor real dos saldos monetários diminui de forma que a demanda por moeda também é diminuída. Há ainda que se considerar as preferências e outros fatores de ordem institucional, representados pela letra “ u ”. Diante do exposto, pode-se escrever a

demanda por moeda em termos reais, dado que a análise parte de uma maximização de utilidade e independe de unidades nominais (CARVALHO *et al*, 2007):

$$f(Y, \Omega, r_a, r_b, u, \pi^E) = \frac{M}{P} = M_d \quad (7)$$

Onde, conforme descrito acima: $\frac{dM_d}{dY} > 0$; $\frac{dM_d}{d\Omega} > 0$; $\frac{dM_d}{dr_a} < 0$; $\frac{dM_d}{dr_b} < 0$; $\frac{dM_d}{d\pi^E} < 0$. Pode-se escrever π^E como $\frac{dP}{dt} \left(\frac{1}{P}\right)$.

A equação (7) é a versão da TQM de Cambridge expandida. Considerando a estabilidade do sistema e que a elasticidade da demanda por moeda em relação à taxa de juros é próxima de zero, então a demanda por moeda depende principalmente da renda permanente. Uma consequência importante disso é que uma expansão da oferta monetária tem impacto final no nível de preços, tal qual na TQM tradicional: um aumento da oferta de moeda eleva os encaixes reais de forma que as pessoas têm mais moeda do que maximiza a utilidade. Por isso, aumentarão o gasto. Nessa visão, a moeda é meio de troca e reserva de valor apenas temporário e pouco importante analiticamente, como na TQM de Cambridge. Amado (1992) assinala que a demanda por moeda monetarista é função apenas de variáveis reais, o que significa que a moeda é mero meio de circulação e a dicotomia entre real e monetário é mantida. Isso porque, embora a moeda seja considerada um ativo, ela não possui especificidades, sendo considerada a sua demanda como a de qualquer outro bem ou ativo da economia.

O fato de que os monetaristas utilizam a TQM impacta na visão de política monetária. Por isso, é necessário introduzir a Curva de Phillips, o que será feito a seguir.

De acordo com Carlin e Soskice (2006), a taxa de inflação (π) pode ser definida por:

$$\pi = (P_t - P_{t-1})/P_{t-1} \quad (8)$$

Onde: P_t é o nível de preços do período “t” atual e P_{t-1} é o nível de preços do período anterior “t-1”. Como mudanças no produto e emprego são seguidas por mudanças na inflação de acordo com evidências empíricas, pode-se construir um modelo no qual a inflação depende da inflação passada e do hiato entre o desemprego corrente e a taxa natural de desemprego. Supondo-se que os determinadores de salários se atentam para a

inflação passada para fixarem o novo salário a fim de evitar erosão no salário real, a expectativa é adaptativa, de modo que (CARLIN e SOSKICE, 2006):

$$\pi^E = \pi_{t-1} \quad (9)$$

Onde: π^E é a inflação esperada e π_{t-1} é a inflação do período passado.

Carlin e Soskice (2006) explicam a curva de Phillips da seguinte forma: existem duas curvas no mercado de trabalho. A chamada curva WS, que é a correspondente à curva de oferta em um mercado de trabalho com concorrência imperfeita. Tal curva está acima da curva de oferta de trabalho, o que significa dizer que o excesso de salário real na curva WS acima da curva de oferta a qualquer nível de emprego é o *mark up* por trabalhador em termos reais associado a imperfeições no mercado, tais como sindicatos e salários eficiência. A curva PS, por outro lado, é a correspondente à curva de demanda por trabalho. Seu posicionamento é abaixo da curva de demanda por trabalho resultante da produtividade marginal do trabalho, o que significa dizer que o excesso de salário real na curva de produtividade marginal do trabalho acima da curva PS em qualquer nível de emprego é o lucro por trabalhador em termos reais. A curva PS é comumente representada como plana, uma linha horizontal, considerando o produto marginal constante e um *mark up* constante.

Explicado isso, Carlin e Soskice (2006) definem que onde as curvas WS e PS se cruzam determina o salário real que os trabalhadores estão satisfeitos e não alteram seu comportamento. Nesse nível, a taxa de desemprego é chamada de nível natural e a inflação é constante. Carvalho *et al* (2007) explicam que a esse nível natural, há apenas desemprego friccional, quando os trabalhadores estão em período de transição, e voluntário, quando os trabalhadores não estão trabalhando porque consideram que não vale a pena trabalhar pelo salário real oferecido. Em outras palavras, todos estão satisfazendo suas preferências, empregados ou não. Não existe, portanto, desemprego involuntário.

Carlin e Soskice (2006) continuam o argumento: se a taxa de emprego estiver acima desse nível natural (ou se a taxa de desemprego estiver abaixo), decorrente de uma expansão monetária, os salários vão aumentar não só para repor a inflação do período anterior, mas também devido ao maior poder de barganha dos trabalhadores porque, de acordo com Carvalho *et al* (2007), os empresários irão oferecer um salário

nominal mais elevado aos trabalhadores que estão voluntariamente desempregados e que aceitam trabalhar porque pensam que o salário real aumentou, tendo em vista a expectativa de que não haverá inflação porque os preços estavam constantes no passado, antes do choque monetário.

Haverá um *gap* entre o salário da curva WS (oferta de trabalho), que agora é maior, e o da curva PS, que permanece o mesmo. A pressão dos salários eleva o custo das empresas, que aumentam os preços e a inflação. O contrário também vale e a inflação diminuirá (CARLIN e SOSKICE, 2006). Segundo essa lógica, os preços aumentam em um mesmo montante dos salários. Os salários, por sua vez, aumentam no montante da inflação passada mais o montante correspondente ao desvio do produto ao produto de pleno emprego (ou produto natural), de forma que:

$$\pi = \pi_{t-1} + \alpha(y - y_e) \quad (10)$$

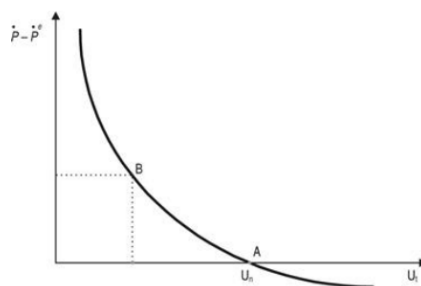
Onde: π é a taxa de inflação atual, π_{t-1} é a taxa de inflação do período passado, y é o nível de produto corrente e y_e é o nível natural de produto. A equação (10) pode ser reescrita como:

$$\pi = \pi_{t-1} - \alpha(u - u_n) \quad (11)$$

Onde: π é a taxa de inflação atual, π_{t-1} é a taxa de inflação do período passado, u é a taxa de desemprego corrente e u_n é a taxa de desemprego natural. Entretanto, é válido lembrar que não há relação de um para um entre aumento do produto e queda do desemprego, de acordo com a lei de Okun, por haver entesouramento do trabalho nas empresas e pelo surgimento de novos trabalhos para pessoas que não estavam na força de trabalho (CARLIN e SOSKICE, 2006).

Os trabalhadores perceberão que estavam sofrendo de ilusão monetária somente quando forem realizar suas compras. Percebem, *a posteriori*, que apesar de o salário nominal ter aumentado, o salário real diminuiu devido ao efeito inflacionário descrito acima e a ilusão monetária é desfeita, de forma que a taxa de desemprego e o nível de produto voltam os níveis naturais (CARVALHO *et al*, 2007). A curva de Phillips está representada abaixo, de acordo com a equação (11):

Gráfico 1: A Curva de Phillips versão Friedman

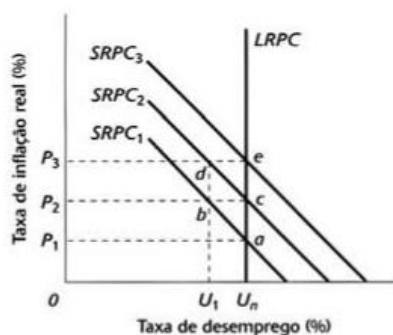


Fonte: CARVALHO *et al* (2007).

De acordo com a análise acima, para que o desemprego permaneça abaixo do natural (ponto B do gráfico 1), é necessário que haja ilusão monetária contínua nos trabalhadores. Em outras palavras, é necessário que o governo faça uma política monetária de aumento contínuo do estoque de moeda, o que aumentará continuamente a taxa de inflação de forma que a inflação presente será sempre maior que a passada e que a taxa de desemprego permaneça inferior à taxa natural (CARVALHO *et al*, 2007). Quando a ilusão monetária é desfeita, a economia se desloca do ponto B para o ponto C no gráfico 2, representado adiante, deslocando a Curva de Phillips, tendo em vista que a expectativa adaptativa inflacionária aumenta. Nesse caso, o aumento monetário inicial só tem como resultado final a inflação, como quer a Teoria Quantitativa da Moeda.

Se o governo deseja manter a taxa de desemprego menor que a natural, emitirá mais moeda de forma que a economia vá para o ponto D enquanto há ilusão monetária, a qual, quando é desfeita, a economia vai para o ponto E. Observa-se no gráfico adiante que a inflação deve ser crescente para que a moeda não seja neutra, ou seja, para que a taxa de desemprego seja mantida abaixo da natural. Portanto, no curto prazo a moeda não é neutra, enquanto perdura a ilusão monetária. No longo prazo, porém, a moeda é neutra, pois não há relação entre inflação e desemprego e a curva de Phillips “LRPC” é perfeitamente vertical na taxa natural de desemprego (BRUE, 2005).

Gráfico 2: A curva de Phillips Aceleracionista



Fonte: BRUE (2005).

Uma consequência importante desse modelo é que, por utilizar expectativas adaptativas, a política monetária de estabilização terá que passar por uma crise, com alto custo social e uma taxa de sacrifício com aumento da taxa de desemprego em relação ao nível natural. Esta relação é clara ao se observar a equação (11). Isso pode ser feito com redução gradual da inflação (gradualismo) ou uma redução drástica em um curto intervalo temporal (choque) e depende das preferências do Banco Central, que são descritas por curvas de indiferença em termos de desvio da inflação em relação à meta e do desemprego em relação ao nível natural (CARLIN e SOSKICE, 2006).

Portanto, a conclusão do modelo é que a política monetária somente é eficaz no curto prazo. No longo prazo, seria neutra e alteraria somente o valor nominal das variáveis preço e salário. Além disso, a política monetária está sujeita a dois tipos de defasagens: a interna – existe demora no reconhecimento da crise e na tomada de decisão dos formuladores de política – e a externa – existe demora entre a decisão de política monetária e os seus efeitos no produto. Tais defasagens podem fazer com que a política monetária seja uma fonte desestabilizadora (CARVALHO *et al*, 2007). Por essas razões, Friedman recomenda o uso de regras fixas, em detrimento da discricionariedade. O ideal seria uma administração monetária do país em um sistema automático, imutável e contínuo de emissão monetária, sem a interferência humana, de modo que as emissões fossem programadas para que a oferta monetária viesse a crescer em proporções constantes e que não ultrapassassem um percentual de cerca de 3 a 5% ao ano (PERINGER, 1985).

No modelo IS-LM, que busca a síntese neoclássica de Keynes, a curva LM representa equilíbrio no mercado monetário, de forma que a demanda por moeda seja

igual à oferta de moeda, em termos reais. A tradição neoclássica de moeda exógena é mantida e o nível de preços, conforme a principal premissa do modelo, é fixo. De acordo com Blanchard (2011):

$$YL(i) = M/P \quad (12)$$

1.3) Expectativas Racionais e os Novos-Clássicos

Na década de 1970, a macroeconomia foi dominada pela revolucionária ideia das expectativas racionais. Lucas e Sargent, por exemplo, foram alguns dos principais teóricos. O ponto de partida desta escola são as hipóteses de *Market Clearing*. Além disso, assume-se que as pessoas não cometem os mesmos erros de previsão sistematicamente (como sugerido no modelo monetarista, com expectativas adaptativas), ou seja, os agentes econômicos formam suas expectativas “racionalmente” baseadas em todo o passado e na informação corrente disponível (TOTONCHI, 2011) e, tal como os economistas, conhecem todo o modelo relevante. Os teóricos das expectativas racionais tendem a utilizar o mesmo referencial teórico dos monetaristas para elaborar uma função de demanda por moeda, em termos somente reais (AMADO, 1992). O que diferencia as ideias dos autores novo-clássicos das de Friedman é que os primeiros acreditam que se os agentes são maximizadores de satisfação, então eles otimizam também o uso de informações que estão disponíveis. Isso significa que quando os agentes estão informados de que uma política econômica será implementada, eles devem alterar suas expectativas, alterando o resultado esperado: por exemplo, todos sabem que, considerando o modelo da Teoria Quantitativa da Moeda, visto como relevante, um aumento da oferta monetária provocará inflação e os agentes irão reagir e se anteciparão, elevando seus preços e salários (CARVALHO *et al*, 2007). Em outras palavras, a inércia da inflação, presente no modelo monetarista, é ausente: não existe rigidez nominal na economia (CARLIN e SOSKICE, 2006).

Para entender o que as expectativas racionais implicam em termos de política monetária, Hoover (1988) propõe um modelo, no qual conclui que a taxa de crescimento do estoque monetário não influencia na determinação do produto. Logo, a política monetária é ineficiente. Os desvios do produto em relação ao natural devem-se a erros de expectativas (HOOVER, 1988). Assim, a política monetária é antecipada pelos indivíduos, os quais se antecipam e elevam seus preços de forma que não há ilusão monetária e a moeda não pode afetar a taxa de desemprego e o nível de produto

no curto ou no longo prazo, mas apenas afeta o nível de preços (TOTONCHI, 2011). Essa ideia tem origem na TQM: a moeda é neutra.

A moeda só afetará o produto se o Banco Central realizar uma política surpresa com alterações não antecipadas do estoque de moeda, além do efeito de choques, como os de demanda e de produtividade. Se não existem choques e políticas surpresa, então o produto é dado pelo seu nível natural e a Curva de Phillips é vertical na taxa natural de desemprego, no curto e no longo prazos, como no gráfico 2. O produto não pode ser afetado por políticas macroeconômicas. Assim, a curva de oferta agregada também é vertical no nível natural de produto. Isso gera um incentivo ao governo de criar um ambiente de incertezas para que possa realizar políticas surpresa com fins populistas, por exemplo. Se isso acontecer, quando a ilusão monetária inicial for desfeita, o produto volta ao natural a um nível mais elevado de preços. Por isso, os novo-clássicos são favoráveis ao uso de regras monetárias que minimizem esse comportamento dos governos, como o regime de metas de inflação e os Bancos Centrais independentes (CARVALHO *et al*, 2007).

1.4) Os Novos-Keynesianos e a rigidez de preços

Enquanto que para os novos-clássicos os choques reais e as falhas de mercado são os fatores responsáveis pelas flutuações do produto, para os novos-keynesianos as flutuações ocorrem em função de uma imperfeição específica: a rigidez de preços (SICSÚ, 1999). O ponto de partida dos novos-keynesianos é o mesmo da escola novo-clássica: os agentes econômicos são racionais e maximizam seu bem-estar. O produto é determinado pelos fatores de produção e tecnologia (fatores reais) e o nível de preços depende da quantidade de moeda por meio do efeito de encaixes reais, o que significa dizer que o consumo e o investimento são funções da quantidade real de moeda, resultando que todo excesso de moeda se traduz em excesso de demanda por bens e serviços e em elevação de preços (GONTIJO, 2009). A hipótese é que a autoridade monetária pode ajustar o estoque nominal de moeda para atingir qualquer taxa de juros real que desejar de modo que o que importa para o nível de produto é a taxa de juros real e não monetária (BLANCHARD, 2008). Isso é bem diferente de Keynes, para quem a taxa de juros é determinada no mercado monetário. Entretanto, para o curto prazo, esta escola considera a existência de desemprego involuntário (que é uma consequência da rigidez de preços, em particular, do salário), os ciclos econômicos, os

efeitos macroeconômicos resultantes de mudanças nos preços relativos e a não neutralidade monetária de curto prazo (GONTIJO, 2009). Convém lembrar que variáveis rígidas não são fixas, mas que o tempo de ajuste é demasiadamente longo, pois tais variáveis se ajustam lentamente para equilibrar os mercados, o que implica que no longo prazo o produto está em equilíbrio de pleno emprego e é determinado por fatores reais. Assim, no curto prazo, uma redução na demanda teria efeito sobre as quantidades e, no mercado de trabalho, haveria desemprego involuntário em virtude da rigidez dos preços, considerando a presença de custos de menu e de salários eficiência (SICSÚ, 1999).

Blanchard (2008) apresenta um *toy model* para explicar o modelo novo-keynesiano de forma a entender a política monetária proposta por eles. A primeira equação do modelo é uma equação de demanda agregada, que é derivada da condição de primeira ordem do problema de maximização dos consumidores e que representa o consumo em função da taxa real de juros e do consumo futuro esperado. Isso significa que se o custo marginal estiver abaixo do preço, então os fixadores de preços estarão satisfeitos com sua demanda aos preços correntes e a demanda agregada é igual ao produto, assumindo que o único componente da demanda é o consumo. Em outras palavras, o produto é função da taxa de juros real e do produto futuro esperado. Isso é sublinhado também por Gontijo (2009), que afirma que a curva IS dos novos-keynesianos estabelece que a taxa de crescimento do produto real corrente depende tanto da taxa de juros quanto do valor esperado no futuro do hiato do produto tal que taxas esperadas de crescimento do produto real no futuro mais elevadas significam maior crescimento do produto corrente.

A segunda equação do modelo proposto por Blanchard (2008) é a Curva de Phillips, que coloca a inflação como função da inflação futura esperada e do hiato do produto, como mostrado anteriormente. A diferença agora é que o hiato do produto é o produto corrente menos o produto sem a presença de preços rígidos, que seria o produto natural (que geralmente é o segundo melhor, sendo que o primeiro melhor é o produto sem rigidez de preços e sem outras imperfeições de mercado). Ao incluir uma curva de Phillips, o modelo admite que no curto prazo as expectativas racionais podem sofrer desvios em função de problemas de informação e de rigidez dos preços.

A terceira equação do modelo é uma regra de Taylor. De acordo com Gontijo (2009), para os novos-keynesianos, a política monetária é endógena porque eles rejeitam a hipótese utilizada na síntese neoclássica de que a moeda é exógena, controlada apenas pela autoridade monetária. Nesse sentido, o Banco Central não controla os agregados monetários, mas a taxa real de juros, o que significa que a curva LM é horizontal em determinada taxa de juros. Logo, a política monetária pode ser expressa por uma função de reação do Banco Central por meio de uma regra de Taylor a fim de determinar uma taxa de juros real em função da inflação e do hiato do produto. Conforme Lopes *et al* (2012), a Regra de Taylor depende de duas variáveis exógenas ao modelo: a meta de inflação e o PIB potencial e pode ser escrita da seguinte forma:

$$i_t = \pi_t + r^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta \left(\frac{y_{efetivo} - y_{potencial}}{y_{potencial}} \right) \quad (13)$$

Onde: i_t é a taxa básica de juros nominais; $y_{potencial}$ é a capacidade produtiva da economia; $y_{efetivo}$ é o produto corrente; r^* é a taxa de juros real de equilíbrio; π_t é a taxa média da inflação dos últimos quatro trimestres (deflator do PIB); π^* é a meta da taxa de inflação e $\left(\frac{y_{efetivo} - y_{potencial}}{y_{potencial}} \right)$ é o hiato do produto em termos percentuais.

Percebe-se neste modelo que a inflação, através da Curva de Phillips, ajuda a determinar a taxa real de juros via regra de Taylor, a qual é determinada com base também no produto. Isto é, a taxa de juros é real e não monetária. O modelo é construído com base em equações reais de modo que o Banco Central escolha uma determinada taxa de juros e a quantidade de moeda irá se ajustar. Além disso, o modelo mostra que as flutuações não necessariamente são ruins, mas podem ser produtivas.

Segundo Lopes *et al* (2012), no caso da Regra de Taylor, o uso de expectativas racionais leva à conclusão de que os efeitos de variáveis monetárias sobre a economia real são apenas transitórios e a moeda é neutra a longo prazo. A política monetária, assim, não afeta o lado real da economia, mas controla e determina o nível de preços, o que leva ao uso de regras em detrimento da discricionariedade. Essa ideia de controle da moeda e da inflação pela autoridade monetária, bem como a ideia de que a moeda possui apenas efeitos transitórios sobre o produto e emprego, vieram da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), sob o argumento de, respectivamente, exogeneidade e neutralidade monetárias. Há o reconhecimento teórico, na Regra de Taylor, de que a velocidade de circulação da moeda não é estável ou previsível, como afirmavam os

economistas clássicos e monetaristas (como Friedman), mas é instável, dificultando o controle dos agregados monetários pela autoridade monetária devido, por exemplo, ao surgimento de inovações financeiras. Esta mudança vai em direção ao arcabouço teórico keynesiano. Entretanto, tal regime parte do pressuposto de que a moeda é neutra e não afeta a produção e o emprego, o que contraria a teoria keynesiana e permite o surgimento de uma crítica pós-keynesiana a esse tipo de política. Desta forma, tal regime de política monetária pressupõe a existência de uma curva de Phillips a ser explorada no curto prazo, uma vez que há rigidez de preços e salários. No longo prazo, em que haverá neutralidade da moeda, a curva de Phillips torna-se vertical, uma vez que os preços e salários tornam-se flexíveis e se ajustam de acordo com as expectativas racionais.

Como essa regra está conectada com a TQM, existe o argumento de neutralidade da moeda. Isso acarreta duas importantes consequências: o diagnóstico de inflação é sempre de demanda nominal e o produto potencial, que guarda relação com a capacidade produtiva da economia, é invariável a movimentos na taxa de juros. Nesse arcabouço, a taxa de juros será elevada no caso em que a inflação se encontra acima da meta, e também quando há uma diferença positiva entre o crescimento do produto efetivo e o potencial para inibir a demanda de forma que ela se ajuste ao nível de pleno emprego. Esta regra faz sentido na concepção ortodoxa, uma vez que, dado que a moeda é neutra, a inflação é um fenômeno monetário e é ocasionada por excesso de demanda, representado pelo hiato do produto, em relação ao produto potencial de pleno emprego. Esse resultado ocorre porque mudar a capacidade de oferta da economia implica em fazer alterações em variáveis reais, como tecnologia e preferências. Assim, se houver um hiato maior que zero, espera-se um excesso de demanda em relação à oferta, que produzirá inflação. Nesta situação, a taxa de juros se eleva, segundo a regra de Taylor, a fim de diminuir a demanda nominal e a inflação. Porém, quando o hiato do produto se reduz ou é eliminado, o produto efetivo se acomoda ao potencial e não há pressões de demanda, o que permite que a taxa de juros caia sem pressão inflacionária.

De acordo com Blanchard (2008), a política monetária que mantém a taxa de inflação constante vai automaticamente manter o produto no nível natural, independente de choques tecnológicos e de preços relativos. Isso leva ao resultado de que estabelecer metas de inflação é ótimo tanto para inflação como para o produto. Entretanto, na presença de imperfeições de mercado, esse resultado nem sempre é válido. Blanchard

(2008) cita como exemplo um choque do petróleo em um cenário de rigidez de preços, que leva a uma diminuição do salário real e do produto de segundo melhor e aumento do desemprego, que, por sua vez, deve ser necessário para que os trabalhadores aceitem o salário real mais baixo. O produto de primeiro melhor cai de modo que é melhor permitir alguma inflação para não piorar o cenário: a política monetária pode ser útil ao elevar a oferta monetária de forma que os salários nominais não sejam cortados, havendo um efeito temporário de curto prazo de ilusão monetária tal que se minimizem os efeitos negativos sobre o emprego e o produto. Portanto, diferentemente dos novos-clássicos, os novo-keynesianos aceitam a não-neutralidade da moeda e a presença de desequilíbrios de curto prazo.

2) A Heterodoxia Monetária

De acordo com Amado (1992), ao contrário da ortodoxia, a heterodoxia monetária considera as particularidades da economia monetária, que não é vista como uma economia de trocas diretas mais complexa, mas que possui características próprias vindas das especificidades do ativo monetário. Isso faz com que neguem a Teoria Quantitativa da Moeda e seus supostos de irracionalidade do entesouramento e de exogeneidade e neutralidade da moeda.

2.1) A concepção de moeda para Marx

A abordagem da moeda por Marx considera as características essenciais da economia mercantil, que possuem papel fundamental na gênese da moeda, a qual possui especificidades no mundo das mercadorias (AMADO, 1992). O ponto de partida de Marx é a mercadoria, que é vista por Marx como a forma elementar de riqueza e que possui valor de uso (ligado ao consumo) e valor de troca, o qual expressa uma relação quantitativa, uma proporção de troca por outra mercadoria. O denominador comum das mercadorias é o trabalho, o sentido de trabalho abstrato, isto é, trabalho humano: aquele que produz valor de troca. Um valor de uso só possui valor porque tem trabalho corporificado. Assim, o valor é medido pela quantidade de trabalho socialmente necessário, produzido em condições socialmente médias, de forma que quanto menos produtivo o trabalho, maior o desperdício de recursos (MARX, 1996).

Marx (1996), ao considerar uma economia produtora de mercadorias, define a divisão social do trabalho como sendo uma condição para que exista produção de

mercadorias, em que os produtos dos trabalhos autônomos, privados e independentes entre si, são colocados à venda. A forma mais simples (singular ou fortuita) de valor é a que se estabelece entre uma mercadoria e outra de espécie diferente. Essa forma simples ilustra uma economia de trocas ocasionais: x da mercadoria A = y da mercadoria B. Neste caso, a mercadoria A é a forma relativa, que possui um papel ativo e expressa o seu valor. A mercadoria B, por sua vez, é a forma equivalente, que possui um papel passivo cujo valor é expressado. Marx (1996) cita como exemplo: 20 metros de linho = 1 casaco ou 20 metros de linho valem um casaco. A fórmula evidencia o valor de uso do linho na forma relativa e o valor de troca do linho na forma equivalente, caracterizando a oposição entre valor de uso e valor de troca, ou seja, o trabalho concreto se transforma em abstrato e o trabalho privado se torna trabalho social por meio da troca.

O segundo passo para se chegar à concepção de moeda é a forma extensiva, quando o sistema de troca avança e a produção se intensifica. De acordo com Marx (1996), nesta forma, não há relação eventual como havia na forma simples, dos dois donos individuais de mercadorias. O problema neste caso é que a série de trocas nunca termina e se torna uma expressão incompleta, como um mosaico de expressões de valor díspares e desconexas. Assim, Marx (1996) dá mais um passo: a forma geral de valor, na qual se expressa o valor da forma relativa em um equivalente geral, diretamente permutável por todas as outras mercadorias, assume caráter de valor de troca e representa a dissociação entre valor de uso e valor de troca. Tal mercadoria, para servir de equivalente geral, deve ter aceitação social. É quando Marx (1996) chega à forma dinheiro: a mercadoria equivalente geral atinge um monopólio de troca de forma que adquire forma unitária do valor relativo do mundo das mercadorias, consistência objetiva e validade social universal de modo que a expressão do valor de uma mercadoria através da mercadoria-dinheiro é chamada de preço. A moeda passa a representar valor por excelência e o valor de troca de todas as mercadorias: ela representa riqueza abstrata (AMADO, 1992).

Assim, uma economia mercantil é caracterizada pela contradição privada-social, caracterizada pela divisão social do trabalho e pela presença de produtores independentes, cujas mercadorias não têm valor de uso para eles e, por isso, desejam aliená-las por meio da troca, que relaciona as mercadorias como valores, caracterizando-se como um processo social. Só se podem estabelecer valores comparando as mercadorias com o equivalente geral, o qual permite que as mercadorias

tenham validação social, por meio da venda (MARX, 1996). Desta maneira, a moeda exterioriza a contradição entre valor de uso e valor (AMADO, 1992). Marx não pensa a moeda depois de definir o mundo real, tal como os neoclássicos, mas a produção de mercadorias é necessariamente monetária: ele reconstrói a gênese da moeda a partir da mercadoria através do argumento de que o desenvolvimento da primeira evolui com o desenvolvimento da segunda (MOLLO, 2003), o que significa dizer que a moeda nasce e se desenvolve a partir das necessidades da produção de mercadorias (AMADO, 1992).

Portanto, a moeda valida trabalhos privados, o que significa que, dado que a mercadoria já foi vendida, o produtor não irá perder caso haja uma mudança no tempo médio necessário de produção, uma vez que a produção só se completa quando o trabalho é socialmente validado, ou seja, quando a troca ocorre (AMADO, 1992). De acordo com Brunhoff (1992):

“Tendo como suporte material o ouro ou o papel (notas), ou nascendo das transações de crédito, a forma moeda é, segundo Marx, a expressão de um equivalente geral intercambiável imediatamente por todas as mercadorias, e cujas formas (notas, peças, depósitos bancários) são imediatamente intercambiáveis entre si de acordo com a mesma unidade de cálculo”.

Marx (1996) discorre também sobre as funções da moeda. A moeda seria medida de valores por fornecer uma descrição de valores, por meio do equivalente geral. É também um padrão de preços. Além disso, ao resolver a contradição privado-social, é meio de circulação, que, de acordo com Amado (1992), permite a separação entre os atos de compra e venda. O processo de troca M-D-M significa que há uma mercadoria (M), cujo produtor quer trocar por moeda (D) em uma venda, a chamada primeira metamorfose. O dinheiro (ou moeda) resolve qualquer problema de não coincidência de interesses, servindo como intermediário para que o produtor possa trocá-lo por outra mercadoria, cujo valor de uso lhe interessa, por meio de uma compra (D-M), a segunda metamorfose.

A moeda também cumpre o papel de meio de entesouramento. O processo M-D-M pode começar e parar na venda sem que haja a realização da compra. Isso porque, conforme argumentado acima, a moeda representa o poder social de validar trabalhos privados, o que justifica o entesouramento, em claro contraste com a TQM. De acordo com Amado (1992), a separação dos atos de compra e venda gera a possibilidade de crise, uma vez que, quando o ato de venda ocorre, o indivíduo pode reter a moeda em

seu aspecto mais geral – riqueza abstrata- criando problemas para a realização das demais mercadorias para que sejam convertidas em valor e validadas no mercado por meio da conversão em moeda. Há outras duas funções da moeda que Marx (1996) considera: dinheiro universal – a moeda facilita as negociações entre países – e meio de pagamento, que diminui a necessidade de moeda para se realizar a produção por meio do crédito, isto é, no processo M-D-M, pode haver D-M antes de M-D, uma vez que não é necessário mais esperar a realização de lucros para financiar aumentos de capacidade (MOLLO, 2004). É uma forma de antecipação da produção, pré-validando a mercadoria, o que significa que a moeda não é neutra (AMADO, 1992).

Marx (1996) descreve como o dinheiro se transforma em capital. Ao se considerar uma economia capitalista, o circuito não é mais M-D-M, como na economia de trocas, mas vira D-M-D', onde $D' > D$ e $D' = D + \Delta D$. Esse circuito pode ser melhor entendido ao reescrevê-lo como: $D - M: MP + FT - \dots P \dots M' \dots D'$. A equação diz que existe uma compra (D-M), caracterizada pela compra de insumos para o processo produtivo (MP: meios de produção e FT: força de trabalho), que resulta em produção (P), a qual gera mercadorias (M'), que são vendidas (M'-D'), resultando em maior quantidade de dinheiro ($D' = D + \Delta D$), a mais-valia. Segundo Mollo (1998):

“O caráter de relação social ligado ao dinheiro é também encontrado quando Marx, ao fazer a gênese das formas do dinheiro, menciona a ação social que elege uma mercadoria para ser o equivalente geral, a circulação social das coisas realizada pelo processo de troca, a conexão social estabelecida pelo dinheiro. Mas é na definição do caráter propriamente capitalista da produção que, de novo, percebe-se o dinheiro como relação social. De fato, o que define o processo de produção como capitalista é o processo de exploração do trabalho assalariado extraíndo-lhe a mais-valia. E é esta mais-valia, gerada pelos trabalhadores e apropriada pelos capitalistas, que insere socialmente as duas classes na lógica do sistema. Para isso, entretanto, é fundamental, em primeiro lugar, que a força de trabalho humana transforme-se em mercadoria e em dinheiro, através dos contratos salariais, que são monetários”.

Portanto, a moeda, inserida nesse contexto de relação social, articula classes, processos de trabalho, etapas de produção, circulação e distribuição, o que significa que o lado real e o monetário da economia estão interligados (MOLLO, 1998). O processo de reprodução do capital, acima descrito, é iniciado e finalizado pela moeda, que compra elementos reais (força de trabalho e meios de produção) e cria a mais valia, ou seja, não existe dicotomia entre real e monetário (MOLLO, 2003).

Mollo (1998) apresenta os motivos pelos quais a moeda não é neutra para Marx. Primeiro, a moeda resolve a contradição privado-social, permitindo o funcionamento da economia mercantil. Além disso, a moeda pode, através do crédito, que potencializa o processo de acumulação de capital, ampliar a escala e reduzir o tempo de produção e circulação. Ao mesmo tempo, a moeda não é neutra por permitir a possibilidade de crise, decorrente da sua função de entesouramento, afetando, portanto, o produto da economia. Assim, a concepção de juros, para Marx, de acordo com Mollo (2003) é que o juro constitui um pedaço da mais-valia, uma vez que o crédito potencializa a produção, na qual o dinheiro se torna capital, produzindo mais-valia. Mollo (1998) também lista os motivos pelos quais a moeda é endógena. Primeiro, ela surge da própria lógica da produção, como explicado anteriormente. Em segundo lugar, há o entesouramento, que funciona como canal adutor na circulação, além da oferta de crédito, que responde ao ciclo de negócios. Portanto, a moeda não pode ser exógena devido ao entesouramento. E não pode ser neutra devido ao crédito, que amplia a capacidade produtiva.

Tendo em vista o arcabouço teórico marxista, a inflação é resultado de um conflito distributivo. Segundo Mollo (1993) existem dois conflitos básicos no capitalismo: o conflito fundamental e o conflito entre capitalistas. O primeiro consiste na origem do lucro, proveniente da parte do trabalho dos trabalhadores que não é paga. Como a inflação aumenta os preços sem aumentar necessariamente os salários, pode -se ampliar a parte não paga do trabalho. Um primeiro aumento de preços leva à reivindicação dos trabalhadores por salários maiores devido à redução do salário real, o que faz com que os preços subam novamente tendo em vista a elevação dos custos. Desta forma, a inflação, num primeiro momento, amplia a fatia dos lucros, tendo funcionalidade durante algum período. A inflação, portanto, reflete o conflito entre trabalhadores e capitalistas.

De acordo com Mollo (1993), o segundo conflito decorre do processo de concorrência entre os capitalistas, o que faz com que o capital fique concentrado em alguns setores capitalistas por meio da concorrência e do crédito, que se tornam oligopolistas com poder de fixação de preços, elevando os seus níveis de preços, o que acarreta em aumento de custos para os demais setores e, portanto, elevação do nível geral de preços. Portanto, a inflação é funcional ao capitalista porque amplia a participação dos lucros na renda nacional. Entretanto, tal funcionalidade tem um limite

porque inviabiliza o processo produtivo: a tentativa conjunta dos capitalistas de se ampliar a participação do lucro na renda reduz os salários, impossibilitando a realização dos lucros devido ao surgimento de superprodução decorrente da falta de demanda, o que aumenta o desemprego (o exército industrial de reserva) e diminui os salários dos setores em geral devido ao efeito dominó, provocado pela diminuição de demanda também por insumos. A crise é piorada com o aumento do entesouramento de moeda como refúgio à incerteza, o que dificulta ainda mais a realização das mercadorias. Nesse sentido, há uma semelhança com Keynes: existe a necessidade da interferência do Estado para gerar a demanda necessária por meio de investimentos que não concorram com a iniciativa privada de forma a evitar uma crise. Um exemplo de ação é a concessão de créditos para os bancos em condições favoráveis, que permite a venda das mercadorias apesar dos preços elevados e a antecipação da produção – tendo em vista que a moeda não é neutra, realizando um novo ciclo de produção e elevando o endividamento público e privado.

Além disso, de acordo com Mollo (2004), a inflação sob o ponto de vista marxista também pode ser causada por moeda, mas isso não significa que haja neutralidade. Embora a moeda potencialize a produção, não há garantia que sua criação irá ser compatível com as necessidades da demanda em um cenário de “anarquia da produção” em um cenário de divisão social do trabalho. Por exemplo, de acordo com De Vroey (1984) (em Mollo, 2004), a moeda pode fluir para setores onde não há capacidade ociosa ou onde os mercados estiverem saturados. Ou ainda pode não provocar aumento suficiente da produção. As decisões de emissão de dívidas que circulam permitindo a socialização de trabalhos privados são tanto privadas (dos bancos que concedem crédito) quanto públicas (das autoridades monetárias) e não há onisciência do que ocorre nas unidades e processos produtivos para avaliar os trabalhos que serão socializados e as dívidas vindas da criação monetária que serão compensadas. A inflação, nesta perspectiva, seria uma forma de socializar perdas.

2.2) Keynes, os pós-keynesianos e a importância da moeda

O arcabouço teórico de Keynes foi baseado na noção de incerteza, que difere de risco. Mollo (1998) destaca que para Keynes, a economia é banhada pela incerteza decorrente de dois processos: as decisões de produção são tomadas em um contexto de descentralização de decisões e o futuro não pode ser previsto. Segundo Keynes (1937),

a incerteza difere de risco na medida em que o risco é probabilizável, podendo incluir o risco na categoria de certeza, com fatos e expectativas considerados dados. Já a incerteza, não pode ser amenizada pelo cálculo de probabilidade. A incerteza se refere à negação da existência de distribuição de probabilidades definidoras do mundo real, tendo em vista que as decisões presentes dos agentes econômicos têm o poder de modificar o futuro (AMADO, 1992).

Ao trabalhar com incerteza, Keynes nega a base metodológica dos clássicos, para quem o objetivo final é o consumo num ambiente conhecido com perspectiva de estabilidade. Entretanto, se o objetivo das economias é a acumulação, então o foco deve ser mais amplo e deve incluir a noção de incerteza devido às expectativas de longo prazo. Em outras palavras, a acumulação de riqueza em um futuro distante é fonte de incerteza, tendo em vista que o objetivo da acumulação é produzir resultados ou resultados potenciais em uma data distante (KEYNES, 1937). Conforme Amado (1992), trabalha-se com a noção de tempo histórico: a produção exige algum tempo entre a tomada de decisão do investimento e o início da produção. Isso porque a decisão de investir pode responder à demanda no curto prazo, mas implica em aumento da capacidade produtiva no futuro e, portanto, amplia a oferta. Ou seja, o tempo é unidirecional e o empresário toma decisões com bases subjetivas, baseando-se nas expectativas próprias acerca do futuro.

Nesse sentido, a decisão de investir é uma decisão crucial porque afeta a renda futura de modo ampliado, por meio do multiplicador. Há, portanto, um caráter subjetivo ligado à decisão de investir (MOLLO, 1998). Para lidar com a incerteza, Keynes (1937) apresenta alguns instrumentos que os agentes costumam utilizar: ver o futuro como um reflexo do presente, utilizar o estado existente da opinião e realizar um julgamento convencional, ou seja, concordar com o “resto do mundo”, gerando um mimetismo nas decisões. Entretanto, esses instrumentos não garantem segurança porque podem acontecer súbitas mudanças em um contexto de tempo histórico. Esses instrumentos são falhos porque assumem uma realidade dada e não um contexto em aberto, não previsível.

É nesse contexto que a moeda possui fundamental importância no arcabouço teórico keynesiano, segundo a teoria da preferência pela liquidez. Segundo Carvalho (1992), os primeiros escritos de Keynes se caracterizavam pelo estrito respeito à

ortodoxia marshalliana, de forma que ele concordava com a Teoria Quantitativa da Moeda, mas com a versão de Cambridge, que possui um importante elemento comportamental, embora a moeda ainda seja considerada neutra no longo prazo. Foi no *Tratado sobre a Moeda*, de 1930, que Keynes apresenta uma mudança de visão: a moeda não é mais apenas um meio de circulação, mas principalmente uma representação de poder de compra de forma que ela é capaz de conservar a riqueza no tempo (reserva de valor). Como consequência, a moeda se torna um ativo, uma forma de se alocar riqueza. A TQM, que relaciona estoque de moeda à renda, é substituída por uma teoria de escolha de ativos, que relaciona o estoque de moeda a estoques de outras formas de riqueza. Segundo Carvalho *et al* (2007), a moeda não pode ser neutra à medida que os agentes podem entesourá-la frente à incerteza do futuro, constituindo uma forma de alocar riqueza alternativa a se alocar riqueza em bens de capital por meio de investimento.

Ao se mostrar uma alternativa para outros ativos, a moeda não pode ser neutra porque afeta a demanda dos outros ativos, bem como o próprio processo de acumulação de capital (CARVALHO, 1992). A moeda tem duas funções principais, de acordo com Keynes (1937): age como unidade de conta como uma conveniência, a qual permite que ela desempenhe outra função – como reserva de valor, o barômetro do grau de desconfiança nos cálculos e convenções quanto ao futuro. Nas palavras de Keynes (1937): “*A posse do dinheiro real acalma a nossa inquietação, e o prêmio que requeremos para nos separarmos do nosso dinheiro é a medida da nossa inquietação*”.

Desta forma, conforme analisam Carvalho *et al* (2007), a taxa de juros não pode ser o preço que equilibra a demanda por investimento (a produtividade marginal do capital) e a oferta de poupança (a propensão a abster-se do consumo imediato). No contexto de incerteza, não pode existir um comportamento intertemporal, como os clássicos descrevem, no sentido de que a poupança dependa da taxa de juros. Por isso, Keynes utiliza a poupança como função da renda. Além disso, o investimento, caracterizado por ser uma decisão crucial, baseada em expectativas subjetivas, não pode depender da produtividade marginal do capital, como fazem os clássicos, mas depende da eficiência marginal do capital, que consiste em uma comparação entre o fluxo de renda esperado do investimento e o seu custo de reposição, ou seja, há a incorporação da incerteza. Keynes (1937), portanto, define a taxa de juros em termos monetários e é o prêmio que tem que ser oferecido para que as pessoas aloquem as suas riquezas em

outra forma, que não a forma monetária. A necessidade de se reter moeda não afeta preços diretamente, mas a taxa de juros. Ou seja, a taxa de juro é o fator que ajusta na margem a demanda por liquidez e a oferta da mesma (KEYNES, 1937). Em outras palavras, a taxa de juros é a recompensa por não entesourar a moeda: é o que se ganha não por poupar, mas por aplicar essa poupança em outros ativos que não a moeda, sendo, portanto, um fenômeno monetário (CARVALHO *et al*, 2007).

A demanda por moeda para Keynes possui quatro componentes (CARVALHO *et al*, 2007); (HUNT, 1982) e (CARVALHO, 1992):

- a) *Motivo transação*: relacionado com saldos monetários ativos, ou seja, a moeda é retida em antecipação para a realização de uma transação futura já conhecida. É um motivo relacionado com transações pessoais correntes e comerciais, sendo dependente da renda. A moeda é meio de troca e, portanto, a TQM vale. Este motivo é pouco específico às economias monetárias de produção, pois não é afetado pelas especificidades da moeda.
- b) *Motivo precaução*: relacionado com saldos monetários inativos, ou seja, a moeda é retida em antecipação para a realização de compras futuras possíveis, mas ainda não decididas. É um motivo relacionado com a precaução para atender a contingências inesperadas e também para aproveitar oportunidades e barganhas futuras, dependendo, portanto, da renda. Essa necessidade de ativos líquidos para encarar o desconhecido possui um elemento de incerteza, não havendo confiança nas expectativas subjetivas.
- c) *Motivo especulação*: relacionado também com saldos inativos, mas sobretudo com a incerteza quanto ao comportamento futuro da taxa de juros. O que determina a demanda por moeda por este motivo é a incerteza quanto ao futuro e as expectativas dos agentes em relação à taxa de juros esperada futura, chamada de taxa normal de juros. Neste motivo, há incerteza sobre o comportamento da taxa de juros, que inclui formação de expectativas subjetivas definidas - mas que podem estar erradas. Os agentes decidem alocar a riqueza entre moeda (um ativo seguro) e títulos (um ativo não tão seguro quanto a moeda, mas que rende juro). Se a taxa de juros corrente estiver baixa (alta), as pessoas esperam que no futuro ela seja maior (menor)

de forma que a taxa normal de juros é maior (menor) que a corrente. Se a taxa de juros sobe (desce), os preços dos títulos caem (sobem), o que aumenta (diminui) a demanda por moeda. Assim, a demanda por moeda depende da taxa de juros: há uma relação negativa entre juros e quantidade demandada de moeda, representada pela curva de preferência pela liquidez (ou de demanda por moeda).

d) *Motivo finance*: em um debate com Ohlin, Keynes formulou este motivo, que consiste na demanda por moeda para a realização de alguma despesa discricionária planejada, por exemplo, um investimento em bens de capital, que envolve um gasto mais vultoso e menos rotineiro. Esse motivo tem um componente transacional, mas as despesas não são rotineiras. Assim, a demanda por moeda cresce quando os gastos discricionários aumentam, e não a renda corrente.

Carvalho *et al* (2007) resumem os motivos de demanda por moeda na seguinte equação:

$$M_d = L_1(Y) + L_2(r) + L_3(.) + L_4(I) \quad (14)$$

Onde: M_d é a demanda por moeda; $L_1(Y)$ é o componente transacional e depende da renda Y ; $L_2(r)$ é o componente especulativo e depende da taxa de juros r ; $L_3(.)$ é o componente precaucional e depende da incerteza, representada por $(.)$; $L_4(I)$ é o componente financeiro e depende do investimento I . Desta forma, diferente da teoria neoclássica ortodoxa, a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda por moeda, a qual é afetada pela incerteza e possui os componentes mencionados acima (HUNT, 1982).

O investimento, associado a uma taxa de retorno esperada (eficiência marginal do capital), depende fundamentalmente da preferência pela liquidez (demanda por moeda), a qual afeta a taxa de juros. Esta última está relacionada com o preço dos bens de capital e, portanto, com o investimento. Se as pessoas decidem demandar mais moeda devido à preferência pela liquidez, haverá aumento da taxa de juros, definida como o prêmio por se abrir mão da liquidez (uma vez que a curva de demanda foi deslocada para cima no mercado monetário), o que encarece o investimento, diminuindo a eficiência marginal do capital, que fica menor que a taxa de juros e, assim, o

investimento não ocorre. Isso diminui o produto e a necessidade de moeda em circulação, que deixará maior quantidade de moeda para o entesouramento, satisfazendo a preferência pela liquidez a um nível mais baixo da taxa de juros, elevando o investimento e restaurando o nível de produção (KEYNES, 1937). Portanto, a preferência pela liquidez pode ser suficiente para inibir o investimento, o qual é muito instável e volátil, por depender da eficiência marginal do capital e da taxa de juros, estando sujeito à incerteza (MOLLO, 1998).

É a preferência pela liquidez que, conforme Mollo (1998) argumenta, inibe o investimento e provoca crises, afetando negativamente a atividade produtiva e evidenciando a não neutralidade monetária. Esse resultado vem do fato de que a taxa de juros é monetária e afeta o investimento. Outra forma de verificar a não neutralidade da moeda é o motivo *finance*, uma vez que os bancos podem garantir a liquidez necessária provendo antecipação da produção (MOLLO, 1998). Esse resultado é consequência da concepção da moeda como ativo, sendo vista como uma forma de alocar riqueza em que a taxa de juros é o preço que guia a escolha entre as formas líquida e ilíquida de riqueza (CARVALHO *et al*, 2007). Pode-se ver isso por meio da teoria de precificação de ativos, que estende o uso da teoria da preferência pela liquidez. O retorno total esperado de um ativo é calculado com base em quatro atributos (CARVALHO *et al*, 2007):

$$r_a = a + q - c + l \quad (15)$$

Onde r_a : retorno do ativo; a : taxa de apreciação (ganhos de capital); q : rendimento do ativo; c : custo de carregamento incorrido na conservação do ativo; l : prêmio pela liquidez. Segundo a equação (15), há um *trade off* entre retornos esperados ($a + q - c$) e o prêmio pela liquidez (l). Se a incerteza é alta, o prêmio de liquidez da moeda, ativo mais líquido que existe e que não paga juros, será mais alto que os rendimentos esperados dos demais ativos, como bens de capital e títulos, o que significa que os indivíduos irão reter moeda em virtude da sua liquidez frente às incertezas em vez de realizar investimentos, comprando bens de capital, que são ilíquidos. A moeda, portanto, não é neutra porque a esfera monetária interfere no emprego e na produção (esfera real).

Neste arcabouço teórico, o investimento depende da taxa de juros e da eficiência marginal do capital, ambos afetados pela incerteza (KEYNES, 1937). Assim, a

endogeneidade pode ser vista pela preferência pela liquidez – que motiva o entesouramento e abre a possibilidade de os agentes afetarem a oferta monetária - não só das pessoas como também dos bancos, afetando ativamente a oferta de moeda (MOLLO, 1998). Esse ponto é defendido também pelo autor pós-keynesiano Minsky, que aponta a criação de inovações financeiras baseadas na subjetividade dos agentes, o que configura endogeneidade da moeda. Um aumento da oferta de moeda eleva as inovações financeiras e o grau de subjetividade do endividamento da economia. Os bancos, especulativos por natureza, obtêm lucro emprestando a longo prazo e incentivando o aumento da oferta monetária e das inovações financeiras, o que eleva o investimento, bem como o endividamento geral da economia. Essas expectativas favoráveis financiam projetos robustos e sólidos no início (unidades *hedge*) e, conforme, as expectativas elevam a subjetividade dos níveis aceitáveis de endividamento, os bancos passam a emprestar para projetos especulativos, de maior risco, até chegar às unidades *Ponzi*, as mais arriscadas (MOLLO, 1988).

A teoria da preferência pela liquidez decorre do fato de que a moeda possui dois atributos que explicam a sua liquidez, o que a faz ser demandada por si mesma: a elasticidade de produção nula e a elasticidade de substituição entre ativos líquidos (incluindo a moeda) e bens reproduzíveis nula. A disponibilidade de moeda é insensível à demanda e suas funções não podem ser desempenhadas por substitutos, o que significa que o entesouramento, motivado pela preferência pela liquidez, leva à deficiência de demanda efetiva e ao desemprego involuntário, uma vez que a retenção de moeda não desvia emprego de um setor para outro, mas, devido às duas especificidades acima mencionadas, o valor do ativo é descolado da quantidade de trabalho, diminuindo a demanda dos demais bens (CARVALHO, 1992).

Carvalho (1992) assinala que, para os keynesianos e pós-keynesianos, a principal função da moeda é a unidade de medida, uma vez que é um meio de liquidação para os contratos. A função reserva de valor, por sua vez, surge da função de unidade de conta: a moeda representa o poder de compra estável porque permite que o agente conheça preços futuros por meio de contratos, sobretudo da mão-de-obra, visto que os contratos de salários são monetários. Assim, o item de custos mais generalizado e a fonte do mais importante elemento de demanda agregada, o consumo, são estabilizados. É por causa da incerteza, da possibilidade de converter a moeda rapidamente e da ideia de que ela é um ativo é que a moeda é desejada por si mesma e

possui os dois atributos mencionados no parágrafo anterior, desempenhando a função de reserva de valor.

Como mencionado, a visão de moeda como ativo permite que ela seja uma alternativa ao investimento, o que significa que ela não é neutra. De acordo com Keynes (1937), a demanda agregada é composta por um elemento ancorado em hábitos, que possui relação com a renda -o consumo- e um elemento sujeito a incertezas: o investimento, que está ancorado a um componente monetário forte – a taxa de juros - atrelado às especificidades das economias monetárias de produção. De acordo com Mollo (2003), o entesouramento racional e a descentralização das decisões levam ao fato de que a poupança nem sempre financia o investimento. Isso é possível, por exemplo, a partir do crédito.

Desta forma, em virtude da preferência pela liquidez dos agentes, a economia pode estar em uma situação na qual a poupança e o investimento são diferentes *ex-ante*. A poupança planejada depende da renda, ao passo que o investimento planejado depende da taxa de juros e da eficiência marginal do capital. Dada a preferência pela liquidez dos agentes, pode haver deficiência de demanda agregada que deprima o investimento e a renda, da qual a poupança depende, o que significa que a poupança também diminui, igualando a poupança e o investimento *ex-post* (HUNT, 1982): a variável de ajuste é a renda, enquanto que nos neoclássicos, é a taxa real de juros no mercado de fundos de empréstimo, que regula a economia e as crises não acontecem ou são passageiras.

O investimento não se realiza não em função da moeda em si, mas da incerteza proveniente da descentralização das decisões e da percepção de um futuro desconhecido, que influi na decisão de investir ou de entesourar em um contexto de tempo histórico (MOLLO, 2003). O governo, para enfrentar a deficiência de demanda agregada, poderia implementar uma política monetária, diminuindo a taxa de juros de forma que o investimento pudesse crescer. Entretanto, a política monetária possui algumas inadequações: a armadilha da liquidez (quando a demanda por moeda é infinitamente elástica) e no caso de um produto de pleno emprego muito alto (HUNT, 1982). Por isso, as políticas fiscais são mais indicadas.

Uma importante decorrência deste raciocínio é que o crédito antecipa a produção pela via do financiamento do investimento, sem que este possa ser associado à

poupança, tendo em vista que, *ex-ante*, não há nenhuma variável que garanta que a poupança e o investimento planejados sejam iguais. Uma importante implicação teórica disso foi o debate entre Keynes e Ohlin, apresentado por Mollo (2003). Ohlin afirmava que a taxa de juros era o preço do crédito e que Keynes utilizou o mercado de fundos emprestáveis de forma que a oferta líquida de crédito é a mesma coisa que o volume de poupança e ambos dependem da taxa de juros. Keynes refutou o caráter real da taxa de juros, a recompensa pela espera do consumo futuro. Para ele, a taxa de juros é monetária no sentido de que é o prêmio por se abrir mão da liquidez. A demanda por moeda, por sua vez, é mais ampla que a por crédito de forma que a preferência pela liquidez envolve mais do que a simples demanda por crédito: envolve não apenas o motivo *finance*, mas o transacional, o precaucional e o especulativo.

A preferência pela liquidez, portanto, implica não apenas demanda por moeda, mas também o entesouramento de moeda e a recusa por liberá-la, sendo diferente da demanda por crédito. Do mesmo modo, dada a preferência pela liquidez também por parte dos bancos, a oferta de moeda é diferente da poupança *ex-ante* (oferta de crédito). Além disso, a poupança planejada e o investimento planejado são decisões subjetivas tomadas por agentes diferentes de forma que seja possível que o investimento seja financiado por crédito sem poupança, assim como é possível ter poupança sem que seja convertida em investimento, dado o entesouramento (MOLLO, 2003).

Chick (1994) apresenta essa ideia sob um ponto de vista institucional. A causalidade *poupança* → *investimento*, defendida pelos neoclássicos, está presente no primeiro estágio do desenvolvimento bancário, quando os depósitos se convertiam em reservas e em empréstimos para investimentos. Os depósitos não eram usados como meios de pagamento porque há perda de reserva do banco ao emprestar. O banco apenas tem o papel de intermediador. Em um segundo estágio, entretanto, que apresenta maior concentração bancária, bem como maior alcance e capilaridade, há maior nível de informação, facilitando o acesso aos bancos e diminuindo a perda de depósitos ao emprestar. Os depósitos não são mais apenas poupança, mas financiam o crédito de consumo e movem-se entre os bancos, gerando um fluxo de renda dentro do próprio sistema bancário. Os bancos passam a ofertar liquidez conforme o multiplicador monetário, sendo capazes de criar moeda de forma que o investimento dependa não da poupança, mas da preferência pela liquidez dos bancos e do público. Em um terceiro estágio, os bancos adquirem maior capacidade de criação de liquidez ao otimizarem o

uso das reservas por meio de empréstimos interbancários. No quarto estágio, há um limite imposto ao sistema de criação de moeda escritural por meio do Banco Central, o prestador de última instância. Em um quinto estágio, quando há ampliação da concorrência entre os bancos pela captação de depósitos, os bancos ficam mais agressivos no sentido de oferecer mais empréstimos. Assim, os bancos são capazes de criar liquidez, elevando a renda e a poupança, de forma que a causalidade se inverta: *investimento* → *poupança*. A moeda, portanto, é endógena e não neutra.

Essa causalidade *investimento* → *poupança* também é apresentada por Studart (1993), que argumenta que as firmas realizam o *finance*, tomando recursos emprestados a curto prazo a uma taxa de juros de forma a comparar essa taxa com a eficiência marginal do capital e realizar o investimento via criação de moeda pelos bancos, que eleva o emprego e a renda, elevando a poupança via efeito multiplicador, a qual precisa ser redirecionada para ativos de longo prazo para a consolidação financeira por meio do *funding*. Assim, este autor destaca a importância de um sistema bancário desenvolvido (como descrito no texto de Chick (1994)), para que o *finance* ocorra, bem como um mercado de ações organizado de forma que o *funding* aconteça, sugerindo a não neutralidade e endogeneidade monetárias.

A análise sob um enfoque pós-keynesiano explica a não neutralidade da moeda com base na junção das especificidades das economias monetárias e das especificidades da moeda (AMADO, 1992). Com o surgimento das escolas da síntese neoclássica e dos novos-keynesianos, os pós-keynesianos surgem para preservar as “ideias originais” do *Tratado da Moeda* de Keynes, em particular, há ruptura com a TQM e a ideia de que a moeda não é neutra e é endógena. Carvalho (1992) define cinco axiomas, que são os princípios definidores de uma economia monetária de produção, que regem as ideias pós-keynesianas:

- a) *Axioma da produção*: a produção é realizada por firmas objetivando não o valor de uso das mercadorias, mas a venda. Ou seja, o objetivo não é o consumo, mas a acumulação. Por isso, a firma deseja poder de compra genérico sob a forma de moeda. Produzir é um processo temporal que acontece antes da venda, ou seja, é baseado na expectativa de demanda em um cenário de incerteza. Desta forma, a firma não sofre de ilusão monetária,

mas busca o lucro em dinheiro porque a liquidez garante flexibilidade frente às incertezas da demanda.

- b) *Axioma das decisões*: a decisão está centralizada sob o capital, que é escasso em comparação com o trabalho. Tal escassez é criada pelo próprio sistema financeiro e as decisões de emprego e produto estão centralizadas no fator capital.
- c) *Axioma da não-pré-conciliação de planos*: tal axioma diz que não existem instituições coordenadoras que definam quanto e a que preço produzir. Assim, as decisões são descentralizadas e individuais.
- d) *Axioma da irreversibilidade do tempo*: para os neoclássicos, o tempo é lógico e possui bidirecionalidade, o que significa que é dado, já construído e equivale ao espaço. Os indivíduos podem se mover para qualquer direção, ou seja, os processos são reversíveis e repetitivos, baseados em distribuições de probabilidade. Os agentes podem corrigir erros por meio do aprendizado (como no caso das expectativas adaptativas dos monetaristas). Para pós-keynesianos, entretanto, o tempo não é lógico, mas histórico. Isso porque existem processos de decisão crucial, que são irreversíveis, diferente dos processos estáveis. O tempo é unidirecional e o próprio processo destrói as condições em que ele ocorreu, o que significa que não é probabilizável. Não existem trajetórias independentes das ações dos agentes e o futuro é resultado das ações e interações dos agentes no momento presente. Assim, o tempo histórico permite a associação direta entre a perspectiva de tempo e de incerteza, em que a moeda é um refúgio para garantir flexibilidade e liquidez, o que leva à deficiência de demanda efetiva por meio da retirada de poder de compra da economia, criando mais incertezas.
- e) *Axioma das propriedades da moeda*: a liquidez decorre de dois atributos da moeda, já explicados anteriormente: elasticidade de produção e de substituição nulas.

Em suma, as principais características de uma economia monetária são: tempo histórico, incerteza e moeda. Esse trio possibilita a caracterização de uma economia monetária de produção e a não-neutralidade da moeda no curto e no longo prazos. Cabe

lembrar que Marx apresenta argumentos parecidos. Por exemplo, no caso da incerteza do processo produtivo. Marx coloca em termos de problema de realização na contradição privado-social, que gera a “anarquia da produção”, enfatizando a incerteza na realização do valor das mercadorias, o que significa, para Keynes, deficiência de demanda efetiva (AMADO, 1992).

A tese da inflação sob o ponto de vista de Keynes está ligada à inflação de custos, e não de demanda. Dada a insuficiência de demanda agregada, a possibilidade de haver inflação proveniente de um excesso de demanda sobre a oferta é remota. Segue-se que a inflação, na visão de Keynes, geralmente é de custos. Em uma explicação neoclássica, se a economia cresce a taxas superiores à taxa potencial, a demanda por trabalhadores, por máquinas e por insumos cresce mais do que a oferta, o que eleva o preço dos fatores de produção. O aumento do custo de produção é repassado aos preços, traduzindo-se em inflação. Para os pós-keynesianos, no entanto, as causas da inflação de custos são, geralmente, outras.

Sicsú (2003) afirma que, no arcabouço teórico pós-keynesiano, deve-se buscar as causas da inflação para construir uma agenda-positiva de seu controle, tendo em visto que o sistema monetário não possui freios próprios. Para o combate à inflação, é necessário desenhar políticas específicas que possam sufocar a pressão inflacionária sem atingir outros setores. Desta forma, Sicsú (2003) identifica sete “tipos” de inflação, classificados de acordo com suas causas:

- i) *Inflação de salários* - Ocorre quando o hiato de emprego é reduzido (caso mais comum). Neste caso, os trabalhadores ganham maior poder de barganha e negociam salários mais altos. Além disso, é mais fácil também para os empresários repassarem esse aumento de custos em um cenário de uma economia aquecida.
- ii) *Inflação de grau de monopólio ou inflação de lucros* – Ocorre quando os empresários percebem que a demanda em seus mercados possui uma elasticidade favorável à elevação das suas margens de lucro.
- iii) *Inflação de retornos decrescentes* - uma redução do hiato de emprego, quando este já é baixo, faz com que a economia adentre a faixa de retornos decrescentes (acredita-se que o capital torna-se mais eficiente que o trabalho).

Sicsú destaca que Keynes dizia que esse tipo de inflação ocorre em maior parte quando a economia está em situação próxima ao pleno emprego.

- iv) *Inflação importada* - Pode ocorrer em dois casos: a) No caso de a taxa de câmbio permanecer constante, mas ocorre um aumento em dólares nos preços de produtos importados que compõem a cesta de compras doméstica; b) No caso em que os preços dos produtos importados não se alteram em dólares, mas há uma desvalorização cambial. Deve-se destacar ainda que uma elevação de preços de produtos importados, decorrente das letras a ou b do parágrafo anterior, representa um custo para as empresas que utilizam ou comercializam tais produtos, que são mais facilmente repassados quando o hiato de emprego é baixo ou quando há monopólio.
- v) *Choques de oferta inflacionários* – São choques domésticos de oferta que podem provocar um aumento de custos, que são repassados aos preços quando o hiato de emprego for menor e/ou quando há elevado grau de monopólio. Quando o hiato de emprego é elevado e o grau de monopólio é baixo, um choque negativo de oferta pode causar somente compressão de margens de lucro.
- vi) *Inflação de impostos* - O aumento de alíquotas de impostos tende a ter um impacto maior sobre os preços quando os empresários podem repassar o aumento de custos. Isso é mais fácil quanto menor é o hiato de emprego e maior é o grau de monopólio da economia, assim como qualquer outro aumento de custos.
- vii) *Inflação de demanda* - A inflação de demanda ocorre quando o hiato de emprego torna-se negativo (produto efetivo maior que o produto potencial). Uma vez alcançado o pleno emprego, novos trabalhadores somente aceitarão trabalhar por um salário real mais elevado, de modo que deverá ocorrer um aumento de salários nominais e um aumento de preços. Caso o primeiro tenha um aumento superior ao segundo, pode-se dizer que, pelo menos inicialmente, haverá uma compressão percentual das margens de lucro, embora o volume total de lucros seja maior.

Na teoria ortodoxa, lança-se mão da taxa de juros para combater essa inflação. Como argumenta Sicsú (2003), de fato, a inflação será reduzida e tal política será bem sucedida porque, com o aumento do hiato de emprego, dificulta-se a passagem de custos aos preços e quebra-se a tendência inflacionária. Nessa economia não haverá inflação de demanda porque a taxa corrente de desemprego jamais se aproxima da taxa de pleno emprego. No entanto, o autor pontua que: “*Mas o custo de se manter a estabilidade monetária é manter a economia em estado de permanente stop-and-go ou, na média, semi deprimida, com uma elevada taxa de desemprego média*”. Para combater a inflação, os pós-keynesianos assinalam para a importância de ataque ao foco da inflação, sem prejudicar a demanda agregada, ou seja, compatibilizar a inflação com a manutenção do pleno emprego por meio de políticas que ajam nas causas da inflação (aumento de custos) e sobre setores específicos (ARAUJO, 2013).

A visão heterodoxa de moeda abre a possibilidade para que a inflação tenha outras causas, como Mollo (2004) argumenta, que não seja o aumento de demanda, enfatizado pelos ortodoxos. A inflação poderia, por exemplo, ser provocada por aumento de custos e, portanto, precederia o aumento de moeda e não seria a causa deste aumento.

3) Observações conclusivas do capítulo

Segundo Amado e Mollo (2003), os economistas ortodoxos consideram uma economia de trocas diretas em que a moeda é apenas meio de troca e não há razão racional para entesourá-la. Assim, concebem a moeda como neutra e exógena (o multiplicador de moeda é estável e previsível), preservando a dicotomia entre o lado real e o monetário. Ao aceitarem a TQM, *a causa da inflação é o aumento da quantidade de moeda na economia*. O Estado tem um papel secundário, tendo em vista que o mercado regula a economia por meio do sistema de preços. Já os economistas heterodoxos consideram uma economia monetária, que possui uma lógica de funcionamento diferente da de trocas diretas. A moeda tem papel fundamental para estimular a produção e o emprego, não havendo dicotomia. A TQM não é válida porque a moeda afeta a produção e a velocidade de circulação não é estável. No caso dos marxistas, a moeda é entesourada porque representa poder social que pode ser apropriado de forma privada. Para os keynesianos, a moeda pode ser desejada por si mesma como garantia contra incertezas. A moeda, assim, não é neutra e é endógena, com a sua demanda sendo imprevisível tal que o multiplicador monetário seja instável e

o crédito pode potencializar a produção. *A inflação tem outras causas, que não a de demanda, como o aumento de custos no caso keynesiano e o conflito distributivo no caso marxista.*

A concepção de moeda dos economistas ortodoxos e dos heterodoxos tem um impacto muito expressivo na efetividade da política monetária, que será muito importante neste trabalho. Enquanto que para os neoclássicos, o aumento da taxa de juros significa elevar a poupança e diminuir o investimento no mercado de fundos emprestáveis, diminuindo o consumo e a demanda agregada de forma a evitar a elevação do nível de preços, para Keynes, por exemplo, elevar os juros não faz com que a poupança responda (porque depende da renda), tampouco que o investimento responda a essa aumento, porque depende da eficiência marginal do capital, sujeita à incerteza. Ou seja, a taxa de juros pode não ser eficaz no controle da inflação. Por outro lado, como a moeda não é neutra, controles monetários com o aumento da taxa de juros podem ter custo social elevado. A tabela abaixo resume as principais características da ortodoxia e da heterodoxia monetárias.

Quadro 1 - Controvérsias Monetárias

Característica	Ortodoxos: Neoclássicos	Heterodoxos: Keynes	Heterodoxos: Marx
Concepção da Economia	Economia de Trocas Diretas	Economia Monetária de Produção	Economia Produtora de Mercadorias
Concepção de Moeda	Meio de Troca	Preferência pela Liquidez	Relação Social
Entesouramento	Não ocorre	Ocorre	Ocorre
Neutralidade da moeda	Moeda neutra	Moeda não neutra	Moeda não neutra
Oferta de moeda	Exógena	Endógena	Endógena
Demanda por Moeda	Estável	Instável	Instável
Tempo	Lógico (otimização)	Histórico (decisão crucial)	Histórico (modo de produção capitalista)
Taxa de juros	Real (preferências e produtividade marginal do capital)	Monetária (prêmio pela liquidez)	Monetária (partição da mais-valia)

Fonte: Elaboração própria a partir de Mollo (2003).

Para concluir o capítulo, a seguir é apresentado um resumo dos “remédios” para a inflação, sob a ótica ortodoxa e heterodoxa.

Mollo (2004) assinala que, para os ortodoxos, a política monetária deve ser guiada por regras, uma vez que a moeda é neutra e os custos de estabilização não são altos, conseqüentemente. O Banco Central, portanto, deve ter como único objetivo a estabilidade de preços assumindo uma regra fixa de emissão que torne o controle monetário independente dos interesses do governo. Já os ortodoxos que admitem efeitos transitórios da moeda no produto admitem algum grau de discricionariedade a fim de reduzir os custos sociais da estabilização.

Em relação aos heterodoxos, de acordo com Mollo (2004), a dinâmica monetária é imprecisa e se altera sempre, não sendo passível de total controle das autoridades monetárias. No caso dos marxistas, o Banco Central “tateia socialmente” entre os objetivos de garantir moeda suficiente para a acumulação de capital e a necessidade de garantir o reconhecimento da moeda como equivalente geral em um contexto de anarquia da produção. Ao contrário dos ortodoxos, os heterodoxos não são a favor de um Banco Central independente, uma vez que canais de pressão são necessários para apresentar à autoridade monetária as necessidades de moeda a fim de fomentar o crescimento. Em relação aos pós-keynesianos, também não é possível um Banco Central independente uma vez que a economia é permeada por incertezas, o que torna a necessidade de liquidez mais evidente e assim, o Banco Central não pode simplesmente seguir uma regra, mas deve estar atento às necessidades monetárias da economia tendo em vista a não neutralidade da moeda.

Em relação à Regra de Taylor, na visão heterodoxa, segundo Lopes *et al* (2012), os juros serão resistentes à queda uma vez que a queda do produto potencial dificultará a queda do hiato do produto, o que não só não resolve o problema da inflação, como também implica em redução desnecessária do produto e do investimento, com elevação de desemprego. Isso porque a elevação da taxa de juros prejudica tanto o processo *finance*, que consiste na demanda por moeda para realização de investimentos, como o *funding*, uma vez que a taxa de juros mais alta estimulará a preferência pela liquidez dos poupadores. Desta forma, o investimento é prejudicado tanto pela ótica do *finance* como do *funding* e as taxas de juros não conseguem ser compensadas pelas eficiências marginais dos capitais, prejudicando o papel potencializador que o crédito tem na abordagem pós-keynesiana, como destacado neste capítulo. Nesta perspectiva, a inflação não depende exclusivamente de fatores de demanda, mas depende também de fatores ligados à oferta, ou seja, é, sobretudo, de custos. A taxa de juros mais alta,

portanto, não ataca a causa da inflação, mas apenas seus sintomas, o que faz com que essa visão seja semelhante à visão dos estruturalistas, como será discutido no próximo capítulo.

Capítulo 2

Teoria e Política da Inflação na América Latina: o debate entre Monetaristas e Estruturalistas

O capítulo está dividido nas seguintes seções: 1, que discorre sobre os principais questionamentos à teoria clássica no contexto da década de 1930; 2, que apresenta as principais ideias dos monetaristas e a seção 3 discute o modelo estruturalista de inflação. Finalmente, a seção 4 apresenta as últimas observações e a conclusão do capítulo.

1) As origens do debate no contexto histórico da década de 1930

Antes de entrar no contexto da América Latina, é interessante ver como a controvérsia ocorreu nos países desenvolvidos, que se desenvolveu com base no debate entre inflação de custos e inflação de demanda (BOIANOVSKY, 2012). De acordo com Haberler (1976), antes da “revolução keynesiana”, a opinião geral era que pouco se podia fazer em relação às depressões. Em toda fase do ciclo econômico, havia os chamados “desajustamentos reais”, que eram desproporcionalidades na estrutura de produção não contrabalançadas por mudanças semelhantes na demanda efetiva. A eliminação ou absorção gradativa desses desequilíbrios era a função das depressões por meio da realocação de recursos produtivos: qualquer tentativa de política monetária ou fiscal de modo a evitar isso causaria mais distorções e levaria, mais cedo ou mais tarde, a uma crise de maiores proporções do que antes. Entretanto, mesmo os teóricos que consideravam as depressões inevitáveis, reconheciam que as depressões são capazes de criar mais depressões em uma espiral deflacionária viciosa levando a contrações além do necessário para restabelecer a estrutura produtiva. Essa postura favoreceu o que depois da crise de 1929 ficou muito claro: a ênfase passou da prevenção de depressões para ações contra.

Apesar de haver esse “consenso” existem questões controvertidas. Os liberais preferem não utilizar essas políticas anticíclicas, mas confiar nos estabilizadores

automáticos³ e, se for preciso utilizar tais políticas, elas devem ser feitas com parcimônia e de caráter geral, em vez de seletivo (HABERLER, 1976). Isso pode ser visto no capítulo 1 deste trabalho, quando os monetaristas veem a política monetária com grande potencial desestabilizador, tendo em vista tanto a neutralidade de longo prazo da moeda.

Assim, após a revolução keynesiana e a descrença nas doutrinas liberais, as políticas fiscal e monetária ganharam destaque, entretanto, se levadas por um período longo, podem ser altamente inflacionárias. Assim contrapõe-se a questão que guiará todo esse trabalho: qual a relação entre inflação e crescimento econômico? A inflação pode ser, até certo limite, funcional ao crescimento? Em outras palavras: a moeda é neutra? Se for, até que ponto? Ou ainda: qual a causa da inflação? Ela é resultado do excesso de demanda por causa da neutralidade da moeda? Ou a moeda é passiva e não neutra e a inflação tem outros motivos, que não monetários? Essas questões foram muito discutidas no capítulo anterior e serão discutidas neste.

O debate nas economias desenvolvidas centrou-se na discussão entre inflação de demanda e de oferta. De acordo com Haberler (1976), a primeira – de inspiração ortodoxa – é decorrente de um aumento da demanda monetária e a segunda, de inspiração keynesiana, é decorrente de pressão de custos, como a presença de monopólios, oligopólios – poder de mercado- e sindicatos de classe, no caso em que o salário cresce mais rápido que a produtividade do trabalho. A inflação de custos pode ter origem também em uma inflação de demanda: quando o valor da demanda agregada excede o da oferta de pleno emprego, o que eleva a demanda por fatores de produção, há elevação de custos e de preços.

A principal implicação desse debate é que deter um processo inflacionário de demanda tem um efeito ligeiramente adverso e temporário sobre o produto, enquanto que para uma inflação de custos é mais custoso e duradouro o efeito negativo sobre o produto, tendo em vista o *trade off* da curva de Phillips. (HABERLER, 1976). Desta forma, enquanto que no mundo desenvolvido, em particular nos Estados Unidos, a discussão se concentrava no debate sobre a retração da procura versus a elevação dos custos, os estruturalistas dos países subdesenvolvidos, apesar de pouco ter em comum

³ O balanço orçamentário do governo se torna expansionista em uma recessão – por meio da contração das receitas devido à menor atividade econômica, que causa menor arrecadação e da expansão dos gastos como com seguro-desemprego – e contracionista em uma expansão por argumento simétrico.

com os teóricos da inflação de custos nos Estados Unidos, possuem um importante ponto em comum: o questionamento ao pensamento ortodoxo acerca do problema da inflação. A questão prática fundamental, presente nos dois debates é se existe compatibilidade entre as medidas de estabilidade monetária e o crescimento econômico (GRUNWALD, 1961).

As regras do padrão ouro em um cenário de redução drástica das exportações significavam, na prática, uma política de recessão de forma que o nível de preços ficasse estável e o balanço de pagamentos, equilibrado. A outra opção era, perante os problemas da dependência externa, desenvolver a indústria nacional. Entretanto, de acordo com Nunes (1988), existiam dois grupos de países:

a- Os países caracterizados por baixo grau de urbanização, de integração econômica, de nível de renda per capita e de industrialização e alto grau de subsistência, com a maioria da população rural, caracterizando-se como países de hábitos de consumo mais voltados a produtos de primeira necessidade, com menor grau de importações e grande dependência das exportações, o que permitiu um reajustamento deflacionário. Tais países suportaram a crise com medidas ortodoxas.

b- O caso do Brasil: os países caracterizados com mercados internos maiores e mais integrados, com algum grau de industrialização e urbanização e menor dependência do exterior, com maior renda per capita e menor índice de subsistência, bem como a existência de trabalhadores organizados em classe. As flutuações das exportações foram mais sentidas nesses países devido à redução acentuada e abrupta da capacidade de importar, elevação do desemprego urbano, redução das receitas públicas e elevação dos gastos governamentais. Os grupos sociais, melhores organizados, não aceitariam um reajustamento ortodoxo e viam a necessidade de manter o ritmo de desenvolvimento de forma que se pudesse romper com o modelo de crescimento orientado para o exterior. Para isso, foram adotadas medidas nacionalistas, protecionistas e de orientação para a indústria nacional no processo de substituição de importações de bens de consumo corrente. Isso significa que esse modelo não era compatível com a ortodoxia. Foram adotadas restrições às importações devido à falta de divisas, políticas creditícias e programas de desenvolvimento com o uso de gastos do governo. Esse estímulo à indústria exigia a importação de outros produtos, como bens de capital e insumos, pressionando a desvalorização da moeda e elevando a inflação: com a diminuição das

importações e o maior dinamismo da economia urbana, a agricultura começou a passar por um processo de inelasticidade da oferta de alimentos. A produção industrial, por sua vez, ainda se encontrava no início e com custos muito elevados e preços altos, além do poder de mercado que os monopolistas possuíam. Assim, a mudança da demanda agregada exigia também uma mudança na oferta agregada. Desta forma, surgiram dificuldades institucionais e estruturais, elevando as pressões inflacionárias reforçadas pela diminuição da capacidade de importar.

Nunes (1988) conclui, desta forma, que a inflação se verificou em tais países da letra (b), que apresentaram uma política deliberada de substituição de importações e de forma ainda mais aguda em países de maior concentração urbana e força sindical, não aceitando o reequilíbrio via políticas ortodoxas restritivas. Daí surge uma controvérsia: em que medida a inflação foi acompanhada de crescimento econômico e melhoria do padrão de vida, ou seja, em que medida a moeda não seria neutra? Em que medida a inflação trouxe estagnação? Esse é o epicentro do debate entre Monetaristas e Estruturalistas, que será analisado a seguir. De acordo com Haberler (1976), o debate da relação da inflação com o crescimento econômico foi muito ativo após a Segunda Guerra.

Conforme Boianovsky (2012) destaca, o debate na América Latina, e no Brasil em particular, difere do debate inglês e americano, centrados na questão de inflação de custos e de demanda. Desta forma, a experiência inflacionária brasileira no pós-guerra sustentou um grande debate quanto às origens da inflação. Enquanto os monetaristas atribuem a causa da inflação ao crescimento exagerado da oferta de moeda, os estruturalistas dizem que ela é gerada dentro do próprio sistema econômico através de mudanças de preços relativos resultantes do crescimento econômico. Sua origem não é na política monetária, mas é passiva e acomoda as variações de renda nominal (BARBOSA, 1983). Assim, um dos principais pontos de divergência entre monetaristas e estruturalistas estaria na forma de se combater a inflação. Os estruturalistas afirmavam que a inflação seria causada por fatores estruturais (não necessariamente monetários) e não poderia ser combatida via programas de estabilização recessivos prescritos pelos monetaristas, que não só não combateriam a inflação como causariam uma interrupção no crescimento econômico que causaria e retardaria o processo de desenvolvimento (PATRÍCIO e ARAUJO, 2015).

Segundo Pinto (1963), tal divisão pode ter mais uma significação metodológica que correspondência com posições efetivas, pois é possível que difiram mais nos acentos do que nos argumentos propriamente ditos. Entretanto, Baer (1967) ressalta que a divergência entre as duas vertentes não é apenas do ponto de vista técnico, mas representa duas maneiras diferentes de se pensar o desenvolvimento econômico e a natureza das mudanças sociais, com diferentes conjuntos de valores sobre os propósitos da política econômica. Seers (1964) tem uma visão parecida com a de Baer (1967) e argumenta que tal debate representa duas visões incompatíveis do que é politicamente possível.

Uma observação importante a ser feita é que todos os processos inflacionários conhecidos até hoje foram acompanhados pelo crescimento da oferta monetária. A divergência é em relação à causalidade: os monetaristas afirmam que a direção da causalidade é da moeda para os preços – como na Teoria Quantitativa da Moeda, conforme explicação do capítulo 1. Já os estruturalistas acreditam que são os preços que determinam a quantidade de moeda (BARBOSA, 1983). Para os estruturalistas, assim, a causalidade da TQM não é válida.

2) Os Monetaristas: moeda e inflação

De acordo com Campos (1961), em vários países latino-americanos que enfrentaram problemas de inflação aguda houve um grave conflito teórico e prático, entre dois grupos – monetaristas e estruturalistas. Os primeiros tinham opiniões próximas as do Fundo Monetário Internacional (FMI), embora haja discordâncias.

Embora já nos anos 1940 alguns economistas latino-americanos já discordavam da política monetária ortodoxa, apenas nos anos 1950 surgiram os primeiros trabalhos. As críticas de tais economistas se baseavam no fato de que eles dariam prioridade à aceleração do desenvolvimento em um contexto de deficiências estruturais, próprias da América Latina, que eram a causa das pressões inflacionárias e dos processos de inflação crônica presentes na maioria dos países da região, obstruindo o caminho do crescimento econômico, de acordo com os estruturalistas (NUNES, 1988). O debate ganhou importância a partir de 1957 devido à influência do FMI nas condições postas aos empréstimos do governo norte-americano e dos organismos internacionais (GRUNWALD, 1961).

Os estruturalistas apoiavam suas opiniões nos estudos da Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL), que apresentavam ceticismo quanto às medidas monetárias e fiscais. As divergências são mais de método e ênfase do que de substância, mas o núcleo principal de disputas reside no papel da política econômica em relação à inflação (CAMPOS, 1961). Campos (1961)⁴ resume as posições monetaristas e estruturalistas da seguinte forma:

Quadro 2 – A Clássica Dicotomia do Pensamento Econômico Brasileiro

Monetaristas	Estruturalistas
Inflação e desenvolvimento tornaram-se incompatíveis.	A inflação é o acompanhamento natural do crescimento econômico.
A inflação deve ser detida rapidamente via controle da procura excessiva com combinação prudente de políticas monetária e fiscal complementadas por assistência financeira internacional.	A inflação não pode ser controlada via medidas monetárias e fiscais sem provocar desemprego ou estagnação do crescimento devido à rigidez de oferta.
A maior parte das inelasticidades da oferta e estrangulamentos não é autônoma ou estrutural, mas são provocados pelas distorções de preços e de taxas de câmbio vindos do próprio processo inflacionário.	A instabilidade dos lucros da exportação gera estrangulamento na capacidade de exportar, bem como inelasticidades da oferta inerentes ao processo de crescimento tornam impossíveis de se controlar a inflação em curto prazo, o que torna o ataque gradual a melhor opção.

Fonte: elaboração a partir de Campos (1961).

Segundo Felix (1961), a controvérsia entre estruturalistas e monetaristas pode ser conduzida em três níveis, os quais serão enfatizados ao decorrer deste trabalho: 1) desacordo em relação às causas da inflação e à eficiência das limitações ao crédito, restrição fiscal e eliminação dos controles diretos para contê-la; 2) desacordo em relação à orientação do desenvolvimento econômico; 3) controvérsias em relação aos programas de estabilização.

Boianovsky (2012) define os economistas como monetaristas como aqueles que não consideram a estrutura e as características do processo produtivo importantes para o comportamento da inflação e acreditam que não há necessariamente ligação entre desenvolvimento econômico e inflação. Os efeitos de uma estabilização econômica

⁴ Este autor, ao discutir as ideias estruturalistas acerca da inflação, enfatiza a divergência quanto ao combate à inflação entre estruturalistas e monetaristas. Porém, fará mais sentido tratar disso após apresentar as ideias estruturalistas, mais adiante neste trabalho. Por enquanto, o quadro acima sintetiza o essencial.

seriam apenas temporários. Já os estruturalistas acreditam que necessariamente há ligação entre inflação e desenvolvimento. Eles acreditavam que a inflação era resultado de um crescimento “desbalanceado”, com funções de oferta inelásticas e com composições de demanda que não condiziam com a oferta. Porém, admitiam mecanismos propagadores, associados ao déficit público ou ao conflito distributivo, por exemplo.

De acordo com Haberler (1976), os estruturalistas tratam os fatores monetários e fiscais como superficiais. Eles rejeitam a explicação que enfatiza a quantidade de moeda e do papel dos déficits governamentais e da política monetária no processo inflacionário. As políticas anti-inflacionárias são ineficazes e retardam o crescimento porque a inflação só pode ser controlada via reformas estruturais, como a reforma agrária, na infraestrutura e na educação.

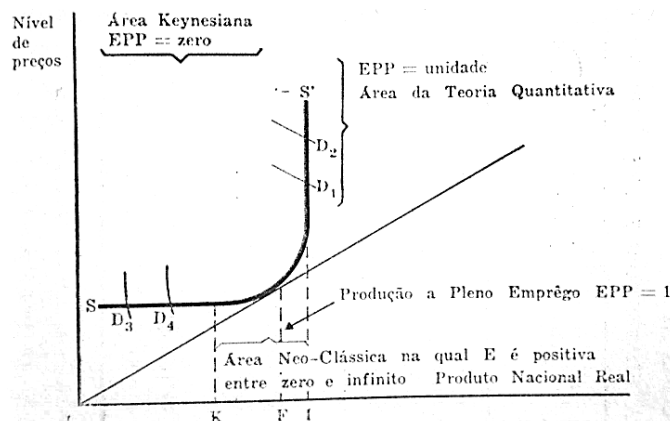
Thweatt e Kanitz (1967) colocam a questão sob uma perspectiva diferente. A controvérsia monetarista-estruturalista gira fundamentalmente em torno da existência ou não da inflação benéfica. Os autores estudam a relação entre o crescimento econômico e o nível de preços utilizando o conceito de elasticidade preço-produção, que é a relação entre a variação percentual dos preços dividida pela variação percentual do produto nacional num dado período:

$$EPP = \frac{(\%dP)}{(\%dPN)} = V_P/V_{PN} \quad (16)$$

Onde: P é o nível de preços, PN é o produto nacional e V_P e V_{PN} são as taxas de aumento dos preços e da renda, respectivamente. Os autores em epígrafe argumentam que todos os economistas, em países desenvolvidos, concordam que aumentos excessivos de preços são maléficos e precisam de correção. Nos países subdesenvolvidos, entretanto, existe falta de poupança real e a emissão monetária pode ser capaz de aumentar a taxa de investimento e, portanto, a taxa de crescimento da renda. Por isso, os países subdesenvolvidos tomam uma atitude mais liberal em relação aos preços e a inflação, até certo grau, pode ser benéfica. A divergência entre os economistas surge no estabelecimento de qual grau é aceitável. Os autores se propõem a criar uma definição de inflação aceitável por ambos os lados. A inflação ocorre quando a taxa de crescimento dos preços é maior que a taxa de crescimento da renda. Isso significa que a EPP, na equação 16, é elástica. Portanto, se haverá ou não aumento de

preços inflacionário, depende de tais taxas. O gráfico abaixo representa três pontos de vista:

Gráfico 3: Três áreas de política monetária em função da EPP



Fonte: THWEATT e KANITZ (1967).

Em primeiro lugar, o modelo baseado na TQM assume uma EPP infinita: qualquer aumento no nível de preços é inflacionário, tendo em vista o postulado da proporcionalidade – ou seja, a moeda é totalmente neutra e, no gráfico 3 acima, a curva de oferta é vertical no produto de pleno emprego, bem como a curva de Phillips. Neste caso, uma política contracionista é a adequada porque o aumento da demanda acarreta somente aumento de preços, permanecendo a renda real constante, a qual é determinada por fatores reais. No caso keynesiano, a EPP é zero, porque déficits podem levar ao crescimento da produção – o que leva a uma curva de oferta horizontal no gráfico 3 e à não neutralidade monetária. Neste caso, um aumento de demanda leva a somente aumentos na renda e os preços permanecem constantes. Não existe problema de inflação devido à existência de desemprego e as políticas recomendadas seriam as de expansão. Há também o caso dos “mercantilistas do papel-moeda” ou “neoclássicos”, que afirmam que a EPP é inelástica porque tanto os preços quanto a renda variam, mas a variação em V_{PN} excede a variação de V_P , o que assume certa não neutralidade da moeda. Neste caso, um aumento da demanda aumenta os preços e a produção e a curva de oferta é inclinada (o gráfico 3 mostra a região) e a EPP é positiva e varia entre zero e infinito, exclusive. Neste intervalo, a política monetária é importante para promover o pleno emprego. O estudo empírico de Thweatt e Kanitz (1967) chega à conclusão de que, no

caso de um país desenvolvido, a inflação não possui utilidade e o papel da política monetária e fiscal é conseguir o pleno emprego no ponto em que EPP tiver elasticidade unitária. Por outro lado, em economias subdesenvolvidas, os autores argumentam que a EPP poderia ser de 2,3 ou até 8 de forma a permitir o crescimento (os autores estimam o que seria o limite máximo para o caso do Brasil e chegam à conclusão de que seria 3 ou 4). Existe, portanto, uma inflação benéfica, ou seja, que pode auxiliar o desenvolvimento econômico. Entretanto, ela possui um limite máximo – além do qual ela se torna deturpada e insalubre à economia. Thweatt e Kanitz (1967) ressaltam que, para os programas do FMI, a taxa ótima seria próxima de zero. Já para os estruturalistas, existe maior flexibilidade (os autores assumem um limite de 20%).

Pode-se dizer que os monetaristas estariam enquadrados na parte “neoclássica” no curto prazo e na parte da TQM no que se refere ao longo prazo. Isso porque, conforme visto no capítulo 1, a moeda, na visão monetarista, é neutra no longo prazo. Assim, o produto é determinado pelo produto de pleno emprego e não há *trade off* na Curva de Phillips de modo que tanto a curva de oferta como a Curva de Phillips sejam verticais no longo prazo. No curto prazo, porém, a moeda não é neutra e existe uma Curva de Phillips negativamente inclinada (e uma curva de oferta positivamente inclinada), assumindo que a moeda influencia na esfera real (produto e emprego). Já os estruturalistas, estariam mais próximos da parte keynesiana. Neste caso, a curva de oferta é horizontal, sugerindo que a moeda pode interferir no produto e no emprego, não havendo neutralidade monetária. Como ficará mais claro adiante, os estruturalistas argumentam que políticas contracionistas acarretam a obstrução do crescimento econômico, sugerindo a não neutralidade monetária.

Para Barbosa (1983), a visão monetarista tem como base três proposições empíricas. Em primeiro lugar, a demanda por moeda é uma função estável e a velocidade renda da moeda é também estável, negando-se a instabilidade keynesiana do investimento. Em segundo lugar, o estoque monetário é passível de ser controlado pelo governo, o qual detém os meios e instrumentos necessários para tal. A terceira proposição é que as economias de mercado são estáveis no sentido de que os desvios em relação à posição de pleno emprego são sempre eliminados pelo sistema de preços. Ou seja, a curva de Phillips é vertical no longo prazo. Em outras palavras, os monetaristas seguem a Teoria Quantitativa da Moeda.

Para os monetaristas, a inflação se originaria da irresponsabilidade do governo devido aos desacertos da política monetária, fiscal, cambial e salarial – déficits orçamentários, desequilíbrios no balanço de pagamentos, expansão dos meios de pagamento e reajustes salariais. É uma visão imediatista no sentido de que considera apenas os fatores mais diretamente relacionados com a inflação. Enquanto que os estruturalistas se perguntam o porquê das desordens monetárias, fiscais e cambiais (PINTO, 1963). Para haver um firme e continuado aumento de preços deve haver, de forma continuada, uma expansão dos meios de pagamento além do crescimento do produto real do país. Desta forma, o crescimento do estoque de moeda por unidade de produto é condição necessária e suficiente para gerar e manter um processo inflacionário (PERINGER, 1985). Assim, o excesso inicial de saldos líquidos nominais será eliminado mediante dois processos: redução dos ativos líquidos reais (via elevação do nível de preços) e aumento da quantidade real de moeda que as pessoas desejam reter (via aumento da produção) (NUNES, 1988).

Devido ao segundo motivo, os preços demoram um pouco a sentir os efeitos das variações na oferta de moeda – em média, de 12 a 18 meses – e o impacto pode não ser completo, com efeitos transitórios sobre o produto real capazes de provocar ganhos de alguns setores devido à maior sensibilidade preço da demanda de certos produtos em relação a outros. Entretanto, a continuidade da inflação faz com que surjam resistências às perdas, o que leva o nível de preços a absorver todo o impacto das variações monetárias. Quando ocorrem variações da taxa de crescimento monetário em proporções superiores à taxa de expansão do produto, seu excesso será gasto pela comunidade em bens e serviços, o que estimula as atividades produtivas, reduzindo os estoques, e eleva a demanda por fatores de produção, o que, por sua vez, aumentará custos e preços. Isto provocará persistência da inflação, porque as pessoas procuram mecanismo de proteção e aumentam, antecipadamente, preços e salários na proporção da taxa de inflação esperada (PERINGER, 1985).

O fator relevante da causa da inflação não é apenas a taxa de crescimento da moeda. Entretanto, em qualquer país e em qualquer período, não é provável que a taxa de crescimento do produto aumente de modo significativo. Isso porque o aumento da quantidade de moeda é muito mais comum de ocorrer visto que, a longo prazo, a taxa de crescimento do produto é determinada por fatores reais e a taxa de crescimento monetária determina primordialmente a taxa de inflação. Uma taxa de crescimento da

moeda superior à taxa de crescimento do produto acarreta inflação, a qual é um fenômeno essencialmente monetário. Por isso, uma inflação continuada é determinada muito mais por alterações na quantidade de moeda do que por alterações no produto: a inflação é, portanto, resultado do excesso de procura global (NUNES, 1988). A inflação é causada por contínua expansão da demanda em relação à restrição de oferta, sendo gerada pela expansão não justificada pelo governo dos déficits orçamentários e dos empréstimos do Banco Central aos bancos comerciais e ao público (WACHTER, 1979).

Lopes (1979) apresenta um modelo baseado na teoria monetarista, com uma TQM de Friedman e uma Curva de Phillips com expectativas adaptativas e conclui que um programa de estabilização, ou seja, uma política monetária que combata a inflação, possui uma recessão temporária, o que traz o resultado de que uma política gradualista é preferível a uma de choque. Isso porque a Curva de Phillips é vertical no longo prazo e a moeda é neutra no longo prazo, como foi explicado no capítulo 1.

Se a demanda por moeda é estável e sua oferta controlável pelo governo e os preços relativos são determinados pelo sistema walrasiano definido pelo equilíbrio em todos os mercados, então existe dicotomia entre os lados real e monetário e os preços absolutos são determinados via oferta e demanda de moeda, como visto no capítulo 1. Portanto, a causa da inflação crônica é a expansão indevida da quantidade de moeda e o controle de tal expansão poderia evitar inflação, apesar de ocorrer recessão no curto prazo ao se realizar uma política de estabilização com quedas transitórias no produto. Assim, as causas mais próximas da inflação atual são a própria inflação passada, vinda das expectativas adaptativas, a expansão monetária do último período, além da contribuição do crescimento do produto para o declínio da inflação. Em última instância, a taxa de inflação atual depende da evolução da política monetária do passado até o presente (BARBOSA, 1983). Essa análise é bastante parecida com a dos monetaristas do capítulo 1, como Friedman. De acordo com Peringer (1985), a moeda é, para os monetaristas, relevante para determinar as magnitudes nominais – os preços dos bens e serviços – e não importa para a determinação, no longo prazo, das magnitudes reais, como a infraestrutura institucional.

Assim, os monetaristas estabelecem automaticamente que o governo, ao emitir moeda, é o responsável pela inflação ao criar excesso de oferta de moeda, que se converte em excesso de demanda por bens e serviços, a qual não é satisfeita dada a

rigidez de oferta dos produtos, elevando os preços e restabelecendo o equilíbrio na equação de trocas da TQM em outro nível de preços (FURSTENAU, 1982). No longo prazo, portanto, as variações dos preços são quase que invariavelmente o resultado das variações na oferta de moeda (PERINGER, 1985). Os monetaristas negam a existência de várias causas autônomas da inflação. Para eles, os fatores não monetários apenas causam a inflação se eles estiverem relacionados como a causa de uma expansão monetária, a qual é tida como a causa direta da inflação. Esta expansão tem suas origens em causas variadas, como a atração dos governos pelo recurso à inflação (NUNES, 1988).

O monetarismo é mais do que uma ênfase nos fatores monetários das causas da inflação, mas constitui um argumento de que um ambiente de preços e taxa de câmbio estáveis é condição necessária e pré-requisito para que o crescimento econômico ocorra. Assim, as poupanças devem ser incentivadas, o que incentiva as exportações, a atração do capital estrangeiro e o investimento de longo prazo. Em outras palavras, com a estabilização, é criada uma atmosfera que faz com que o crescimento ocorra espontaneamente. Para isso, o governo deve manter um orçamento equilibrado, evitar uma expansão de crédito, além de manter uma taxa de câmbio realista e unificada (SEERS, 1964).

Por isso, os monetaristas são a favor de políticas ligadas a regras para a política monetária, em detrimento das de discricionariedade. Disso decorre que o remédio para a inflação é simples: é a contração de meio circulante em todos os níveis por meio de contração monetária e supressão dos focos de aumento autônomo de custos. A contração monetária é necessária para resolver a inflação de demanda. Já a supressão de aumento de custos é necessária para garantir maior flexibilidade das variações do nível de preços de forma a suavizar os impactos no produto (FURSTENAU, 1982).

Os mecanismos anti-inflacionários devem adequar o crescimento da oferta de moeda ao crescimento do produto real e funcionam do seguinte modo: o decréscimo da oferta de moeda leva à diminuição da demanda por bens e serviços, bem como aumento de estoques e desestímulo à atividade produtiva, reduzindo a demanda por fatores de produção, bem como dos preços de tais fatores, que leva à diminuição dos custos de produção e dos preços dos bens finais, eliminando as expectativas inflacionárias e revertendo o processo inflacionário. A eficiência da política anti-inflacionária dependerá

da confiança depositada no governo. Essa política contracionista deve ser gradual, na visão dos monetaristas, para possibilitar a absorção do impacto monetário na economia em vários anos, diminuindo os custos sociais (PERINGER, 1985). Cabe assinalar que existem divergências quanto à adoção de políticas anti-inflacionárias graduais ou de choque. Hayek, por exemplo, prefere a política de choque argumentando que seu custo social é menor, uma vez que existe alta possibilidade de fracasso no caso do gradualismo devido às resistências sociais às medidas, comprometendo sua eficácia (PERINGER, 1985), visto que não dissipam de uma vez por todas, as expectativas inflacionárias dos agentes, as quais auto alimentam a inflação (NUNES, 1988).

Haberler (1976), partindo de uma visão monetarista, critica a visão estruturalista, e analisa duas situações tipicamente monetaristas. A primeira situação é quando a inflação é causada por excessivo dispêndio, com maiores empréstimos por parte do governo, sendo intensificada pelo crédito em excesso ao setor privado. O resultado da política anti-inflacionária neste caso é o sacrifício do setor privado de menor eficiência, diminuindo o crescimento de tal parcela do setor, mas sem introduzir novas distorções. A segunda situação é quando a inflação é de custos, provocada por pressões salariais dos sindicatos. Neste caso, novas distorções são introduzidas, pois se forem aplicadas políticas restritivas, o remédio poderá ser pior que a doença, resultando em estagnação e desemprego - a curto prazo.

Em resumo: a moeda é neutra no longo prazo, quando a curva de Phillips é totalmente vertical e a recessão é superada, não havendo trade off entre inflação e desemprego. Em outras palavras, no longo prazo, não existe relação positiva entre inflação e crescimento do produto.

De acordo com Nunes (1988), a visão monetarista não considera a inflação uma consequência inevitável do desenvolvimento econômico, não sendo um fator estimulante, embora não impeça necessariamente que o desenvolvimento ocorra. Um argumento comum é que os países subdesenvolvidos teriam a inflação como consequência natural do processo de crescimento, em função do aumento de demanda agregada em relação aos recursos disponíveis. Entretanto, os monetaristas argumentam que os preços relativos dos bens mais procurados aumentariam, mas não os preços absolutos. Depende da forma como esse desenvolvimento será financiado. Se for mediante transferências de recursos, como no caso em que o governo faz uso de

impostos e empréstimos para investir ou no caso em que a iniciativa privada investe com base em poupança, então não será inflacionário. Entretanto, se o desenvolvimento for financiado via emissões, então a taxa de crescimento monetário será maior que a taxa de crescimento do produto e os preços absolutos se elevarão.

No caso de países em desenvolvimento, segundo Dorrance (1964), a renda não cresce tão rápido quanto o que a comunidade deseja. Nesses países as poupanças privadas são baixas e o sistema tributário não arrecada o suficiente para enfrentar as demandas das necessidades de serviços providos pelo governo. A inflação, neste ambiente, parece atrativa por ser um método fácil de obter capital para um crescimento mais rápido do produto. Assim, a inflação passa a ser vista como um instrumento de política de desenvolvimento e deixa de ser objeto de controle da política econômica. Uma expansão monetária maior que a expansão do produto real introduz um elemento de flexibilidade da economia, levando ao aparecimento da chamada “poupança forçada” para financiar o desenvolvimento. Entretanto, existem limites estritos para esse processo.

Quanto ao segundo aspecto, de que a inflação não é um fator estimulante do crescimento econômico, Nunes (1988) argumenta que os monetaristas entendem que a emissão de moeda pode ser considerada “transferência” ou empréstimo se ela não for acompanhada por elevação de preços, pois as pessoas detêm a moeda sem elevação de preços, ou seja, é como se elas estivessem emprestando para o governo a uma taxa de juros zero. Entretanto, quando há elevação do nível de preços, a emissão será equivalente a um imposto sobre saldos líquidos, que faz aumentar o fluxo de despesas, diminuindo o saldo real líquido. Ou seja, ao final do processo, os titulares das reservas em dinheiro têm que pagar um imposto equivalente ao montante de moeda que têm que acrescentar àquelas reservas para que elas mantenham o seu valor real. No caso de países subdesenvolvidos, o governo não pode obter uma receita muito alta por meio do imposto inflacionário porque em tais países a taxa de poupança é baixa. Um problema adicional é o da ilusão monetária, explicada no capítulo 1, que permite que a moeda seja não neutra no curto prazo e neutra no longo prazo e que origina sucessivos deslocamentos na Curva de Phillips, caso o governo quera manter a ilusão monetária por muito tempo, o que significa uma inflação esperada – e efetiva - cada vez maior, podendo levar a situações de hiperinflação. Isso acontece porque os governos ficam apreensivos quando a ilusão monetária é desfeita, resultando em inflação e em

desemprego. Assim, os governos desejam continuar em uma taxa de desemprego menor que a taxa natural, sustentando a ilusão monetária nas pessoas, com taxas de inflação cada vez maiores.

Isso fará com que o governo, em algum momento, recue (por medo da inflação), o que faz com que as pessoas tenham dificuldade em se conseguir antecipar a inflação, o que, conforme o argumento de Nunes (1988), inibe o desenvolvimento econômico porque os preços (relativos), que são sinalizadores em uma economia capitalista, transmitem aos agentes econômicos informações a respeito de quanto produzir e o que se deve produzir. Entretanto, tais informações são colhidas, na prática, por meio dos preços absolutos, os quais, em uma situação distorcida pela inflação, não refletem corretamente os preços relativos, inibindo a ocorrência de investimentos ou canalizando os recursos para aqueles setores em que os preços são mais variáveis (que não necessariamente são os mais importantes para o desenvolvimento), porque a subida dos preços absolutos engana os agentes, que acreditam que os preços dos seus produtos é que subiram. Assim, a inflação não necessariamente será acompanhada por investimentos produtivos e necessários ao desenvolvimento do país.

Dorrance (1964) destaca que o problema é que uma expansão monetária que possa financiar o desenvolvimento possui uma expansão de ativos no sistema monetário, mas esse ativo tem uma contrapartida no lado do passivo. A menos que a comunidade esteja disposta a aumentar o valor real da sua moeda retida em um montante igual ao aumento de crédito, provendo indiretamente poupança para os novos investimentos a serem realizados com o novo crédito, ou os preços irão subir, ou as importações serão estimuladas (e as exportações desestimuladas) de forma que deva existir uma queda no capital da sociedade, como um desinvestimento em reservas. Com o aumento de preços, o valor real da moeda retida pelos agentes diminuirá e seu poder de compra cairá, o que pode ser interpretado como a existência de um imposto inflacionário. Como qualquer imposto, sua eficiência deve ser medida pelo grau de quanto tal imposto não pode ser evadido, que é função do grau que não há incentivos para a evasão. Uma inflação forte leva a reações da comunidade que tem efeitos similares àqueles de um imposto com uma evasão muito difundida. No caso da inflação forte, portanto, existem muitas distorções na economia de forma que tal imposto inflacionário possa ser comparado a qualquer outro imposto com alto grau de evasão.

Segundo Baer (1967), a posição monetarista assume que a inflação é prejudicial para o crescimento econômico de longo prazo porque leva a distorções na alocação de recursos. Dorrance (1964) chama a atenção para o fato de que deve ser reconhecido que um rápido desenvolvimento econômico frequentemente leva a aumento de nível de preços por exercer pressão sob os fatores de produção e limitações de oferta. Assim, sob certas circunstâncias, o crescimento e progresso econômico será naturalmente acompanhado por certo aumento do nível de preços. Mas não se pode interpretar que a inflação auxilia o crescimento ou que o controle da inflação não deve ter alta prioridade na política econômica justamente devido às distorções produzidas por ela.

Quando há um aumento do nível de preços esperado, os agentes não irão mais manter seus saldos monetários e não utilizarão mais a função de reserva de valor da moeda. Assim, a inflação tem dois efeitos sob o desejo por liquidez. Primeiro, a inflação aumenta o valor da efetiva liquidez, aumentando o desejo da comunidade por moeda e ativos denominados em moeda sem recorrer a recursos de proteção. Isso porque os agentes não conseguem prever qual será a inflação no futuro e, para lidar com tal incerteza, demandam liquidez (pelos motivos especulação e precaução, discutidos no capítulo anterior), dificultando o investimento devido às condições de incerteza. Em segundo lugar, entretanto, quando um processo inflacionário é tal que a moeda não é mais usada como reserva de valor, haverá declínio nos preços reais. Nessas condições, as pessoas querem direcionar seus recursos para ativos cujo valor esperado aumente no intervalo antes da oportunidade de investimento, procurando por ativos não monetários como recursos de proteção das muitas distorções que acompanham a inflação, sendo causa parcial da diminuição no fluxo de recursos de investimento (DORRANCE, 1964).

Dorrance (1964) assinala que, para que ocorra o desenvolvimento econômico, é necessário que o investimento ocorra. E para que este último aconteça, são necessárias a poupança doméstica e a poupança externa. Essa visão é marcada pela lógica clássica, pelo fato de que a poupança deve anteceder o investimento (causalidade que é invertida na ótica keynesiana), como explicado no capítulo 1. Portanto, o nível futuro de produto será, em grande parte, determinado pelas poupanças interna e externa correntes e pela produtividade dos investimentos financiados por tais recursos. Percebe-se novamente a lógica clássica implícita na produtividade marginal do capital, remetendo ao mercado de fundos emprestáveis.

Dorrance (1964) utiliza dados empíricos para apoiar seu argumento: a inflação promove forças que diminuem os recursos disponíveis para o desenvolvimento e reduzem a efetividade dos fundos que continuam a fluir para os investimentos porque a poupança total é diminuída em relação à condição de estabilidade. Além disso, a inflação desvia os recursos dos investimentos produtivos da poupança doméstica para uma excessiva acumulação em inventários e imóveis para serem ocupados. Já os investimentos produtivos geralmente são canalizados para os de curto prazo, menos sujeitos a incertezas, e para a produção de bens de consumo que não são de primeira necessidade, cujos preços são controlados pelo governo tendo em vista a alta do custo de vida. Segundo Dorrance (1964), Baer (1967), Baer (1963) e Nunes (1988), as principais consequências dessa incorreta utilização dos recursos disponíveis para o investimento são:

- a) A disposição dos indivíduos de manter seus saldos em moeda é influenciada por suas expectativas em relação aos níveis de preços futuros, que, se forem elevadas, os detentores dos ativos monetários irão limitar seus estoques em moeda, diminuindo a poupança interna pessoal, que é, em boa parte, no caso de países subdesenvolvidos, canalizada para consumo;
- b) A inflação desestimula os investimentos, inclusive afugentando o capital externo, devido à expectativa de desvalorização cambial e de aumento de preços (o que, inclusive, causa restrição no balanço de pagamentos, diminuindo a poupança externa).
- c) A poupança interna do governo também irá diminuir, com o surgimento de déficits devido ao controle de preços imposto em tarifas públicas e gêneros alimentícios. O custo de tal subsídio deve ser absorvido por gastos governamentais;
- d) Favorece também a especulação, com investimentos em *stocks*, que nada contribuem para a produção. Com relação aos investimentos produtivos, há a canalização da poupança para investimentos “físicos” de curto prazo. Os agentes assim se comportam de forma que consigam proteger suas poupanças da corrosão do poder de compra, desviando tal poupança dos investimentos de longo prazo que poderiam elevar a capacidade produtiva que favoreceriam o crescimento de longo prazo;

- e) Mesmo que o investimento produtivo ocorra, os agentes, inseridos em um contexto de alta incerteza com relação a custos de tal investimento e preços, que são indeterminados no momento da decisão de investir, preferem investimentos em projetos de curto prazo, resultando em uma estrutura industrial deformada, que impede o desenvolvimento balanceado da estrutura industrial do país;
- f) Esses déficits no balanço de pagamentos ocorrem porque a indústria de exportações é prejudicada devido ao aumento de custos e preços em moeda nacional, tornando os produtos exportados pouco competitivos. Além disso, as importações sofrem um aumento porque a oferta estrangeira se torna relativamente mais barata;
- g) O governo, que está sob pressão política para não deixar que ocorra uma desvalorização cambial que possa elevar a inflação, adia tal desvalorização e mantém a taxa de câmbio fixa, acarretando déficits externos;
- h) Os déficits externos prejudicam a posição internacional do país, que recorre a trocas diretas e controles de importações, desencorajando o ingresso de investimentos estrangeiros.
- i) Em decorrência dessas distorções de preços relativos, e devido à ocorrência de taxas de juros negativas, projetos de investimento não viáveis e ineficientes são estimulados. Como tais projetos são inviáveis, não poderão se sustentar por muito tempo, levando ao declínio do investimento.

No caso de inflação moderada e sustentada, a inflação pode até ser compatível com o desenvolvimento econômico, desde que a inflação seja aberta, que, embora possa acarretar distorções, pode ser antecipada no sentido de que o setor privado pode continuar eficiente devido ao mecanismo natural de preços. Entretanto, quando os governos usam controle de preços – seja de preços de bens e serviços, salários ou a taxa de câmbio - surge a inflação reprimida, que não se vale do mecanismo de preços para manter a eficiência do mercado, ou seja, não se vale mais do mecanismo sinalizador – o que, para os monetaristas, é a mais perniciosa inflação, que, além de acarretar inúmeras distorções, sequer é capaz de manter o emprego. A situação é ainda pior no caso de inflação não moderada e não sustentada combinada com a reprimida porque, além das distorções citadas no parágrafo anterior, ainda provoca estrangulamentos em diversos

setores devido ao desestímulo ao investimento privado e à impossibilidade de investimento por parte do Estado, o que estimula a criação de moeda (NUNES, 1988).

Tendo em vista todos os malefícios causados pela inflação sobre o desenvolvimento econômico e o resultado de que a moeda é neutra no longo prazo, os monetaristas ressaltam que a política monetária deve ser conduzida pelo governo com a consciência de que elas não podem controlar as variáveis reais – como o emprego e o produto – no longo prazo. Se o fizer, estarão abrindo caminho para um processo de hiperinflação. De acordo com Nunes (1988), o governo deve, portanto, fugir à tentação de se controlar o emprego por meio de injeções monetárias, dando prioridade a uma visão de longo prazo, cujo objetivo deve ser a estabilidade de preços. Essa contraindicação do uso da política monetária para fins de crescimento econômico no curto prazo é ainda mais reforçada nos países subdesenvolvidos devido ao incipiente mercado financeiro de tais países e também porque o problema a ser resolvido nesses países não é simplesmente aplanar flutuações de curto prazo, mas de reunir condições estruturais para se conseguir um crescimento sustentado – o que não é conseguido só com a política monetária, a qual, se for usada de maneira não adequada, poderá acarretar em desestímulo ao desenvolvimento.

Assim, os programas do FMI de estabilização sempre eram dirigidos ao estrito controle da oferta de moeda para eliminar as causas da expansão monetária e melhorar a alocação de recursos via política de choque. Baer (1967) e Nunes (1988) resumizam os principais remédios tipicamente adotados nos programas monetaristas em países subdesenvolvidos com dificuldades no balanço de pagamentos. São eles:

- a) limitação da oferta de moeda por meio do aumento da taxa de juros e diminuição do crédito;
- b) redução do gasto público e/ou aumento de impostos e de tarifas públicas para se alcançar um orçamento equilibrado;
- c) eliminação de preços subsidiados e do controle de preços;
- d) desvalorização do câmbio e eliminação das taxas múltiplas cambiais e do câmbio subsidiado, bem como adoção de taxas de câmbio flexíveis;

- e) congelamento de salários ou fixação de critérios de atualização que resultem em diminuição dos salários reais. Essa medida tem dois lados. Do lado da oferta, o objetivo é o aumento da taxa de lucro do capitalista, de forma a substituir os ganhos com a captação de crédito e estimular a expansão de longo prazo. Do lado da demanda, haverá a diminuição do excesso de demanda, que é a raiz da inflação, o que, por outro lado, desencoraja os investimentos.

Portanto, essas medidas podem resultar em recessão mas, de acordo com os monetaristas, isso é apenas temporário, conforme explicado anteriormente. Uma vez eliminadas as distorções, com a retomada da estabilidade, tanto a poupança doméstica quanto a privada irão retomar seus investimentos. A recessão é apenas um período de sacrifício para “limpar” a economia (BAER, 1967).

Tais medidas acabariam por estimular a concorrência e a eficiência, com o aumento da poupança voluntária e dos investimentos privados e de capitais externos e o restabelecimento da economia de mercado o que, por si só, é capaz de estimular o desenvolvimento econômico (NUNES, 1988). Com a implementação de tais políticas, os monetaristas acreditam que a eliminação dos controles diretos e a contenção da inflação são capazes de eliminar grande parte dos desequilíbrios e da rigidez da oferta – tão enfatizada pelos estruturalistas – de forma que a economia fique livre de distorções e obstáculos ao crescimento. Cabe assinalar o reduzido papel relativo dos investimentos públicos, ressaltando a importância da iniciativa privada, seja por meio de capital nacional ou estrangeiro (FELIX, 1961). Portanto, conforme Dorrance (1964) destaca, as políticas de controle de inflação devem ser um dos principais objetivos da política econômica de um país em desenvolvimento, sendo um pré-requisito para o crescimento econômico. O resultado do modelo monetarista é que *“A menos que o programa de despesas do governo se oriente no sentido do aumento da capacidade, suas políticas de emprego poderão, na realidade, operar no sentido contrário e retardar, em vez de acelerar, o crescimento da capacidade produtiva”* (SMITHIES, 1963).

3) O modelo Estruturalista⁵ de inflação

Um dos subprodutos da teoria cepalina é a concepção estruturalista de inflação, tendo em vista que a industrialização em economias duais, heterogêneas e especializadas cria uma série de desequilíbrios estruturais. De acordo com tal teoria, a expansão da moeda é passiva como resposta das autoridades monetárias às elevações de preços, que teriam origem estrutural, ou seja, a moeda é vista como endógena. Para combater a inflação, seria necessária a promoção do crescimento econômico contínuo e planejado, capaz de modificar a estrutura produtiva e eliminar os estrangulamentos de oferta. As políticas contracionistas e recessivas não só não resolveriam o problema da inflação, como o agravariam porque iriam acentuar os problemas de oferta a custo de desemprego porque a moeda é vista como não neutra e seu efeito não é apenas no nível de preços, mas no produto e na esfera real, como visto no capítulo 1 (BIELSCHOWSKY, 1988). A essência da teoria estruturalista de inflação é que a estabilidade de preços só pode ser obtida através do crescimento econômico. Ou seja, não se trata de escolher estabilidade ou desenvolvimento, mas de tornar as duas coisas compatíveis (GRUNWALD, 1961). Essa visão surge da necessidade de uma análise própria para a América Latina, que levasse em conta as especificidades dessa região. A inflação não é um fenômeno monetário. Ela é resultado dos desajustes e tensões na estrutura econômica e social porque o desenvolvimento econômico demanda transformações no método de produzir, na distribuição de renda e na estrutura econômica e social (FURSTENAU, 1982). Essa estrutura abrange: a estrutura produtiva de bens e serviços; a infraestrutura (ou capital social básico), que são estruturas coletivas que são a base para a atividade de produção; a estrutura financeira, que cuida das transações financeiras do sistema produtivo; e o setor externo (PINTO, 1968).

A teoria estruturalista da inflação, que se desenvolveu sobretudo nas décadas de 1950 e 1960, pode ser considerada uma reação à teoria monetarista da inflação de demanda nos países da América Latina, que possuíam especificidades, responsáveis pelos altos níveis de inflação. Tais especificidades estavam relacionadas ao desenvolvimento desigual dos setores, o que causava desequilíbrios estruturais, escassez de oferta e conseqüente elevação do nível de preços. Os pontos de estrangulamento

⁵ Cabe ressaltar que, de acordo com Boianovsky (2012), o pensamento estruturalista é heterogêneo. Existia, por exemplo, discordâncias entre Prebisch e Furtado, Sunkel e Noyola. Neste trabalho, a visão estruturalista analisada é a da escola cepalina.

teriam como origem: a deterioração dos termos de intercâmbio, que causava desequilíbrios externos e desvalorizações, com a crescente dificuldade de importação; as tentativas de reequilibrar o Balanço de Pagamentos por meio de restrições às importações, tarifárias ou quantitativas, as quais davam prioridade ao consumo de similares nacionais, que eram em geral mais caros, elevando os preços internos; a inflexibilidade da oferta interna de alimentos em razão da estrutura fundiária; a crescente urbanização decorrente da industrialização, que aumentava a demanda por alimentos e gerava pressões nos salários; os desequilíbrios gerados na estrutura produtiva, que eram resultados da industrialização – por exemplo, os setores que dependiam menos da importação de insumos ou bens de capital do exterior conseguiam se desenvolver melhor (MOLLO e AMADO, 2003). O diagnóstico monetarista repousa na irresponsabilidade ou desacerto das medidas monetárias, cambiais, fiscais e sobre salários. É uma visão imediatista porque só considera os fatores mais próximos, diretamente causais. No caso dos estruturalistas, há o questionamento do porquê das medidas mencionadas pelos monetaristas, como o porquê dos déficits fiscais, das emissões monetárias, das desordens cambiais e dos reajustes salariais. Tudo isso tem raízes estruturais (PINTO, 1963). Tem-se uma comunicação essencial entre os lados monetário e real, o que sugere que a moeda não é neutra.

Vásquez ([1957] 2000 e 1954) afirma que a inflação não é um fenômeno monetário, mas é resultado de desequilíbrios reais, que são muito perceptíveis em países subdesenvolvidos, o que faz com que a inflação nos países latino-americanos seja um problema de caráter específico e distinto. De acordo com o capítulo 1, o lado monetário da economia é o responsável pela determinação do nível de preços e o lado real, pelos preços relativos. Esses preços relativos, como afirma Olivera (1960), dependem das proporções entre os recursos disponíveis, as suas formas de combinação para a produção e as escalas de preferências dos agentes. Já o nível de preços absoluto é função do nível global de recursos, da quantidade de dinheiro e da sua taxa de utilização. A dicotomia clássica separa esses dois lados, como explicado no capítulo 1, resultando na neutralidade da moeda. Mas a dissociação entre os dois lados é apenas metodológica e isso se perde em situações que não são normais. Assim, como no mundo econômico muitas vezes as anomalias fazem parte do percurso natural das coisas, como afirmado por Olivera (1960), os preços relativos dependem das condições monetárias, o que inclui os fatores monetários no processo de equilíbrio real. Da mesma forma, o

valor do dinheiro depende das circunstâncias reais que determinam os preços relativos. Em outras palavras, não há a dicotomia clássica.

Desta forma, de acordo com Olivera (1960) quanto menor a elasticidade de oferta de bens (e maior a imperfeição dos mercados e do sistema de preços, característica da economia subdesenvolvida), maior o efeito primário da mudança na estrutura de demanda de modo que haja modificação nos preços relativos. Mas, como em toda economia monetária, a variação dos preços relativos acarreta variação monetária (variação do nível de preços). Os preços em dinheiro são relativamente inflexíveis para cima ou para baixo porque os preços dos bens que possuem maior demanda tendem a subir e os de menor, tendem a descer, havendo simetria. Então, as variações nos preços relativos só podem acontecer mediante um movimento do nível geral dos preços em sentido oposto ao de menor flexibilidade. Se os preços em dinheiro são inflexíveis no sentido ascendente, então haverá deflação. Se forem inflexíveis no sentido descendente, haverá inflação. O aumento do nível de preços, portanto, é uma forma de efetivar o ajuste dos preços relativos e, para que isso ocorra, é necessário que os preços em dinheiro sejam absolutamente inflexíveis no sentido descendente. Como afirma Peringer (1985) essa inflexibilidade para baixo dos preços do setor urbano tem papel essencial na teoria estruturalista porque se assim não fosse a queda nos preços industriais (ou de serviços) poderia compensar o aumento de preços de bens agrícolas e de bens importados, alterando os preços relativos, mas não o nível de preços. Essa inflexibilidade para baixo tem origem no alto número de oligopólios nas economias latino-americanas, havendo também tendências altistas em função do aumento de preço dos insumos (bens agrícolas e matéria prima importada) e da pressão dos sindicatos por reajustes salariais.

A moeda é passiva e endógena nesta visão. Como afirma Olivera (1960):

“Debe observarse que, si los precios en dinero son inflexibles en sentido descendente, el del bien cuyo precio relativo tiende a bajar en términos de las otras mercancías se convierte en un dato del equilibrio. De tal manera, dada la relación de cambio entre esa mercancía y el dinero, y las relaciones de cambio de equilibrio entre las mercancías, el nivel general de los precios queda determinado. Esto implica que la oferta monetaria o la velocidad de circulación se convierte en una variable endógena. En el primer caso la autoridad monetaria actúa pasivamente, pues se limita a proveer al sistema de la cantidad de dinero fijada por la estructura del sistema mismo. En el segundo caso la política monetaria es activa ya que la cantidad de dinero representa entonces un dato y no una incógnita del equilibrio monetario; pero la velocidad de circulación se adapta pasivamente a los cambios del nivel de precio”.

Neste modelo, a moeda é passiva porque: a quantidade de moeda é endógena, determinada pelo comportamento da renda nominal e da velocidade de circulação da moeda ou a velocidade de circulação da moeda se ajusta às variações da renda nominal e da quantidade de moeda (BARBOSA, 1983). Caso a pressão não monetária exceda a capacidade de adaptação passiva da velocidade e se a quantidade de dinheiro não se expande então o sistema não convergirá para o equilíbrio e os preços subirão, a menos que haja desemprego (OLIVERA, 1960). Conforme afirma Peringer (1985), utilizando a equação de Fisher, pode-se dizer que P_a e Q_a são os preços e as quantidades no setor agrícola e P_u e Q_u são os preços e as quantidades no setor urbano. Mantendo a quantidade de meios de pagamento (M) e a velocidade de circulação (V) constante, se um aumento nos preços agrícolas P_a ocorrer e se não for compensada por queda nos preços urbanos P_u , o impacto recairá no produto (Q_a e Q_u) de forma a manter a equação $MV = P_aQ_a + P_uQ_u$.

Como observado no quadro 2.1 apresentado neste capítulo, Campos (1961) sintetiza o debate entre monetaristas e estruturalistas em torno da questão do uso das políticas econômicas para o combate à inflação. Com relação aos estruturalistas, o autor em epígrafe afirma que existe uma diferença importante entre o comportamento e as medidas inflacionárias nos países subdesenvolvidos e nos desenvolvidos e, por isso, é necessária uma teoria especial para o caso dos primeiros, pois a teoria tradicional, ligada à Teoria Quantitativa da Moeda, não seria capaz de atender às especificidades do subdesenvolvimento latino-americano, uma vez que não considera as inelasticidades da oferta e os pontos de estrangulamento no processo inflacionário, o qual é visto pela teoria tradicional apenas pela ótica da demanda ou dos custos. Assim, a causalidade do modelo monetarista (Moeda \rightarrow Inflação) é invertida e a oferta monetária passa a ser vista como uma variável passiva (Inflação \rightarrow Moeda), que acompanha as pressões autônomas geradas pelos estrangulamentos na capacidade de importar – decorrente da deterioração dos termos de troca e da instabilidade da demanda externa pelos produtos exportados – e na oferta inelástica de alimentos – causada pela estrutura fundiária dos países latino-americanos, bem como pela orientação da agricultura para o setor exportador – além dos ajustes institucionais – como a estrutura tributária precária. Tais inelasticidades são particularidades do processo de crescimento latino-americano e são vistos como fatores autônomos e causais da inflação (CAMPOS, 1961).

A característica básica do modelo Estruturalista de inflação é a pressão crônica e autônoma para elevação de preços dos alimentos e das importações, que aumentam os

custos e o nível geral de preços uma vez que desencadeiam pressões para ajustes nos salários. Isso é piorado pelos oligopólios, presentes na indústria e no comércio. Seria necessário, para conter o aumento de preços cuja origem é autônoma, estabelecer uma queda no produto e emprego de forma a fazer com que o salário baixasse. Além disso, dada a rigidez do orçamento público, inclusive porque o governo depende muito dos impostos indiretos, ocorrem déficits públicos e diminuição também do investimento público. Desta forma, os estruturalistas criticam a visão monetarista porque a política receitada pelos ortodoxos agrava as tensões sociais, uma vez que tal política só funcionaria caso o país passasse por um período de bonança internacional em suas exportações (FELIX, 1961).

Antes de aprofundar discussão, é interessante apresentar o cerne da questão, explicado por Felix (1961). Segundo este autor, quando os países latino-americanos iniciaram o seu processo de industrialização (a partir da Primeira Guerra e, sobretudo, na crise de 1929) houve melhoria de renda, com menor taxa de mortalidade e necessidade de novos investimentos, bem como de melhorias técnicas em vista do menor acesso às terras, que antes tinham oferta bastante elástica. Em vez disso se traduzir em diminuição de preços dos alimentos, não houve melhorias técnicas devido à estrutura institucional do latifúndio. Os preços dos produtos agrícolas subiram devido à expansão da renda e ao crescimento populacional, causando tensões sociais. Com o processo de urbanização e conseqüente desemprego urbano, houve o cerceamento do processo de industrialização, o que plantou a raiz do que seria a causa estrutural da inflação. Houve também aumentos nos gastos sociais sem contrapartida na arrecadação, o que causou estrangulamentos na infraestrutura e nos serviços públicos, diminuindo investimentos públicos e desincentivando o setor privado. O aumento dos preços dos alimentos, que diminui o poder de compra, resultou em uma espiral “alimentos-salários-preços” ascendente. Em função da tendência à deterioração dos termos de troca, a escassez de divisas leva à desvalorização cambial de tempos em tempos ou então à imposição de controles cambiais e de importação – em qualquer caso, o resultado é inflacionário.

Nesse cenário, apesar da industrialização e do aumento do nível de renda, os mercados internos permaneceram reduzidos em função da problemática distribuição de renda e da estagnação agrícola, com a formação de uma estrutura industrial composta por oligopólios e monopólios, elevando os preços. A solução para o desequilíbrio

crônico entre oferta e demanda teria que ou ajustar os salários para baixo de forma que o salário real fosse menor que o crescimento da renda real ou o crescimento da renda per capita teria que ser tal que fosse compatível com o crescimento da oferta de alimentos. Entretanto, os programas de estabilização com medidas restritivas não são sustentáveis porque não solucionam os desequilíbrios básicos que atrasam o crescimento, mas provocam desemprego e estagnação. A solução estaria em reformas econômicas e sociais (FELIX, 1961).

Dado que as exportações são o elemento essencial para permitir a transformação e a diversificação da estrutura produtiva (FURSTENAU, 1982), quando as exportações estão em um período favorável, o ajuste entre poupança e investimento ocorre mais facilmente porque a oferta poderá ser ampliada por importações. Se, ao contrário, as exportações permanecem estagnadas ou caem, então haverá desemprego como forma de ajuste de modo a não pressionar o Balanço de Pagamentos. A alternativa a essa queda no produto é a produção interna e a transformação da estrutura produtiva, como aconteceu na crise de 1929 (PINTO, 1959). Em outras palavras, se há uma contração das exportações que não seja compensada com outros mecanismos (como reservas e créditos em divisas), o país deverá escolher entre deflação interna ou uma política compensatória – neste segundo caso haverá pressão inflacionária (FURSTENAU, 1982). Mesmo que ocorra o processo de industrialização com uma política compensatória, a estrutura produtiva não se adapta tão facilmente às novas demandas criadas subjacentes em função da necessidade de insumos vindos da agricultura (de baixa produtividade), serviços de infraestrutura de capital insuficientes, bens de capital importados limitados pelo estrangulamento da capacidade de importar, deficiências no sistema financeiro, bancário e nos serviços públicos, bem como a presença de deformações setoriais e tensões sociais. Dadas essas restrições, há pressão nos preços em função da inelasticidade da oferta, sobretudo quando as exportações caem ou ficam estagnadas, culminando em desvalorizações cambiais (PINTO, 1959), pois se o aumento de renda não é acompanhado por melhoria das exportações, haverá pressão crônica no Balanço de Pagamentos e consequências inflacionárias (FURSTENAU, 1982). O processo inflacionário desencadeado do desequilíbrio entre oferta e demanda agregada gera uma redução da renda real dos assalariados, o que leva a uma distribuição de renda regressiva e a uma menor demanda por manufaturas e limita o mercado de

manufaturas, bem como desestimula o processo de industrialização em curso (PINTO, 1959).

Com o objetivo de corrigir esses problemas, há a importância do estabelecimento de um mercado interno capaz de conduzir o desenvolvimento econômico via industrialização. Para isso acontecer, o governo e o setor privado têm um importante papel para ampliar a capacidade produtiva. Neste caso, surge outro problema: o financiamento do governo. Para financiar os gastos do governo oriundos dos investimentos públicos e da manutenção dos serviços públicos, o governo passa a enfrentar dificuldades, tendo em vista essa rigidez de gastos frente ao sistema tributário, que depende de impostos diretos e de impostos oriundos do comércio exterior, os quais são instáveis tanto pela vulnerabilidade do comércio exterior, como porque tais receitas perderam importância devido aos muitos diretos à importação, sobretudo de insumos e bens de capital (que pagam baixos direitos alfandegários). Como resultado, surgem os déficits fiscais, financiados por emissão monetária, elevando a inflação. Assim, o processo inflacionário não é causado diretamente pelos déficits fiscais, mas pelas características estruturais da economia subdesenvolvida (SUNKEL, 1963).

Os países subdesenvolvidos experimentaram transformações em um prazo de tempo excessivamente curto e a estrutura de produção não se adaptou às transformações na demanda. Tais países ficaram muito dependentes de importações. Por isso, a mudança estrutural com rápida e intensa realocação dos fatores causa mudanças no sistema de preços. Isso depende do grau de diversificação do sistema, da variedade e riqueza de recursos naturais e da dimensão do mercado (FURSTENAU, 1982). Desta forma, os países subdesenvolvidos enfrentam alguns problemas que impedem o ajuste da oferta à demanda agregada: a grande especialização na exportação de produtos primários; a incompleta estrutura produtiva, resultante da incompleta industrialização; a insuficiência de capital social básico, sobretudo na infraestrutura; elevada proporção da força de trabalho no setor de menor produtividade; as importações são basicamente de produtos manufaturados. Esses problemas têm origem no próprio subdesenvolvimento em um contexto de uma economia dual. Isso difere substancialmente de uma economia desenvolvida, onde a estrutura produtiva é integrada e completa, com uma pauta de exportações e de importações diversificada e alto grau de industrialização e produção interna (SUNKEL, 1963).

Boianovsky (2012) destaca que o debate no Brasil difere do debate inglês e americano, centrados na questão de inflação de custos e de demanda. No caso do debate brasileiro, os estruturalistas consideram tanto fatores de oferta como de demanda. Nesse sentido, mudanças na oferta de moeda são um processo endógeno. Tanto a moeda quanto o crédito são elementos que acompanham os estrangulamentos estruturais e são passivos no mecanismo inflacionário. Tal aumento de moeda não é a causa principal da inflação, como apontam os monetaristas, mas constitui um mecanismo propagador.

A inflação de demanda, sublinhada pelos monetaristas, não é aplicável porque não há pleno emprego no sentido de que, de acordo com Smithies (1963), os países latino-americanos em geral possuem baixa poupança e investimento (escassez de capital), ou seja, a produção a capacidade plena (nível de produção a máxima produção possível) é menor do que a produção em regime de pleno emprego (nível de produção a capacidade plena que permite empregar a força do trabalho aos salários reais vigentes).

De acordo com Nunes (1988), os estruturalistas admitem que alguns governos realmente fazem uso de políticas monetária e fiscal que ignoram os limites de forma que cause inflação, assim como afirma a política ortodoxa. Para ver o porquê é necessário considerar que as políticas de “*deficit financing*” de inspiração keynesiana, geralmente incluem o aumento dos gastos públicos e da moeda de forma a elevar a demanda para que haja plena utilização da capacidade de produção, que se encontrava ociosa. No caso das economias subdesenvolvidas, isso não pode ser aplicado porque, por definição, esses países precisam promover transformações estruturais de forma a se alcançar o desenvolvimento autônomo e o problema não está na falta de demanda agregada, como na teoria keynesiana, que impede a plena utilização da capacidade de produção, mas o problema está na oferta, que não é elástica o suficiente, ou seja, o problema está na escassez de poupança e de investimento, ou ainda, está nas deficiências estruturais da economia no sentido de que há *pleno emprego da capacidade de produção* ou seja, não há capital disponível que permita dar emprego a todos os desempregados. Assim, o uso de políticas de inspiração keynesiana para o mundo desenvolvido via “*deficit financing*” culmina em inflação.

Embora cada autor tenha uma visão própria do processo inflacionário, há uma visão em comum, a de que a inflação dos países latino-americanos tem sua origem em desequilíbrios gerados na esfera real do sistema econômico, colocando em primeiro

plano as características peculiares das economias latino-americanas (RODRÍGUEZ, 2009). Isso significa que a dicotomia real monetária se perde nesta visão e a moeda não é neutra.

Torna-se oportuno, neste momento, apresentar a visão de Furtado. A conclusão central de Furtado é que o subdesenvolvimento se auto reproduz, perpetuando-se no tempo. Isso se daria pela dependência externa dos países agrário-exportadores, que exportam produtos de baixa elasticidade renda e mais próximo da concorrência perfeita, e importam manufaturados, com alta elasticidade renda, acarretando dificuldade na capacidade de importar via deterioração dos termos de troca e recorrentes desequilíbrios no balanço de pagamentos. A manutenção da renda do setor agrário-exportador e a sustentabilidade das contas externas implicavam em desvalorização da moeda. A inflação, portanto, guardaria estreita relação com a dependência externa, que encarecia os produtos importados. Além disso, a economia subdesenvolvida era heterogênea e dual: possuía um setor moderno com alta produtividade e produtor de bens agrícolas voltados ao mercado externo e um setor de baixa produtividade voltado à subsistência. O excesso de oferta de café acarretava restrições de oferta de alimentos para o mercado interno. A inflação, portanto, seria resultado também da inelasticidade da oferta de alimentos. Desta forma, as causas estruturais atribuídas à inflação seriam superadas via mudança da estrutura produtiva do país, mediante industrialização e redefinição do papel do país na divisão internacional do trabalho. Uma política contracionista não combateria o problema estrutural e só obstruiria o crescimento (CURADO e CAVALIERI, 2015). Patricio e Araujo (2015) apresentam argumentos semelhantes. De acordo com os autores, Celso Furtado buscou caracterizar o processo de subdesenvolvimento como de natureza dual e heterogênea, onde setor moderno é incapaz de absorver o atrasado, pois depende dos impulsos externos. O subdesenvolvimento também não é superado devido a causas internas, como a concentração de renda, com elites acostumadas a padrões de consumo que esteriliza parte da poupança que seria direcionada a investimentos produtivos, os quais imobilizam “poupanças forçadas” por meio do mecanismo da inflação. A inflação, portanto, teria causas estruturais devido à inadequação financeira, à falta de poupança e à redução da capacidade de importar, embora Furtado não descartasse causas também monetárias, que poderiam propagar a inflação, mas que não seriam a raiz do problema.

Isso porque, de acordo com Curado e Cavalieri (2015), já no caso da economia brasileira que já passou pelo processo de industrialização, haveria outras causas para a inflação: no processo inicial de substituição de importações, o crescimento da renda pressionava a demanda por bens importados (sobretudo insumos), que seria maior que a capacidade de importar, dada a deterioração dos termos de troca. Nesta época, a causa fundamental da inflação seria estrutural. Já nos anos 1950, com a desaceleração do crescimento industrial e a piora dos resultados fiscais com excesso de gasto público após o Plano de Metas, Furtado reconhece que nesse contexto, as causas estruturais para a inflação perderiam sentido. Assim, em relação às ideias de Celso Furtado, a desvalorização da moeda decorrente dos desequilíbrios externos e as pressões estruturais no início da industrialização, bem como os déficits públicos, seriam as principais causas da inflação em momentos históricos diferentes. De acordo com Sunkel (1957), a análise tradicional de inflação, que a interpreta como um fenômeno de curto prazo, é deixada em segundo plano na ótica estruturalista: a análise cepalina não se apoia exclusivamente na hipótese de rigidez de alguns setores ou na disputa do “bolo” de renda, mas também não faz uma análise puramente monetária, somente baseada no excesso de demanda. Como ressalta Bielschowsky (1988), dado que o desequilíbrio monetário, na visão de Furtado, era resultado de uma oferta rígida e de uma procura dinâmica, a qual também causava tendência ao desequilíbrio externo, as práticas recessivas não corrigiriam o problema e apenas obstruiriam o crescimento econômico. Ao contrário, era necessário empreender uma política desenvolvimentista capaz de tornar a oferta mais flexível. Em outras palavras, a política monetária deveria ser subordinada à política desenvolvimentista, ou ainda, a estabilidade deveria ser subordinada a um objetivo maior – o desenvolvimento econômico. Isso seria possível por meio de uma cuidadosa programação. Mesmo o Plano Trienal, que tinha características contracionistas (com a contração de crédito e de despesas públicas), não era uma incoerência de Furtado, mas tal Plano tinha o cuidado de não comprometer o crescimento, sendo focalizado no corte de despesas de consumo e não de investimento, além de uma reforma tributária capaz de orientar os investimentos.

Furtado (1961) argumenta que o objetivo da política monetária seria orientar a poupança para investimentos, de acordo com a prioridade estabelecida na programação, formando a capacidade produtiva. Entretanto, em um contexto de inflação aguda, esse instrumental perde eficácia porque a captação de poupança é muito mais difícil, devido

à deterioração do poder de compra. Percebe-se certa relação com a ortodoxia, para quem é necessária poupança prévia para a realização do investimento. Assim, Furtado (1961) reconhece as distorções provocadas pela inflação: o desvio de recursos para investimentos especulativos e improdutivos com prejuízos à estrutura de investimentos. Mas seu diagnóstico de inflação é bem diferente da ótica monetarista. Sua visão é de que a inflação brasileira é um fenômeno de raízes profundas que não pode ser explicada com os meios que se utilizam para diagnosticar um desequilíbrio inflacionário típico de país desenvolvido. Acerca da visão dos monetaristas, o autor afirma que:

“[...] Observada a esse nível de generalidade e por seus sintomas externos, a inflação brasileira passa a ser um desequilíbrio comum de sobreinversão, cujas causas básicas são o desequilíbrio orçamentário e a expansão imoderada do crédito. Os remédios ortodoxos são uma contenção dos gastos públicos e uma compressão do crédito. Por essa forma se reduz o gasto global e se elimina a pressão inflacionária. Mas todos sabemos que o preço dessa cura é uma subutilização da capacidade produtiva, redução do ritmo de crescimento ou mesmo estancamento. [...] Dessa forma se apresenta uma alternativa: crescer com inflação ou gozar da estabilidade com estagnação”.

Ou seja, o *trade off* da Curva de Phillips – a qual é vista como sendo negativamente inclinada - estava presente nessa ideia, podendo haver relação positiva entre inflação e crescimento econômico, reconhecendo a não neutralidade da moeda. Entretanto, Furtado (1961) argumenta que o desequilíbrio e as pressões inflacionárias não podem resultar de um esforço excessivo ao crescimento econômico porque as taxas de poupança e de investimento no Brasil eram baixas. Por isso, a causa básica do desequilíbrio inflacionário no Brasil: “[...] reside em que, nas etapas de crescimento, a procura global se diversifica de maneira muito mais rápida que a oferta global. Existe muito mais mobilidade do lado da procura do que da oferta”.

Furtado (1961) analisa essa situação como típica e específica de uma economia subdesenvolvida, que cresce rapidamente em condições espontâneas, com rigidez relativa do aparelho produtivo, com baixo grau de diversificação e integração e a presença de ilhas de produtividade em uma economia dual. O crescimento em uma economia subdesenvolvida implica em uma procura mais dinâmica do que no caso dos países já industrializados. Com a adoção de políticas restritivas, o equilíbrio é atingido a um nível de subutilização da capacidade produtiva e só se manterá com um ritmo nulo ou muito baixo de crescimento. Mas, quando esse efeito passar e a economia voltar a crescer, o desequilíbrio emergirá novamente. Desta forma, a solução é conseguir uma

oferta flexível adequada à dinâmica da demanda, o que seria possível via programação do desenvolvimento. Furtado (1961) afirma: *“A estabilidade é um objetivo fundamental, mas que deve subordinar-se a outro mais amplo que é o desenvolvimento. Uma inflação de natureza estrutural, como é a brasileira, para ser eliminada sem prejudicar o ritmo de desenvolvimento, requer uma cuidadosa programação deste último”*.

Voltando à questão da interpretação monetária do balanço de pagamentos, Boianovsky (2012) argumenta que Gudin, economista monetarista, concorda com Nurkse, cujo argumento anti-cepalino se refere ao desequilíbrio do balanço de pagamentos como necessariamente consequência da inflação, causada pelo excesso de oferta doméstica de moeda e não pelo crescimento desproporcional dos setores da economia, como afirma Furtado. O combate à inflação deveria ser por meio de uma substancial modificação na estrutura de produção. Isso porque a estrutura de demanda não é compatível com a oferta inelástica, resultante do estrangulamento da capacidade de importar e da oferta inelástica de alimentos, devido à concentração fundiária. Nessa visão, a oferta de moeda apenas acompanharia as necessidades da economia, sendo, portanto, endógena. Conforme Bielschowsky (1988) assinala, a contínua redução da capacidade de importar causa persistente desvalorização cambial, elevando a inflação. Ou seja, o desequilíbrio externo não só não é causado pela inflação, mas pode causá-la.

Desta forma, a visão do Fundo Monetário Internacional consistia no fato de que a correção do desequilíbrio no balanço de pagamentos passaria necessariamente por contração da oferta monetária acompanhada por desvalorização nominal da taxa de câmbio. Furtado, por sua vez, argumenta que esse tipo de solução não só não corrigiria os persistentes desequilíbrios estruturais, mas também implicaria em estagnação do crescimento e em um processo de socialização das perdas, causada por queda do poder de compra mediante desvalorização cambial. Para resolver o desequilíbrio no balanço de pagamentos, haveria que, necessariamente, resolver os problemas estruturais e tornar a oferta mais elástica, mediante crescimento econômico interno com redução permanente do coeficiente de importação dos bens de consumo, em contraste com o padrão via impulsos externos. Isso requer o planejamento de um programa de investimentos que promova a industrialização interna, além de reestruturação tributária e fundiária (BOIANOSKY, 2012).

Vásquez ([1957] 2000 e 1954) apresenta um esquema de análise parecido com o de Sunkel (1957 e 1958), dividindo as pressões inflacionárias em: pressões básicas, que se originam de desequilíbrios do crescimento geralmente na agricultura e no comércio exterior; e as pressões de mecanismos de propagação, que podem ser muito variados, mas geralmente se referem ao sistema fiscal, ao mecanismo de crédito e ao mecanismo de reajustes de preços e de renda. De acordo com Peringer (1985), a inflação crescente só ocorre se houver aumentos crescentes na quantidade de moeda da economia, por isso, deve haver mecanismos de propagação, o que requer a injeção monetária (uma vez que a moeda é passiva) de modo a evitar queda do produto. Sunkel (1957 e 1958), ao analisar a inflação chilena, faz uma análise do diagnóstico da Cepal, que se baseia em dois pontos: a identificação das diferentes forças que causam a inflação e a análise de suas inter-relações. Desta forma, o autor classifica as pressões inflacionárias em três categorias lógicas independentes, mas que se relacionam entre si. De acordo com tal visão, as pressões podem ser divididas em:

- a) *As pressões inflacionárias básicas ou estruturais: tais pressões surgem da rigidez e inflexibilidade do sistema econômico, ou seja, a oferta não acompanha a dinâmica da demanda, o que faz surgir os pontos de estrangulamento. Sem resolver tais pressões, é impossível reduzir a inflação. Sunkel (1957) enumera esses fatores: a) a rigidez na oferta de alimentos juntamente com um crescimento da demanda; b) a falta de diversificação e de estímulos às exportações; c) problemas na taxa de formação de capital; d) problemas no sistema tributário.*

As pressões estruturais são originárias do próprio processo de subdesenvolvimento, que causa inelasticidade de oferta, problemas de infraestrutura (sobretudo na agricultura) e rigidez do sistema financeiro, dada a dependência externa, acarretando baixa poupança e baixo investimento. Assim, a oferta não se adequa à expansão e mudança de padrão da demanda, ocasionada pelo próprio processo de desenvolvimento econômico com o incremento de renda real, tendo em vista fatores como a escassez de divisas, obstáculos institucionais (como a estrutura fundiária) e a inflexibilidade dos mecanismos fiscais. Há também a inelasticidade e instabilidade das importações, causadas pelo lento crescimento das exportações, frente às necessidades de importações, bem como pela dependência do país da demanda externa. Esses fatores levam a uma desvalorização cambial, o que eleva os preços internos. Especificamente na agricultura,

o aumento da urbanização elevou a demanda por bens agrícolas. No entanto, a oferta dos bens agrícolas tornou-se inelástica devido à estrutura agrária dividida em maior parte em latifúndios (improdutivos, relacionados ao *status*) e minifúndios (de baixa produtividade) de modo que, enquanto na agricultura voltada para exportação foram incorporados avanços tecnológicos, na agricultura de subsistência as decisões de produção foram de natureza semi-capitalista. Há também a política governamental que precisou priorizar o setor industrial em relação ao agrícola. A elevação do custo de vida provocou uma espiral inflacionária, estimulando o aumento da inflação. (PERINGER, 1985; BAER, 1967; GRUNWALD, 1961; PINTO, 1968; PINTO, 1963; VÁSQUEZ, [1957] 2000).

O estrangulamento da capacidade de importar em função da deterioração dos termos de troca desempenha um importante papel na inflação estrutural porque também é um fator que acarreta oferta inelástica. Isso decorre da instabilidade das exportações, tanto em relação à sua vulnerabilidade, com oscilações sensíveis e recorrentes - que decorrem da demanda externa, da instabilidade de preços e da falta de diversificação das exportações, que são compostas de produtos primários com baixa elasticidade renda e são produtos pouco diversificados e passíveis de concorrência com produtos sintéticos. Ainda do lado da exportação, a sua diversificação é impossibilitada pelas políticas monetárias restritivas monetaristas devido à taxa de câmbio livre e uniforme para todas as exportações. Um problema decorrente desse desestímulo às exportações é o déficit público, causado pela diminuição da arrecadação. Do lado das importações, que flutuam bem menos, existe a elasticidade renda das importações, que é mais alta nos países agrário-exportadores (porque os produtos importados são essenciais para o crescimento econômico), o que acarreta tendência à deterioração dos termos de troca e tendência crônica ao desequilíbrio externo, com conseqüente estrangulamento da capacidade de importar e oferta inelástica, bem como elevação do nível de preços devido à necessidade de complementação dos recursos nacionais com recursos do exterior para investimento e para consumo interno. Desta forma, os recursos importados foram continuamente insuficientes de forma que o estrangulamento na capacidade de importar pode ser visto como um importante elemento de tensão e desajuste estrutural. As conseqüências monetárias disso são vistas nas pressões inflacionárias porque o balanço de pagamentos está submetido a uma pressão constante, cuja intensidade dependerá do desajuste entre o ingresso de divisas e do ingresso de importações, que são aliviados em desvalorizações

cambiais recorrentes (mecanismos propagadores da inflação) (GRUNWALD, 1961; PERINGER, 1985; PINTO, 1968). Essas desvalorizações cambiais são especialmente importantes se o país é muito dependente da importação de bens de consumo (BAER, 1967).

Neste contexto, os países subdesenvolvidos recorreram a uma política de substituição de importações, tanto por causa da escassez de divisas quanto pela possibilidade de desenvolvimento econômico através da indústria de forma a depender menos da oferta estrangeira. O problema dessa política foi introduzir outros tipos de limitações, como a dificuldade de se importar bens de capital, a necessidade de protecionismo em função da indústria nascente e a criação de indústrias monopolistas, elevando os preços gerais (GRUNWALD, 1961 e PINTO, 1968). Assim, a substituição de importações tem dois efeitos inflacionários: o custo de produção local é maior em virtude da falta dos efeitos de economia de escala e há um período de investimentos em novas firmas que implica no emprego de capital e trabalho a fim de criar nova capacidade produtiva, o que gera renda sem gerar o produto (BAER, 1967).

Desta forma, os estruturalistas destacam o caráter monopolista da indústria interna e o excesso de proteção como fatores que atuam na alta dos preços do setor manufatureiro, mas o fator de maior responsabilidade na alta dos preços é a rigidez da oferta agrícola, que leva à espiral inflacionária. Portanto, a inflação não é um simples fenômeno monetário, mas está relacionada a desequilíbrios reais, que desencadeiam um persistente do nível geral de preços (RODRÍGUEZ, 2009).

Os fatores apresentados por Sunkel (1957 e 1958), que analisa a inflação chilena por alguns períodos antes de 1956, são: a.1) Inflexibilidade da oferta; a.2) Taxa de formação de capital baixa; a.3) Tendência à baixa produtividade média da economia; a.4) Instabilidade, inflexibilidade e regressividade do sistema tributário, com o uso de impostos indiretos, regressivos, além da dependência da tributação derivada do setor externo; a.5) Estrangulamento da capacidade de importar; a.6) Grunwald (1961) também cita problemas na distribuição de renda, que orientam a produção interna e as importações para produtos consumidos pelas classes de maior renda, contribuindo para a inelasticidade de oferta dos produtos essenciais e elevando a inflação.

De acordo com Sunkel (1957 e 1958), os fatores não estruturais inflacionários são:

- b) *As pressões inflacionárias circunstanciais: são forças que estão sempre latentes, mas não ocorrem sempre, como o aumento dos preços das importações e o aumento dos gastos públicos (observa-se que neste caso, há uma convergência com os monetaristas) por motivos políticos, por exemplo.* No caso do Chile, Sunkel (1957) cita o aumento de salários, que foi uma resposta ao aumento de preços causado pelos fatores estruturais; a instabilidade externa e o aumento no preço das importações, e, como sublinha Grunwald (1961), existe o fator do intervencionismo estatal irracional, como as taxas de câmbio múltiplas.
- c) *As pressões inflacionárias cumulativas: são pressões originárias da própria inflação, conforme esta se expande. Nesta categoria, pode-se citar as distorções no sistema de preços e na estrutura produtiva, que prejudica os investimentos, os efeitos dos controles de preços e a perversão das expectativas inflacionárias.*

De acordo com Sunkel (1957 e 1958) essas pressões se manifestaram:

- c.1) Na orientação dos investimentos: as distorções no sistema de preços (como por exemplo o controle de preços) causadas pelo processo inflacionário levaram a desvios nos incentivos, desincentivando o investimento produtivo e agravando rigidez de oferta;
- c.2) Nas expectativas, que passaram a ser altistas em relação aos preços, custos e rendas, o que reduz a poupança e o investimento;
- c.3) Na produtividade, que é negativamente afetada pela inflação, devido a todos os motivos anteriores;
- c.4) Nos subsídios à importação, sobretudo de insumos, bens de capital e alimentos. Quando não havia mais respaldo na expansão das exportações, tais subsídios criaram necessidades contínuas de desvalorizações cambiais, o que elevou a inflação;
- c.5) No desencorajamento das exportações, devido ao aumento contínuo dos custos internos e à existência de taxas cambiais rígidas.
- d) *Os processos de propagação: tais processos não são a causa da inflação, mas podem contribuir para a sua força e expansão. É o grupo não estrutural mais importante porque geralmente constitui o aspecto da inflação de maior visibilidade, por isso pode ser confundido com a causa da inflação. Podem se manifestar na disputa pelo “bolo” real de renda, em relação à distribuição de renda entre os distintos grupos sociais e à distribuição dos recursos entre os setores público e privado. Ou seja, isso se manifesta em reajustes salariais (do lado dos trabalhadores), de preços (do lado dos capitalistas) e de despesas*

públicas (do lado do governo). De acordo com Rodríguez (2009), em conjunto com os fatores estruturais, existem os elementos sociopolíticos e institucionais subjacentes à industrialização substitutiva, surgindo os desequilíbrios estruturais, como a inflexibilidade dos gastos estatais, a dependência e as flutuações do exterior que induzem ao déficit fiscal.

Sunkel (1957 e 1958) exemplifica:

d.1) O déficit público, que é um dos principais agentes de propagação da inflação, uma vez que o setor público passa a se financiar com emissões monetárias devido à rigidez dos gastos públicos em função da industrialização e urbanização e a um deficiente sistema tributário, dependente dos impostos indiretos. Grunwald (1961) e Vásquez (1957) também sublinham a dependência da arrecadação do setor exportador, que é muito vulnerável uma vez que a estrutura tributária depende dos impostos sobre importações, que são diminuídas pelo estrangulamento das divisas externas. Isso leva à diminuição do investimento público e, conseqüentemente, a maiores estrangulamentos na capacidade de oferta; *d.2) Reajustes de vencimentos e salários*. Dado que a renda real dos agentes econômicos diminui, sobretudo devido ao aumento nos preços dos alimentos e às desvalorizações cambiais, existe a pressão por reajustes dos salários por meio do poder de barganha dos assalariados. Pinto (1959) chama esse processo de inflação de custos, que é provocada pela espiral salários e preços. Isso é reforçado pela estrutura de monopólio e pelo aumento de custos em razão da produção mais baixa.; *d.3) Reajustes de preços*. Com o aumento dos salários e dos preços de insumos, os empresários aumentam os preços tendo em vista o aumento dos custos. Mas até lá, o empresário busca o crédito bancário e os aumentos de preços são apoiados na reação passiva do sistema monetário e creditício, sugerindo endogeneidade monetária.

A inflação depende primordialmente da magnitude das pressões básicas ou estruturais e da operação dos elementos sociopolíticos e institucionais e só secundariamente dos mecanismos de propagação, que limita ou impulsiona a ação dos fatores básicos ou estruturais. (RODRÍGUEZ, 2009). Assim, de acordo com Pinto (1963), pode-se sumarizar o “diagnóstico estruturalista” da inflação nos seguintes pontos: a) Evolução do setor externo; b) A rapidez e profundidade do reajuste que experimenta a economia; c) A flexibilidade do sistema produtivo para adaptar-se aos requisitos de um “desenvolvimento para dentro”; d) A aptidão da organização social e

institucional para acomodar-se e facilitar a transformação do quadro econômico; e) As decisões de política econômica, que poderão permitir, ajudar ou prejudicar a consecução dos objetivos e a estabilidade.

Vásquez ([1957] 2000), ao analisar o caso mexicano e o caso chileno, conclui que, entre estagnação e inflação, é preferível escolher a inflação. O que existe de grave na inflação não é o aumento do nível de preços em si, mas suas consequências na distribuição de renda, nas distorções na estrutura produtiva e na estrutura de demanda. Nota-se o reconhecimento dos males da inflação, que tanto foram frisados pelos monetaristas. Entretanto, os estruturalistas são enfáticos nas causas da inflação: as causas apontadas pelos monetaristas constituem um mecanismo propagador, mas não é a causa verdadeira. Para eles, a verdadeira causa está na estrutura. Como informa Pinto (1968), as manifestações monetárias dos desequilíbrios estruturais são mais visíveis porque se manifestam diretamente no sistema monetário e, tais manifestações propagam a inflação e podem multiplicar os desequilíbrios originais, mas não constituem as causas diretas.

Assim, Sunkel (1957 e 1958) analisa a experiência de estabilização da economia chilena, nos anos de 1956 e 1957, com a adoção de políticas restritivas, que incluíam contenção de gastos públicos e de reajustes de salários, forte desvalorização cambial, aumento de tarifas pública e retirada de controles de preços dos alimentos. Ou seja, foi implementada uma política “tipicamente prescrita” pelo FMI. Sunkel (1957) critica o resultado, argumentando que esse tipo de política ataca os *processos propagadores* da inflação, atenuando as manifestações monetárias da inflação, mas as pressões inflacionárias estruturais, que constituem a raiz de todo o processo, continuaram latentes. Assim, as medidas monetárias atacam apenas os mecanismos de propagação explicados por Sunkel e causa uma transferência negativa de renda (NUNES, 1988).

Fica claro, portanto, o alto custo social das medidas restritivas, que não só impõem danos ao desenvolvimento econômico, como não resolvem o problema da inflação porque não atacam suas verdadeiras causas. Se tais medidas são impostas à economia, pioram a situação inflacionária porque os estrangulamentos de oferta são agravados com o cerceamento do crescimento econômico.

Os programas de estabilização do Fundo Monetário Internacional geralmente apresentam o seguinte “receituário” de estabilização: a presença de política monetária restritiva e desvalorização cambial, com a crença na abordagem monetária do balanço de pagamentos e a ideia de que a inelasticidade da oferta viria do próprio mecanismo inflacionário. A crítica estruturalista a tal “receituário” consiste no fato de que a teoria aplicada aos países subdesenvolvidos deve ser diferente daquela aplicada aos países desenvolvidos, os quais possuem crescimento de pleno emprego associado a altos níveis de investimento. Portanto, a estabilidade é suficiente para assegurar o crescimento de longo prazo. No caso de países subdesenvolvidos, por sua vez, a situação é diferente, uma vez que tais economias são duais e possuem desemprego estrutural. Não há, portanto, pleno emprego em tais economias, sujeitas aos impulsos externos e carentes de investimentos produtivos. No caso de tais economias, um programa de estabilização “monetário” não resolveria o problema e ainda implicaria em grandes custos em termos de emprego e produto. Desta forma, em relação à queda da capacidade de importar, haveria necessidade de transformação da economia, com alocação da mão-de-obra dos setores menos produtivos para os mais produtivos em um processo de industrialização. Nesse contexto, o ajuste da taxa de inflação se daria através de um processo de substituição de importações, que estimularia a indústria nacional e promoveria o desenvolvimento econômico estrutural (BOIANOVSKY, 2012).

O diagnóstico monetarista não leva em conta a adoção de reformas estruturais em seu programa. Há a preservação da estrutura agrária e do comércio exterior, o que mantém as pressões inflacionárias. Além disso, as políticas restritivas impedem a expansão do produto e, para que as pressões estruturais sejam amenizadas é necessário que haja uma política geral de desenvolvimento que libere o sistema econômico das condições de estrutura, que possibilitem a transformação da economia (RODRÍGUEZ, 2009).

Nos países subdesenvolvidos, não se verificam os requisitos para a realização de políticas de estabilização de orientação monetarista, tendo em vista que essas economias possuem problemas estruturais decorrentes do próprio subdesenvolvimento (por exemplo, as raízes dos desequilíbrios estruturais no balanço de pagamentos são profundas e estão ligadas à deterioração dos termos de troca). Nesses países, não se pode desvalorizar o câmbio porque encarece as importações e, tendo em vista a má

distribuição de renda e o consumo de luxo, pode até agravar os déficits externos, além de aumentar a inflação porque encarece insumos e bens de capital e favorece a criação de uma espiral inflacionária. Além disso, o déficit fiscal não é resolvido com os cortes de gastos porque a queda no produto faz com que caia a arrecadação. Outro ponto é que, com as políticas restritivas, os investimentos públicos são cortados, o que também desincentiva os investimentos privados e o produto cai ainda mais (NUNES, 1988; SUNKEL, 1963 e RODRIGUEZ, 2009).

Tanto a inflação como os problemas no balanço de pagamentos possuem causas estruturais que só são resolvidas com a transformação da estrutura interna e com políticas que estimulem o desenvolvimento econômico de longo prazo. Na realidade, o que a política restritiva faz é baixar o nível de procura global e adaptá-lo à oferta de bens inelástica, o que mantém e até agrava as raízes da inflação, ao invés de promover uma política que atue na estrutura econômica e social de forma a desenvolver o país e resolver os problemas estruturais que tornam inevitável a expansão monetária e que causam a inflação e os problemas no Balanço de Pagamentos. Somente desta forma se conseguirá obter estabilidade e desenvolvimento (NUNES, 1988).

Conforme Nunes (1988): *“a inflação não pode fazer esquecer a necessidade de encontrar soluções adequadas para as deficiências estruturais patentes nas economias subdesenvolvidas”*. Entretanto, o que se quer destacar é que, na visão estruturalista, para não se ter inflação nos países subdesenvolvidos é necessário aceitar a estagnação ou então um lento ritmo de crescimento, o que leva ao resultado da não neutralidade monetária. Nesta visão, os estruturalistas aceitam que a inflação pode ser vista como um elemento necessário ao crescimento econômico por meio da industrialização. É algo necessário para romper barreiras estruturais e institucionais, até porque a inflação é parte integrante do processo de transformação produtiva. E essa mesma inflação só pode ser anulada com a adoção de uma política de desenvolvimento que resolva os problemas estruturais. Assim, há o reconhecimento dos males que a inflação causa, mas os estruturalistas não estão dispostos a sacrificar o desenvolvimento via industrialização porque a estabilidade, sozinha, não garante crescimento econômico. Ao contrário, pode até significar estagnação (NUNES, 1988).

Não se trata de negar o aspecto monetário da inflação. De acordo com Pinto (1959), *todo desequilíbrio, qualquer que seja a sua origem, precisa das reações do*

sistema bancário para se manifestar. Os desequilíbrios requerem mais moeda e aumento dos meios de pagamento para se manifestarem (e/ou aumento da velocidade de circulação) para que a alta de preços possa se prolongar ou se acentuar. Isso significa que a moeda é passiva e endógena, em acordo com a visão heterodoxa vista no capítulo 1. No entanto, isso não significa que os fatores monetários sejam a causa da inflação, como afirmam os que aceitam a Teoria Quantitativa da Moeda, mas tais fatores são apenas mecanismos de propagação, como explicado por Sunkel (1957). A inflação, cuja definição é o processo de subida geral, acentuada e contínua do nível médio dos preços, tem uma expressão monetária de forma que o sistema bancário apenas responda às necessidades da economia em uma perspectiva endógena. O que os estruturalistas rejeitam é a conclusão de que, dado que a inflação tem uma expressão monetária, então a sua causa é o aumento da oferta de moeda (NUNES, 1988).

Assim, de acordo com Grunwald (1961), os estruturalistas veem os fatores financeiros como importantes no processo de inflação, mas apenas como fontes de propagação e não como origem. Desta forma, as medidas restritivas apenas “atacam os sintomas e portanto não podem curar”. Isso porque as forças estruturais exercem pressão de tal ordem que a emissão de moeda torna-se passiva e, mesmo quando as políticas restritivas conseguem diminuir a demanda agregada, as pressões inflacionárias básicas continuarão presentes, podendo até ser intensificadas – “no melhor dos casos a estabilidade será obtida às custas do crescimento econômico”, ou, no melhor dos casos, haverá estabilidade em detrimento do desenvolvimento econômico, reduzindo as atividades dos vários setores a seu mais baixo denominador comum.

Pinto (1959) resume a posição do FMI para o caso chileno nos seguintes termos: a) A inflação chilena obedece a uma demanda excessiva sobre os recursos disponíveis (de inversão, de consumo e importados), que provém de todos os setores e grupos; b) O mecanismo monetário corresponde e comanda essa pressão, criando os meios de pagamento que permitem a alta incessante de preços; c) Baixando-se a comporta do meio circulante, o excesso será represado e se conseguirá a estabilidade.

O Fundo Monetário Internacional geralmente tem um diagnóstico que repousa nos seguintes pontos e que resume sua ação à redução do crescimento da demanda global porque, em sua visão, a causa da inflação é o excesso monetário: a) a relação entre poupança e investimento e sua relação com a inflação; b) a existência de déficits

nas contas públicas com a necessidade de aumento de impostos; c) os períodos favoráveis no balanço de pagamentos produziram pressões inflacionárias, reforçando a ideia de “excesso” de inversões em relação à poupança; d) a relação entre preços e custos por meio da espiral inflacionária. Esse diagnóstico atribui a causa da inflação aos fenômenos monetários – à emissão exagerada de moeda, seja para financiar o déficit governamental ou para financiar o crédito ao setor privado. Por isso, o programa de ação do FMI foi dirigido à política monetária e fiscal restritivas (PINTO, 1959).

Percebe-se certo reconhecimento dos custos sociais causados pelas políticas restritivas, quando o Fundo afirma que, em caso de deflação e de tendências depressivas sérias, o governo deveria lançar mão de políticas mais expansionistas de forma a elevar o meio circulante o mais rápido possível. Mas esse reconhecimento limita-se só no caso de depressões. Fora deste caso, percebe-se que, para eles, é necessário baixar o meio circulante para que se consiga baixar a inflação, sugerindo crença na Teoria Quantitativa da Moeda e propondo medidas que ataquem diretamente o aumento de preços via redução de crédito, de gastos, de emissões e de meio circulante e contração dos aumentos salariais. A conclusão de Pinto (1959) é a seguinte:

“[...] o tratamento baseado no diagnóstico do Fundo, mesmo nas condições mais favoráveis e rigorosas de aplicação, não podia nem pode dar resultado, a menos que o país se arrisque a comprometer mais severamente ainda seu desenvolvimento econômico na pretensão de conquistar a estabilidade. Em outras palavras, o diagnóstico e a receita são, nas palavras do próprio Fundo, incompatíveis com o crescimento da economia e com a distribuição equitativa de renda”.

Sunkel (1963) mostra que em meados da década de 1950 foram aplicadas as tradicionais políticas de estabilização em alguns países latino-americanos e os resultados não foram satisfatórios não porque não foram executadas corretamente, mas porque o próprio objetivo de tais políticas é inadequado para a realidade do país. Segundo o autor, “*é uma ilusão pensar que, por ser fácil de controlar a política monetária, será também fácil alterar essas situações reais*”. O autor enfatiza a importância da estabilidade, mas esta deve ser meta acessória e deve ser dirigida para o alcance do maior objetivo da nação subdesenvolvida: o desenvolvimento econômico. Sunkel (1963) enfatiza:

“Definitivamente deve-se rechaçar a ideia de que a inflação é o caminho para o crescimento acelerado, e com a mesma ênfase pode-se negar que as políticas fiscais e monetárias tradicionais são mecanismos eficientes e suficientes para obter a estabilidade em países em que as distorções e condições estruturais e institucionais são a causa fundamental da instabilidade.”

Com relação ao programa estruturalista de combate à inflação, é importante destacar o seguinte: de acordo com Grunwald (1961):

“Os estruturalistas não desejam rejeitar completamente as medidas monetárias, mas acreditam que elas devem subordinar-se ao objetivo de corrigir os desajustamentos básicos. A descrição dada é que as medidas monetárias deveriam ser usadas não apenas para conter a situação até que as medidas a longo prazo possam surtir efeito, mas também apoiar as mudanças estruturais”.

Do ponto de vista estruturalista, toda política que objetivar conter a inflação com supressão da moeda estará fadada ao fracasso – não só não vai resolver o problema, como agravá-lo com a queda no produto. Isso sugere a não neutralidade da moeda porque as causas da inflação não são monetárias, mas estão na esfera real. As medidas de combate à inflação, desta forma, devem levar em conta a rigidez institucional dos setores agrícola, externo e governamental (PERINGER, 1985).

O programa de estabilização estruturalista está voltado a objetivos de longo prazo, ou seja, à correção dos problemas estruturais, como: a adoção de uma política de abastecimento agrícola e sua racionalização; uma política fiscal e monetária orientada para o suporte ao desenvolvimento econômico; a reorientação dos investimentos públicos e privados; o uso de controles, licenças, subsídios; uma política de controle de importações adequada; uma política agressiva de exportações; busca de ajudas externas adequadas sem condicionamentos a políticas incompatíveis com a estrutura subdesenvolvida. Simultaneamente a essas políticas, devem-se adotar reformas: agrária, tributária, educacional, entre outras reformas institucionais (SUNKEL, 1963). O programa deve voltar-se ao processo de substituição de importações. Para isso, os estruturalistas também destacam a importância dos fatores monetários, que não devem apenas elevar o meio circulante, mas deve haver um manejo seletivo da expansão creditícia (FURSTENAU, 1982), sugerindo a não neutralidade da moeda.

Sunkel (1957 e 1958) propõe os elementos básicos de um programa de estabilização nos principais *fronts*:

- a) *Front* dos problemas estruturais. Este é o principal ponto de ação, porque constitui a causa do processo inflacionário e também é discutido por Grunwald (1961). O programa de estabilização deveria solucionar o problema da rigidez de

oferta de bens (como investimentos em infraestrutura e na agricultura) e a inflexibilidade e regressividade do sistema tributário (para que se possa diminuir os impostos diretos e a dependência das receitas da tributação de importações).

- b) *Front* dos problemas cumulativos. Neste aspecto, devem-se combater as distorções no sistema de preços, que prejudicam a orientação dos investimentos, com a retirada dos controles de preços de forma a solucionar a rigidez de oferta à medida que o problema de oferta vai se amenizando. As expectativas altistas e os desestímulos às exportações seriam eliminados gradativamente.
- c) *Front* dos mecanismos de propagação. Neste *front*, o déficit público seria eliminado com a reforma tributária e a rigidez de gastos públicos seria atenuada pela absorção de mão de obra no setor industrial de maior produtividade, no decorrer do desenvolvimento econômico.
- d) *Front* das pressões circunstanciais. Neste caso, o programa deve apenas acompanhar as condições que afetam a situação do país, minimizando a ação de tais pressões e evitando a sua conversão em fenômeno cumulativo.

Desta forma, Sunkel (1957 e 1958) conclui que, uma vez que os objetivos almejados pelo programa estruturalista são de longo prazo, o programa adequado precisa de uma base política capaz de cumpri-lo, com uma equipe técnica competente e a vontade da comunidade em geral de alcançar o objetivo da estabilidade de preços e do desenvolvimento econômico, bem como a existência de condições externas que não prejudiquem o programa. Como afirma Pinto (1968), existe um pré-requisito para um programa estruturalista: é a existência de uma base social que tenha como objetivo a remoção de obstáculos e distorções estruturais.

A política contracionista do FMI, embora seja importante para situações de desorganização fiscal e monetária, comete um erro muito grave ao omitir reformas institucionais. A principal falha do Fundo, na opinião de Pinto (1960) reside na incapacidade de relacionar medidas monetárias (em caráter secundário) com uma política de produção (que é o principal), que focalizam os fatores que impedem o crescimento e geram instabilidade.

Percebe-se que os estruturalistas defendem que a taxa de investimento não pode ser cerceada pelas políticas restritivas porque dela depende a solução dos estrangulamentos

estruturais de oferta, negando o raciocínio ortodoxo de que o investimento deve ser reduzido até se igualar à poupança planejada. Entretanto, no programa estruturalista, o objetivo é o oposto: aumentar as taxas de poupança, o que não é possível dada a grande concentração de renda, por isso geralmente defendem impostos sobre a riqueza (GRUNWALD, 1961). Neste raciocínio, observa-se a negação da TQM e da neutralidade da moeda ao admitirem a moeda endógena e capaz de interferir na esfera real, o que lembra Keynes e Marx. Mas se percebe a dependência do investimento da poupança prévia, que é um traço ortodoxo.

Assim, não é a estabilidade que condiciona o desenvolvimento, mas é o crescimento econômico que lança as bases para o estabelecimento da estabilidade. O ajuste deve ser alcançado com medidas sistemáticas de longo prazo que reajustem a estrutura produtiva existente de forma a compatibilizar as estruturas de oferta e de demanda e a eliminar a causa estrutural da inflação (SUNKEL, 1963).

De acordo com Prebisch (1961), em Bielschowsky (1988):

“[...] Portanto, a escolha entre desenvolvimento econômico e estabilização monetária, corresponde, na verdade, a um ‘falso dilema’: por uma lado, a menos que o sistema seja artificialmente mantido em situação recessiva através de políticas restritivas, as forças inflacionárias latentes sempre emergirão; por outro lado, o desenvolvimento econômico com transformações estruturais é a única solução possível de longo prazo para a inflação”.

Como forma de sumarizar a visão estruturalista, é útil citar o que Nunes (1988) conclui: *“a inflação, não sendo um fenômeno puramente monetário, não é sequer um fenômeno estritamente econômico, mas antes ‘um fenômeno de mudança econômica e social, um fenômeno essencialmente dinâmico’, confundindo-se com o próprio problema de desenvolvimento econômico”.*

4) Observações conclusivas do capítulo

Pode-se notar, portanto, a influência dos chamados “monetaristas modernos” no pensamento monetarista brasileiro. A principal conclusão é que a visão de moeda e de causa da inflação dos monetaristas brasileiros é semelhante aos monetaristas estrangeiros: a emissão monetária em excesso e a conseqüente demanda excessiva em relação à capacidade de oferta constituem a causa da inflação. Deste diagnóstico, influenciados pela TQM (mas, no caso dos monetaristas brasileiros, há ressalvas em relação ao TQM porque eles possuíam certa influência keynesiana, sobretudo em crises), os monetaristas brasileiros possuem o “remédio” para a inflação via políticas restritivas. A moeda é neutra porque, passada a ilusão monetária, o produto volta para o pleno emprego. Para eles, o coeficiente da regressão que associa inflação e desenvolvimento econômico é negativo. Isso quer dizer que, como foi apresentado no capítulo anterior, a Curva de Phillips é vertical no longo prazo (quando a moeda é neutra) e negativamente inclinada no curto prazo. A estabilidade é, portanto, condição para a ocorrência do desenvolvimento econômico. Em relação à visão estruturalista, esta surgiu da necessidade da adaptação da teoria econômica às peculiaridades da América Latina. Essas peculiaridades tinham origem no subdesenvolvimento e faziam com que o “remédio” tradicional para a inflação, via políticas restritivas, tivessem efeitos negativos sobre o desenvolvimento econômico. Desta forma, a moeda é passiva e endógena porque surge da necessidade real da economia: são os estrangulamentos na estrutura de oferta que causam a inelasticidade da produção em relação à demanda, elevando os preços e exigindo maiores quantidades de moeda. Assim, não há dicotomia entre real e monetário: os dois lados estão sempre em conexão. Segue-se que a moeda não é neutra e o problema da taxa de inflação alta só pode ser resolvido mediante transformações na estrutura produtiva no sentido de dar maior elasticidade à oferta. Essa visão, portanto, embora reconheça os males da inflação, argumenta que a inflação é decorrência das transformações produtivas por meio da industrialização e, portanto, o país não deve abrir mão de seu desenvolvimento em prol da estagnação com estabilidade. Para os estruturalistas, o coeficiente da regressão que associa inflação e desenvolvimento econômico é positivo. Segue-se que, dado que a moeda é endógena, passiva e não neutra, a Curva de Phillips é não vertical.

A principal conclusão que este capítulo nos apresenta é que o centro da discussão pode ser entendido por meio da Curva de Phillips. Embora os heterodoxos

não tratassem diretamente da Curva de Phillips, suas ideias se traduziam em uma curva de Phillips negativamente inclinada. Os economistas da ortodoxia monetária acreditam que, ao menos no longo prazo, a curva de Phillips é vertical e a moeda é neutra, enquanto que os economistas adeptos da heterodoxia monetária acham que a curva de Phillips é não vertical e a moeda, não neutra e endógena. Essa visão influencia no diagnóstico prescrito por cada uma das visões e constitui, portanto, as raízes das divergências. Conforme argumenta Peringer (1985), os estruturalistas se assemelham aos keynesianos no sentido de que eles acreditam na inflexibilidade dos preços para baixo de maneira que o impacto de uma política de estabilização será nas quantidades físicas e, portanto, no nível de emprego. Na versão monetarista simples, entretanto, a redução ocorre tão somente nos preços, mantendo-se o emprego e o produto estáveis. Já para os monetaristas modernos (adeptos da TQM de Friedman), tanto as quantidades quanto os preços variarão no curto prazo e tais preços e quantidades se adaptarão à nova estrutura de oferta e demanda. No longo prazo, o produto volta para o pleno emprego e a moeda é neutra.

Nesse sentido, como assinala Boianovsky (2012), as escolas monetarista e estruturalista assumem, respectivamente, uma curva de Phillips de longo prazo vertical - que assume até mesmo uma possível relação negativa entre inflação e desenvolvimento - e não-vertical - que acredita que exista um *trade off* entre inflação e desemprego. Neste caso, uma tentativa de estabilização será prejudicial e causará desemprego. Desta forma, a visão estruturalista aponta para a possibilidade de falar em inflação sem recorrer ao uso de termos referentes à moeda, como meios de circulação. Lopes (1979) argumenta, por meio de equações, que há existência de uma curva de Phillips não vertical, o que significa que a moeda não é neutra.

Sumário e Conclusão

No capítulo 1, foi visto a concepção de moeda e de inflação na História do Pensamento Econômico. O debate inglês entre bulionistas e antibulionistas, no século XIX, já destacava as visões divergentes acerca do processo inflacionário. Para os bulionistas, para quem a TQM valeria, a inflação era um problema de má administração da política monetária no sentido de que havia um excesso de emissão que, dado que a velocidade de circulação monetária é constante, eleva os preços na mesma proporção da quantidade de moeda excedente. Os déficits externos, por sua vez, também tinham origem no excesso de demanda por importações, sendo provocados pelo excesso de moeda. Por isso, defendiam a adoção de regras monetárias, como forma de se assegurar a estabilidade, visto que esta deve ser a prioridade. Já os antibulionistas criticam a estabilidade da demanda por moeda e a exogeneidade monetárias, tendo em vista que poderia haver uma variação na velocidade de circulação da moeda devido ao estado de confiança e entesouramento. A inflação, neste caso, pode ter outras causas que não o aumento da quantidade de moeda, como o aumento de preços agrícolas resultantes de safras ruins. Acreditavam na interferência entre real e monetário também por assumir o lastreamento real do crédito. Posteriormente, a *Currency School* assume uma posição parecida com a dos bulionistas, porém com maior ênfase no controle rígido sobre a oferta monetária. Isso é discutido pela *Banking School*, para quem controles rígidos eram ineficazes devido à existência de entesouramento e à endogeneidade monetária, com variação na velocidade de circulação da moeda negando, portanto, a existência de dicotomia entre real e monetário, além de também destacar a não neutralidade monetária tendo em vista que o crédito é lastreado em produção.

Pode-se dizer que os ortodoxos viam a economia como um processo de trocas diretas, em que o entesouramento é irracional e a moeda desempenha apenas a função de meio de troca, sendo a sua oferta exógena e a sua demanda, estável. Este arcabouço teórico opera com a dicotomia entre o real e o monetário e a neutralidade. Podem existir problemas informacionais e fricções de preços, por exemplo, no curto prazo, que fazem com que a moeda não seja neutra, como na teoria monetarista e novo-keynesiana, respectivamente. No longo prazo, porém, o produto é determinado por variáveis reais e a moeda é incapaz de afetar o emprego permanentemente. No caso da escola novo-clássica, ao assumir expectativas racionais, a moeda é neutra não apenas no longo prazo, mas também no curto prazo.

Para os heterodoxos, porém, a moeda possui papel fundamental para o crescimento econômico, dada a sua não neutralidade. No caso de Marx, o processo de reprodução do capital inicia com o dinheiro comprando as mercadorias meios de produção e força de trabalho, que, no processo de produção, gera excedente, ampliando a produção e a capacidade produtiva da economia. Assim, o crédito tem o poder de potencializar a produção. Ademais, há motivo para entesouramento, visto que a moeda é capaz de validar trabalhos privados e representa poder social. Assim, a moeda não é neutra e é endógena, com sua demanda sendo instável. Já Keynes analisa o papel dos bancos como fundamental para garantir os recursos que financiam o investimento. A disponibilidade de crédito depende da preferência pela liquidez dos bancos, que garante a produção e a renda. Assim, o investimento não depende da disponibilidade de poupança, mas sim da preferência pela liquidez dos agentes. Portanto, a moeda é não neutra e é endógena tendo em vista a ocorrência de entesouramento e o papel do crédito. Assim, tendo em vista o entesouramento, a causalidade da TQM não vale porque pode haver uma causalidade de “P” para “M”, além do fato de que a velocidade de circulação da moeda não é constante.

No capítulo 2, foi analisado o debate latino-americano entre monetaristas e estruturalistas. Os monetaristas estabelecem que o governo, ao emitir moeda, é o responsável pela inflação ao criar excesso de oferta de moeda, que se converte em excesso de demanda por bens e serviços, a qual não é satisfeita dada a rigidez de oferta dos produtos. A decorrência natural deste raciocínio é a necessidade de se combater a inflação de demanda. Por isso, os monetaristas são a favor de políticas ligadas a regras para a política monetária, em detrimento das de discricionariedade. Uma política de estabilização seria capaz de criar uma atmosfera que faz com que o crescimento ocorra espontaneamente, dados os problemas alocativos ocasionados pela inflação, com desestímulos à poupança e ao investimento produtivo. Assim como para Friedman, no longo prazo, não existe relação positiva entre inflação e crescimento do produto e a curva de Phillips é vertical sendo possível haver uma relação negativa entre inflação e desenvolvimento. Verifica-se os supostos de neutralidade e exogeneidade monetárias, e de que a demanda por moeda e a velocidade de circulação monetária são estáveis, sendo uma análise compatível com a TQM. Dado que o produto é determinado por variáveis reais a longo prazo, então uma política de estabilização é custosa, mas apenas em determinado período porque a moeda torna-se neutra no longo prazo.

A causalidade do modelo monetarista é invertida na visão estruturalista e a oferta monetária passa a ser vista como uma variável passiva, que acompanha as pressões autônomas geradas pelos estrangulamentos na capacidade de importar – decorrente da deterioração dos termos de troca e da instabilidade da demanda externa pelos produtos exportados – e na oferta inelástica de alimentos – causada pela estrutura fundiária dos países latino-americanos, bem como pela orientação da agricultura para o setor exportador – além dos ajustes institucionais – como a estrutura tributária precária. A inflação, ao ser considerada um fenômeno não monetário, é vista como tendo causas reais, no sentido de que não há dicotomia entre o lado real e o monetário. Esses elementos estruturais, que são os responsáveis pela origem da inflação, levam à elevação da quantidade de moeda, que, por isso, não é a causa da inflação. Isso porque as pressões estruturais são as responsáveis pelo surgimento dos déficits públicos e pela espiral inflacionária, que são elementos propagadores, mas não causadores da inflação. Ou seja, a moeda é vista como endógena e não neutra de modo que não é a estabilidade que condiciona o desenvolvimento, mas é o crescimento econômico que lança as bases para o estabelecimento da estabilidade. Assim, a moeda não é neutra porque as políticas restritivas adaptam o nível de demanda à oferta inelástica. Entretanto, ao fazer isso, o país abre mão do crescimento econômico em prol da estabilidade. Se forem implementadas essas políticas inadequadas, o problema da inflação não será resolvido e ainda acarretará custos em termos de produto. Ao deprimir ainda mais a oferta, o processo se agrava. O ajuste de oferta deve ser alcançado com medidas sistemáticas de longo prazo que reajustem a estrutura produtiva existente de forma a compatibilizar as estruturas de oferta e de demanda e a eliminar a causa estrutural da inflação de modo que políticas orientadas ao crescimento econômico, como uma política monetária favorável, têm o poder de interferir na esfera real, negando a neutralidade da moeda e a TQM.

Desta forma, este trabalho buscou adaptar o debate monetário discutido na História do Pensamento Econômico ao debate latino-americano, entre os monetaristas e os estruturalistas. Considero que estas discussões foram muito valiosas para a busca do desenvolvimento econômico do país, que é realmente o cerne da questão e o objetivo da Ciência Econômica. Assim, contribuíram imensamente na construção da economia brasileira ao longo do tempo. Como Bielschowsky (1988) diz, “*a sensação é a de que o debate econômico cumpriu sua função social fundamental, ou seja, permitiu o*

aprofundamento e a socialização de uma consciência crítica sobre a problemática econômica e social do país, enriquecendo e democratizando o processo político decisório”. É de suma importância a continuidade dessas discussões, que buscam pensar o Brasil e propor políticas que efetivamente contribuam para a construção de um país melhor para todos.

Referências bibliográficas

- AMADO, A. M. **O real e o monetário em economia: traços ortodoxos e heterodoxos do pensamento econômico.** In: SILVA, M. L. F. (Org.). *Moeda e Produção: teorias comparadas*. Brasília: Editora da Universidade de Brasília, 1992.
- AMADO A.M ; MOLLO, M.L.R.. **Noções de macroeconomia: razões teóricas para as divergências entre os economistas.** Barueri: Editora Manole, 2003.
- ARAÚJO, A. L. Z. **Avaliação crítica do regime de metas de inflação a partir de uma ótica pós-keynesiana.** *Análise econômica*, v. **31(60)**, 2013.
- BAER, W. **The inflation controversy in Latin America: a survey.** *Latin American Research Review*, n.2, 1967.
- BAER, W. **Brasil, inflação e eficiência econômica.** In: *Inflação e desenvolvimento: caminhos brasileiros 3*. Rio de Janeiro: Editora Vozes, 1963.
- BARBOSA, F. H. **A visão monetarista do processo inflacionário.** In: _____. *A inflação brasileira no após-guerra: monetarismo x estruturalismo*. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1983.
- BARBOSA, F. H. **A visão estruturalista do processo inflacionário.** In: _____. *A inflação brasileira no após-guerra: monetarismo x estruturalismo*. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1983.
- BIELSCHOWSKY, R. **Pensamento Econômico Brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo.** Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1988.
- BLANCHARD, O. **Mercados de bens e mercados financeiros: o modelo IS-LM.** In: _____. *Macroeconomia*. São Paulo: Pearson, 2011.
- BLANCHARD, O. **The State of Macro.** *NBER Working Paper Series*. p. 02-12, 2008.
- BLAUG, M. **A Lei de Say e a Teoria Monetária Clássica.** In: _____. *História do pensamento econômico. Lisboa: Publicações Dom Quixote*, 1989.
- BOIANOVSKY, M. **Furtado and the structuralist-monetarist debate on Economic stabilization in Latin America.** *History of Political Economy*, v.**44(2)**, 2012.
- BRUE, S. L. **A escola de Chicago: o novo classicismo.** In: _____. *História do pensamento econômico*. São Paulo: Thomson Learning, 2005.
- BRUNHOFF, S. **A moeda na obra de Marx: concepção e método.** In: SILVA, M. L. F. (Org.). *Moeda e Produção: teorias comparadas*. Brasília: Editora da Universidade de Brasília, 1992.
- CAMPOS, R. C. **Two views on inflation in Latin America.** In: HIRSCHMAN, A. (org.), *Latin American Issues: essays and comments*, New York: Twentieth Century Fund, 1961.
- CARLIN, W; SOSKICE, D. **Aggregate demand and aggregate supply.** In: _____. *Macroeconomics: institutions, instability and the financial system*. Oxford: The University of Oxford Press, 2006.

- CARLIN, W; SOSKICE, D. **Inflation, unemployment and monetary rules.** In: _____. *Macroeconomics: institutions, instability and the financial system.* Oxford: The University of Oxford Press, 2006.
- CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. **A moeda e o sistema monetário.** In: _____. *Economia Monetária e Financeira.* Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.
- CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. **A teoria quantitativa da moeda.** In: _____. *Economia Monetária e Financeira.* Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.
- CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. **Demanda por moeda, a escolha de ativos e a preferência pela liquidez em Keynes.** In: _____. *Economia Monetária e Financeira.* Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.
- CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. **A demanda por moeda no modelo monetarista: a nova teoria quantitativa da moeda.** In: _____. *Economia Monetária e Financeira.* Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.
- CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. **A teoria da política monetária no modelo monetarista.** In: _____. *Economia Monetária e Financeira.* Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.
- CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. **A teoria da política monetária novo-clássica.** In: _____. *Economia Monetária e Financeira.* Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.
- CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. **O regime de metas de inflação.** In: _____. *Economia Monetária e Financeira.* Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.
- CARVALHO, F. C. **Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva pós-keynesiana.** In: SILVA, M. L. F. (Org.). *Moeda e Produção: teorias comparadas.* Brasília: Editora da Universidade de Brasília, 1992.
- CHICK, V. **A evolução do Sistema Bancário e a teoria da Poupança, do Investimento e dos Juros.** *Ensaio FEE*, v. 15(1), p. 9-23, 1994.
- CURADO, M.; CAVALIERI, M. **Uma crítica à interpretação inflacionista do desenvolvimentismo.** *Economia e Sociedade*, v.24 (1), p.57-86, 2015.
- DORRANCE, G. S. **The effect on inflation on economic development.** In: BAER, W.; KERSTENETZKY (orgs.), I. *Inflation and Growth in Latin American.* The Economic Growth Center, Yale University, 1964.
- FELIX, D. **Uma alternativa para a controvérsia entre Monetarismo e Estruturalismo.** In: HIRSCHMAN, A. (Org.) *Monetarismo vs. Estruturalismo.* Rio de Janeiro: Lidador, 1961.
- FERRARI FILHO, F. **Os “keynesianos” neoclássicos e os pós-keynesianos.** *Ensaio FEE*, v.12(2), p. 340-348, 1991.
- FONSECA, P. C. D.; MOLLO, M. L. R. **Metalistas x papelistas: origens teóricas e antecedentes do debate entre monetaristas e desenvolvimentistas.** *Nova Economia*, v.22(2), p.203-233, 2012.

- FRIEDMAN, M. **The quantity theory of money: a restatement.** In: _____. *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: The University of Chicago Press, 1956.
- FURSTENAU, V. **Inflação: monetaristas e estruturalistas.** *Ensaio FEE*, p. 25-35, 1982.
- FURTADO, C. **A política monetária.** In: *Inflação e desenvolvimento: caminhos brasileiros 3*. Rio de Janeiro: Editora Vozes, 1961.
- GONTIJO, C. **Notas críticas sobre a macroeconomia novo-keynesiana.** *Revista de Economia Política*, v.29(2), p.285-301, 2009.
- GRUNWALD, J. **Estabilidade de preços e desenvolvimento segundo a escola “estruturalista”: o caso chileno.** In: HIRSCHMAN, A. (org.), *Latin American Issues: essays and comments*. New York: Twentieth Century Fund, 1961.
- HABERLER, G. **Políticas para estabilização.** In: _____. *Crescimento econômico e estabilidade*. Rio de Janeiro: Zahar Editora, 1974.
- HABERLER, G. **Estabilidade, crescimento e inflação.** In: _____. *Crescimento econômico e estabilidade*. Rio de Janeiro: Zahar Editora, 1974.
- HABERLER, G. **Inflação de demanda e inflação de custo.** In: _____. *Crescimento econômico e estabilidade*. Rio de Janeiro: Zahar Editora, 1974.
- HIRSCHMAN, A. **Ideologias no desenvolvimento econômico na América Latina.** In: _____. *Monetarismo vs. Estruturalismo*. Rio de Janeiro: Lidador, 1961.
- HOOVER, K. D. **The limits of Monetary Policy: macroeconomic models.** In: _____. *The New Classical Macroeconomics: a sceptical inquiry*. Blackwell, Oxford, 1988.
- HUNT, E. **A ideologia neoclássica e o mito do mercado auto-regulador: as ideias de John Maynard Keynes.** In: _____. *História do pensamento econômico*. Editora Campus, Rio de Janeiro, 1982.
- KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego.** *Quartely Journal of Economics*, v. 31, 1937.
- LOPES, F. L. **Teoria e política da inflação brasileira: uma revisão crítica da literatura.** In: SAYAD, J. (org.). *Resenhas de Economia Brasileira*, ANPEC, 1979.
- LOPES, M. L. M.; MOLLO, M. L. R.; COLBANO, F. S. **Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana.** *Revista de Economia Política*, v.32(2), p. 282-304, 2012.
- MARX, K. **A mercadoria.** In: _____. *O Capital. Coleção Os Economistas*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.
- MARX, K. **O processo de troca.** In: _____. *O Capital. Coleção Os Economistas*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.
- MARX, K. **O dinheiro ou a circulação das mercadorias.** In: _____. *O Capital. Coleção Os Economistas*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

- MARX, K. **Transformação do dinheiro em Capital**. In:_____. *O Capital. Coleção Os Economistas*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.
- MOLLO, M. L. R. **As controvérsias monetárias do século XIX**. *Ensaio FEE*, v. **15(1)**, p.80-97, 1994.
- MOLLO, M. L. R. **Ortodoxia e heterodoxia monetárias: a questão da neutralidade da moeda**. *Revista de Economia Política*, v.**24(3)**, p.323-343, 2004.
- MOLLO, M. L. R. **A importância analítica da moeda em Marx e Keynes**. *Análise Econômica*, v. **16(29)**, p.5-20, 1998.
- MOLLO, M. L. R. **Moeda, Taxa de Juros e Preferência pela Liquidez em Marx e Keynes**. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J. (Org.). *Macroeconomia do Emprego e da Renda – Keynes e o Pós-Keynesianismo*. Barueri: Manole, 2003.
- MOLLO, M. L. R. **Inflação: notas introdutórias sobre diferentes interpretações**. Brasília: Séries de Textos Didáticos n ° 1,1993.
- MOLLO, M. L. R. **Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky**. *Revista de Economia Política*, v. **8(1)**, p.100-123, 1988.
- MOLLO, M.L.R.; AMADO A.M. **Noções de macroeconomia: razões teóricas para as divergências entre os economistas**. Barueri: Editora Manole, 2003.
- NUNES, A. J. A. **A controvérsia monetarismo/estruturalismo – o ambiente em que surgiu**. In:_____. *Teoria econômica e desenvolvimento econômico*. Lisboa: Editorial Caminho, 1988.
- NUNES, A. J. A. **Os termos e o significado da controvérsia monetarismo/estruturalismo**. In:_____. *Teoria econômica e desenvolvimento econômico*. Lisboa: Editorial Caminho, 1988.
- OLIVERA, J. **La teoría no monetária de la inflación in América Latina**. *El trimestre económico*. México: fondo de cultura económica, v.27. 1960.
- PATRÍCIO, I.; ARAUJO, V. L. **Inflação e desenvolvimento no pensamento econômico brasileiro**. *Teoria e Cultura*, v.**10(1)**, p. 55-65, 2015.
- PERINGER, A. M. **O monetarismo**. In:_____. *Monetarismo vs Keynesianismo vs Estruturalismo: inflação, desemprego e taxas de juros*. Rio de Janeiro: Editora Globo, 1985.
- PERINGER, A. M. **As críticas ao monetarismo e as respostas dele ao pensamento keynesiano**. In:_____. *Monetarismo vs Keynesianismo vs Estruturalismo: inflação, desemprego e taxas de juros*. Rio de Janeiro: Editora Globo, 1985.
- PERINGER, A. M. **A inflação interpretada pelas diversas doutrinas**. In:_____. *Monetarismo vs Keynesianismo vs Estruturalismo: inflação, desemprego e taxas de juros*. Rio de Janeiro: Editora Globo, 1985.
- PINTO, A. **Nem estabilidade nem desenvolvimento: a política do FMI**. In: *Inflação e desenvolvimento: caminhos brasileiros 3*. Rio de Janeiro: Editora Vozes. 1959.

- PINTO, A. **Estruturalismo e monetarismo: um inventário.** In: *Inflação e desenvolvimento: caminhos brasileiros 3*. Rio de Janeiro: Editora Vozes. 1963.
- PINTO, A. **Estabilidad y desarrollo: metas incompatibles o complementarias?** *El trimestre económico*. México: fondo de cultura económica, v.27 (2), 1960.
- PINTO, A. **Raíces estructurales de la inflación en la América Latina.** *El trimestre económico*, v.35(137), 1968.
- RODRÍGUEZ, O. **Sobre o enfoque estruturalista da inflação.** In: _____. *O estruturalismo latino-americano*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009.
- SEERS, D. **Inflation and growth: the heart of the controversy.** In: BAER, W.; KERSTENETZKY (orgs.), I. *Inflation and Growth in Latin American*. The Economic Growth Center, Yale University, 1964.
- SICSÚ, J. **Keynes e os Novos-Keynesianos.** *Revista de Economia Política*, v.19(2), p. 84-102, 1999.
- SICSÚ, J. **Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana.** *Análise Econômica*, v.21(39), 2003.
- SMITHIES, A. **Inflação: a controvérsia entre monetaristas e estruturalistas.** *Revista Brasileira de Economia*, v. 17(3), 1963.
- STUDART, R. **O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional.** *Revista de Economia Política*, v.13(1), p.101-118, 1993.
- SUNKEL, O. **O fracasso das políticas de estabilização no contexto do processo de desenvolvimento latino-americano.** In: *Inflação e desenvolvimento: caminhos brasileiros 3*. Rio de Janeiro: Editora Vozes. 1963.
- SUNKEL, O. **Um esquema geral para a análise da inflação.** *Econômica brasileira*, p.361-377, 1957.
- SUNKEL, O. **A inflação chilena: um enfoque heterodoxo.** In: BIELSCHOWSKY (Org.). *Cinquenta anos de pensamento na CEPAL*. Rio de Janeiro, Record, 2000. 1958
- THWEATT; KANITZ. **Inflação, desenvolvimento e elasticidade no preço-produção.** In: *Inflação e desenvolvimento: caminhos brasileiros 3*. Rio de Janeiro: Editora Vozes. 1967.
- TOTONCHI, J. **Macroeconomic Theories of Inflation.** *International Conference on Economics and Finance Research*, v. 4, p.459-462, 2011.
- VÁSQUEZ, J. **Inflação e desenvolvimento econômico no Chile e no México.** *Cinquenta anos de pensamento na CEPAL*. Rio de Janeiro: Record, [1957] 2000.
- VÁSQUEZ, J. **El desarrollo económico y la inflación en México y otros países latino-americanos.** *Investigación económica*, v.16(4), 1954.