



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UNB
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, ECONOMIA E CONTABILIDADE – FACE
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MATEUS BARROS MENDONÇA

MOEDA E INFLAÇÃO: teorias comparadas

Brasília-DF
2021

MATEUS BARROS MENDONÇA

MOEDA E INFLAÇÃO: teorias comparadas

Monografia apresentada à Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof^ª. Dr^ª. Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

Brasília-DF
2021

M539 MENDONÇA, Mateus Barros

Moeda e inflação: teorias comparadas / Mateus Barros Mendonça. – 2021.

88f. 30cm.

Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade de Brasília, Departamento de Ciências Econômicas, Brasília, 2021.

Orientação: Prof^a. Dr^a. Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

1. Teoria Quantitativa da Moeda 2. História do Pensamento Econômico 3. Controvérsias Monetárias 4. Economia Ortodoxa 5. Economia Heterodoxa I Mendonça, Mateus Barros. II Título

CDU 330

AGRADECIMENTOS

Agradeço à professora Maria de Lourdes Rollemberg Mollo, por ter aceitado orientar este trabalho de forma tão solícita, além da paciência demonstrada no decorrer do processo de

escrita. Por valorizar e impulsionar meu interesse pelo tema. À banca, por gentilmente aceitar o convite e dedicar seu tempo à leitura deste trabalho.

Aos meus pais, Valteci e Fátima, que me proporcionaram uma vida privilegiada, cheia de afeto e infinitas possibilidades. Agradeço também à minha companheira Eduarda pelo companheirismo ao longo dos anos e pelo apoio neste trabalho.

Sou muito grato àqueles que me ensinaram durante os anos de graduação. Agradeço também a todos os profissionais que ajudam, seja qual for a forma, a manter a Universidade de Brasília como um local enriquecedor não só intelectualmente, mas também através de todas as outras vias importantes na formação enquanto pessoa e cidadão.

RESUMO

Na ciência econômica existem diferentes visões a respeito da moeda e da inflação, resultantes de teorias e conclusões teóricas distintas. Em busca de fornecer uma síntese quanto aos principais posicionamentos em torno dessas questões, este trabalho explora os conceitos de ortodoxia e heterodoxia para ressaltar as controvérsias monetárias. Ao longo do primeiro

capítulo a visão ortodoxa é apresentada, desde suas origens até as teorias monetárias mais recentes dos economistas monetaristas, novo clássicos e novo keynesianos. No segundo capítulo as escolas heterodoxas marxista e pós-keynesiana são apresentadas. No terceiro capítulo é analisado primeiramente a proximidade e os possíveis pontos divergentes entre as escolas heterodoxas, seguido de uma análise comparativa final dos desacordos entre a ortodoxia e a heterodoxia. Por fim, foi possível compreender que há espaço para uma agenda de pesquisa heterodoxa ampla, que incorpore de forma frutífera considerações teóricas de ambas as escolas, enquanto é evidenciado que as dissidências quanto à inflação e ao papel da política monetária da ortodoxia e da heterodoxia se conectam diretamente à forma de conceber a moeda na economia.

Palavras-chave: Teoria Quantitativa da Moeda. História do Pensamento Econômico. Controvérsias Monetárias. Economia Ortodoxa. Economia Heterodoxa.

ABSTRACT

There are different views about money and inflation in the economics science, resulting from different theories and theoretical conclusions. Looking to provide a synthesis of the most important positions hold about these questions, this work explores the concepts of orthodox and heterodox economics to highlight the monetary controversies that exist. In the first chapter the orthodox view is presented, since its origins until the most recent monetary theories from monetarists, new classicals and new keynesian economists. In the second chapter, the marxist and post keynesian heterodox schools are presented. Finally, in the third chapter is discussed first the proximity and possible divergent points between the heterodox schools, then followed by a final comparative analysis about the disagreements between the orthodox and heterodox points of view. It was possible to comprehend that there's space to a broad heterodox theoretical research agenda, which embodies theoretical insights from both sides in a beneficial way, while at the other side its highlighted that the schism concerning inflation and the role of monetary policy between orthodox and heterodox economics comes directly from their concept of money.

Key-words: Quantity Theory of Money. History of Economic Thought. Monetary Controversies. Orthodox Economics. Heterodox Economics.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - A Curva de Phillips.....	31
Gráfico 2 - A Curva de Phillips Aceleracionista.....	33

LISTA DE ESQUEMAS

Esquema 1 - Ciclo de reprodução do capital.....	40
Esquema 2 - Ciclo expandido de reprodução do capital com crédito.....	42
Esquema 3 - Investimento, renda, e poupança na visão de Keynes.....	58

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Controvérsias monetárias.....	74
--	----

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
CAPÍTULO 1 – A MOEDA E A INFLAÇÃO SEGUNDO A ORTODOXIA.....	10
1.1 O período clássico e a Teoria Quantitativa da Moeda.....	10
1.2 A Teoria Quantitativa da Moeda neoclássica.....	24

1.3 O pensamento monetarista e a Curva de Phillips.....	29
1.4 Novos clássicos, novos keynesianos e o Novo Consenso Macroeconômico.....	34
CAPÍTULO 2 – A MOEDA E A INFLAÇÃO SEGUNDO A HETERODOXIA.....	38
2.1 A concepção de moeda para Marx.....	38
2.2 Teorias de inflação marxistas.....	43
2.3 Keynes, os pós-keynesianos e a importância monetária.....	47
2.4 Teorias de inflação pós-keynesiana.....	62
CAPÍTULO 3 – INTERSECÇÃO E DISPUTA ENTRE AS TEORIAS.....	65
3.1 Divergências e possibilidade de complementaridade entre Marx e Keynes.....	65
3.2 A síntese das controvérsias monetárias entre ortodoxos e heterodoxos.....	73
CONCLUSÕES FINAIS.....	84
REFERÊNCIAS.....	86

INTRODUÇÃO

Esta monografia busca fornecer um panorama geral das principais concepções monetárias e de suas respectivas visões quanto à questão inflacionária. O elemento central nesse caso é, naturalmente, a moeda e o seu comportamento dentro da estrutura econômica. Diante de diferentes pontos de partida teóricos, conclusões bastante distintas sobre as causas e as possíveis soluções para os problemas econômicos podem ser identificados. Visando explorar essa pluralidade, busca-se desenvolver uma noção comparativa entre a teoria convencional, ortodoxa, e duas das principais escolas heterodoxas - o pensamento marxista e o pensamento pós-keynesiano – acerca da moeda e da inflação.

A concepção monetária envolve questões essenciais como a aceitação da neutralidade da moeda, a importância do entesouramento, a capacidade de controlar o estoque monetário de forma exógena e o seu papel em relação aos processos inflacionários. Levando em conta que o pensamento econômico acaba por moldar, em elevado grau, as decisões de política econômica observadas na realidade, e que há considerável dissenso com variadas posições defendidas, torna-se importante que questões tais como a inflação e a política monetária sejam abordadas teoricamente através de uma perspectiva ampla e comparativa a fim de que não só os debates teóricos sejam melhor apreciados, mas também que a inserção prática dessas questões no âmbito das decisões políticas aconteça de forma mais consciente e democrática.

Nesse sentido, o primeiro capítulo aborda a ortodoxia econômica, dominante na ciência. Inicialmente são trabalhadas as origens históricas e os pressupostos balizadores da visão mantida por este grupo quanto à inflação e a questão monetária como um todo. O ponto fundamental a ser explicado é a chamada Teoria Quantitativa da Moeda e as premissas que permitem sua aceitação, notadamente a neutralidade e a exogeneidade da moeda. Da discussão inicial, a abordagem segue em direção às teorias neoclássicas e monetaristas, até que as escolas contemporâneas dos economistas novos clássicos e novos keynesianos é apresentada, destacando-se a abordagem de inflação de demanda e a prescrição de política monetária pertencente ao Novo Consenso Macroeconômico.

O segundo capítulo apresenta o contraponto fornecido pela heterodoxia em relação às teorias apresentadas no primeiro capítulo. A divergência decorre das críticas a pontos teóricos importantes estabelecidos na teoria *mainstream* que, desde o princípio, são vistos como inadequados para tratar da economia do mundo real. A concepção monetária dos pensamentos heterodoxos conduz à rejeição da Teoria Quantitativa da Moeda e da inflação de demanda,

abrindo espaço para diferentes proposições quanto à política monetária necessária para permitir o crescimento econômico.

No terceiro capítulo essas bases teóricas são conectadas em dois tempos: primeiro, as teorias heterodoxas são colocadas conjuntamente em evidência para avaliar seus pontos de convergência crítica, ao mesmo tempo que os pontos de divergência são analisados; por último, o conteúdo exposto ao longo dos capítulos anteriores é finalmente articulado comparativamente. Desse exercício, busca-se fornecer um indicativo da existência ou não de possibilidades teóricas futuras em termos de uma agenda heterodoxa complementar, sugerindo possíveis ganhos de uma composição mais abrangente e completa, e sintetizar como a ortodoxia e a heterodoxia se opõem nas controvérsias monetárias, na questão inflacionária e na visão econômica em geral.

CAPÍTULO 1 -- A MOEDA E A INFLAÇÃO SEGUNDO A ORTODOXIA

De forma geral, a Teoria Quantitativa da Moeda pode ser definida como a proposição de que uma variação no estoque de moedas levará a uma variação no nível de preços. Isso decorre dos pressupostos aceitos previamente que essencialmente tornam a moeda neutra e exógena: ela não desempenha nenhum efeito no lado real - pelo menos a longo prazo - da economia, ou seja, na produção e alocação de recursos, mas tão somente no lado nominal pela transmissão de efeitos ao nível de preços; e é determinada independentemente do funcionamento da economia, ou seja, há um controle externo capaz de assegurar a quantidade de moeda.

A ortodoxia monetária sustenta seu pensamento através da Teoria Quantitativa. Encara as economias monetárias como versões sofisticadas das economias de troca, onde a moeda essencialmente exerce a função de meio de troca, facilitando a circulação de bens e, portanto, o funcionamento da divisão social do trabalho e do mercado (MOLLO, 2004). Uma vez que efeitos permanentes na produção decorrentes de variações monetárias não são admitidos, apenas variáveis reais influenciam variáveis reais, como o produto e o emprego. Nesse sentido, a inflação é para a ortodoxia monetária o efeito de um excedente de moeda que só pode resultar em aumento do nível geral de preços. Além disso, a exogeneidade da moeda significa que a demanda por moeda não influencia sua oferta e, portanto, a autoridade monetária pode exercer controle do estoque monetário, sendo responsável por garantir a estabilidade de preços.

Mollo e Amado (2003) resumem a inflação proposta adiante pelas diferentes roupagens da Teoria Quantitativa como a teoria da inflação de demanda. Sucintamente, considerando (i) a moeda incapaz de levar a efeitos no produto Y , ou capaz apenas no curto prazo, o que significa a neutralidade da moeda; (ii) uma velocidade de circulação V constante/estável - ou pelo menos previsível, como na função monetarista -; e (iii) o total controle do estoque de moeda por parte da autoridade monetária, tornando-a exógena, a conclusão é que o aumento de moeda leva ao aumento proporcional no nível dos preços sem efeitos na produção e no emprego.

1.1 O período clássico e a Teoria Quantitativa da Moeda

Muitas vezes heranças no campo das ideias são passíveis de serem traçadas, de forma a enriquecer o entendimento daquilo que é carregado adiante como um núcleo fundamental. No pensamento econômico uma dessas heranças é o desenvolvimento da chamada Teoria Quantitativa da Moeda, tendo suas primeiras formulações nos trabalhos do filósofo Jean Bodin,

no século XVI, subsequentemente revisitados e aprimorados por autores como John Locke, David Hume e Richard Cantillon, ao longo dos séculos XVII e XVIII (HUMPHREY, 1974).

Humphrey escreve que “essencialmente a Teoria Quantitativa é uma hipótese sobre a principal causa de mudanças no valor ou poder de compra da moeda.” Jean Bodin apresentou uma versão inicial para teoria ao afirmar que a causa para a inflação de preços furiosa que acontecia na Europa Ocidental em seu tempo era a abundância de metais preciosos importados das minas das colônias espanholas na América do Sul. Essa abundância era então absorvida pelos preços dos bens para se ajustarem ao valor “real” anterior da moeda.

John Locke trouxe um aprofundamento para a ideia, afirmando um princípio de proporcionalidade entre a variação da quantidade de moeda circulando e a consequente variação do nível dos preços. Dessa forma, caso a quantidade de moeda presente dobrasse, os preços também naturalmente dobrariam, de forma que a unidade de moeda passaria a valer exatamente a metade do seu valor anterior.

Blaug (1985), em seu livro *Economics Theory in Retrospect*, explica que usando a Equação de Trocas “ $MV=PT$ ” (que será discutida posteriormente) temos a identidade entre a quantidade de moeda (M) multiplicada pelo número de vezes que a moeda trocou de mãos (V) e o preço médio dos bens (P) multiplicado pelo volume total de trocas (T). Segundo o autor, “como formulado primeiramente por Locke, a teoria quantitativa simplesmente dizia que o nível dos preços está sempre em proporção para a quantidade de dinheiro (...); sendo um truísmo mais do que uma teoria, mas ainda assim um truísmo útil porque enfatiza a função da moeda como meio de troca” (BLAUG, 1985). Essa ênfase pode ser entendida como a afirmação de que a quantidade *absoluta* de moeda não se correlaciona com riqueza, como com a medida pelo Produto Interno Bruto.

Segue-se que “a identidade se torna uma teoria ao relacionar as variáveis de forma definitiva. A Teoria Quantitativa é uma doutrina conectando M para P, com T de alguma forma determinado por forças ‘reais’ e V dado pelos hábitos de pagamentos e as instituições financeiras da economia” (BLAUG, 1985). O ponto discutido é que estabelecer a relação entre M e P como Bodin e Locke começaram a fazer ia na contramão do que os mercantilistas em geral diziam, pois esses “enfativavam o efeito de M em T, não em P”. O que isso quer dizer é que o raciocínio da igualdade da Equação de Trocas já era utilizada para desenvolver proposições sobre o volume total de bens negociados e as moedas envolvidas, mas o pensamento majoritário era creditar a um aumento de oferta de moeda um aumento por demanda de moeda de tal forma que o volume de transações (T) aumentava, e não os preços.

O próximo autor destacado, David Hume, é um dos responsáveis por um deslocamento na forma de abordagem do problema. Como Humphrey descreve, “[Cantillon] e Hume foram os primeiros a aplicarem à Teoria Quantitativa duas distinções cruciais: (1) entre a estática e a dinâmica econômica [...], e (2) entre a neutralidade de longo-prazo da moeda e a não-neutralidade de curto prazo da moeda. (HUMPHREY, 1974) A primeira distinção diz respeito ao conhecido equilíbrio de longo-prazo da economia e aos movimentos em direção a esse equilíbrio, respectivamente; enquanto a segunda distinção é o início de uma demarcação importante para o presente trabalho: a neutralidade da moeda.

O que motiva constatar essas distinções é o fato de que esses autores trataram de estabelecer não somente comparações de pontos distintos no tempo que continham quantidades de moeda diferentes sendo tudo o mais constante, mas também como se daria o ajustamento da economia dado um aumento inicial de moeda. Esse aumento inicial da moeda não leva instantaneamente para a primeira situação descrita, ou seja, não basta constatar comparações estáticas de tempos diferentes, é preciso explicar a dinâmica e o processo de ajustamento.

David Hume tem como ponto de partida o chamado princípio de proporcionalidade formalizado por John Locke, corpo da Teoria Quantitativa:

If we consider any one kingdom by itself, 'tis evident, that the greater or less the plenty of money is of no consequence; since the prices of commodities are always proportion'd to the plenty of money. (HUME, 1752 *apud* GRAFF, 2008).

Como Blaug (1985) explica, Hume porém introduz uma noção de causalidade ao tratar da temporalidade de um aumento da quantidade de moeda, que conecta esse aumento ao aumento que se dará no nível dos preços. Esse é o chamado efeito de transmissão direta da moeda aos preços: “um aumento arbitrário de moedas induz a um aumento na proporção de consumo até que todas as rendas e preços aumentem na mesma proporção da injeção monetária” (HUMPHREY, 1974).

O efeito de transmissão direta dispõe uma não-neutralidade da moeda, como quando Hume introduz várias noções não-neutras: ilusões monetárias de otimismo advindas das rendas recebidas, atraso no ajuste de custos atrás dos preços, etc. Apesar disso, essa dinâmica está associada ao ajustamento para o equilíbrio de longo-prazo, ou seja, o efeito é temporário e desaparecerá, sendo a moeda não-neutra apenas no curto-prazo. Carvalho et al. (2007) trás uma citação de Hume:

Para explicar este fenômeno devemos considerar que ainda que o novo preço alto das mercadorias é uma consequência necessária do aumento do ouro e da prata, tal aumento não ocorre de imediato; ao contrário, deve transcorrer certo tempo para que o dinheiro circule por todo o Estado e até sentir seu efeito sobre toda classe de pessoas.

A princípio não se percebe nenhuma alteração; gradualmente os preços vão subindo, primeiro o de algumas mercadorias, logo o de outras, até que o total alcança a proporção de aumento apropriada à nova quantidade de dinheiro que há no reino. Em minha opinião, é somente no intervalo, no período intermediário entre a aquisição do dinheiro e o aumento dos preços, que o aumento na quantidade de ouro e prata é favorável à indústria (HUME *apud* CARVALHO *et al*, 2007).

Aqui a contribuição de Richard Cantillon é pertinente, pois como coloca Humphrey (1974), mostra-se que a injeção monetária envolve um efeito de distribuição não-neutral porque, em geral, a nova moeda não será distribuída aos indivíduos de acordo com suas partes prévias na quantidade anterior existente. Isso pode alterar os padrões de gastos e a estrutura de produção e alocação de recursos.

Uma questão importante a ser levantada é se essa transmissão na verdade não seja garantidamente proporcional. Algumas condições necessárias para isso acontecer incluem que a injeção monetária aconteça com uma distribuição perfeita na sociedade (efeito na distribuição); que a moeda não apresente uma demanda intrínseca como reserva de valor (entesouramento racional); ou, de modo geral, que a economia não esteja tendendo à toda sua capacidade com pleno uso de seus fatores de produção.

O pensamento econômico clássico recebeu esses trabalhos e deu continuidade na tradição ao longo do século XIX. Entretanto, enquanto Cantillon e Hume trouxeram análises dos períodos dinâmicos de desequilíbrio, a análise clássica focou principalmente no equilíbrio de longo-prazo, onde a moeda é apenas um véu (HUMPHREY, 1974). Apesar de reconhecerem e até expandirem o número de efeitos transitórios os quais garantiam que a moeda influenciasse as variáveis reais da economia, a importância atribuída a eles era pequena. Era possível um estímulo de produção por injeção monetária, por exemplo, mas fadado a um período transicional de curto prazo que eventualmente seria compensado via ajustes de preços, resultando numa “contra compensação” direcionada ao equilíbrio.

Para tratar da Teoria Quantitativa da Moeda nesse período, dois mecanismos importantes a serem colocados são a) a transmissão direta e b) a transmissão indireta. Ambos explicam como se dá a relação causal entre a quantidade M de moeda e o nível de preços P . O efeito direto, que pode ser apelidado de Cantillon-Hume (discutido acima), é o efeito na demanda por bens advindo pelo aumento de moeda em mãos, aumentando o consumo até que os preços correspondam com um aumento proporcional. O efeito indireto por sua vez, fruto dos trabalhos de Henry Thornton (1760-1815) principalmente em sua obra *Nature of the Paper Credit of Great Britain* (1802), é o ajuste nos preços através de um efeito anterior de M na taxa de juros da economia.

Segundo Blaug (1985), o efeito indireto vem a ser aceito pelos economistas clássicos como Ricardo e Mill e representa um alicerce do pensamento monetário majoritário da época. Ele explica que “o argumento é que o equilíbrio monetário numa economia com um ativo não-monetário existe apenas quando a taxa de juros no mercado de empréstimos é igual à taxa de retorno do capital investido no mercado de bens.”¹ Nesse sentido, a influência do aumento de moeda disponível levará a um efeito na taxa de juros que, após um período de transição, retornará a seu nível anterior ao passo que o nível de preços terá aumentado. Logo, um efeito inflacionário causado pela moeda.

Com a oferta de mais dinheiro disponível, a taxa de juros para tomar empréstimos sofre uma queda. Essa queda cria uma diferença entre o retorno do capital, que se relaciona com a demanda de dinheiro para investimento, e a taxa necessária para investir, que diminuiu - a taxa de juros para empréstimo. A diferença entre as taxas se traduz em um estímulo ao investimento para produzir mais mercadorias. O estímulo durará até que o preço dos bens suba devido à pressão exercida pelo aumento de investimentos:

Uma injeção monetária chega ao mercado de empréstimos através do sistema bancário; a oferta incrementada de crédito faz com que a taxa de juros fique abaixo do retorno do capital; o volume de empréstimos aumenta quando os bens de investimento se encarecem e a demanda por crédito é estimulada. Eventualmente, a demanda incrementada por crédito alcançará a oferta de crédito. Entretanto, enquanto a taxa de juros estiver abaixo da taxa de lucro do capital, a demanda por créditos será insaciável. Logo a demanda supera a oferta e a taxa de juros para empréstimo começa a subir novamente. Se a taxa real de retorno do capital se manteve constante, o equilíbrio é recuperado somente quando a taxa de juros retornar ao seu nível anterior à injeção monetária. Isto é, em equilíbrio, a taxa de juros é independente da quantidade de moeda em circulação (BLAUG, 1985).

Com os dois mecanismos em mente, a economia clássica obteve uma explicação para o efeito causal do dinheiro na economia. Esse efeito causal pode ser colocado em uma lista de proposições e postulados que, juntos, servem de argumento para concluir que a mudança no valor da moeda se deve, essencialmente, à mudança na quantidade de moeda, isto é, as duas variáveis são inversamente proporcionais. Logo, a Teoria Quantitativa da Moeda vincula como causa de um processo inflacionário o excesso de moeda circulando na economia.

Humphrey (1974) fornece uma boa síntese dessas proposições inter-conectadas: (1) a proporcionalidade de M e P; (2) o papel causal, de variável ativa, de M nos mecanismos de

¹ Thornton expõe a condição de equilíbrio do mercado monetário em que a taxa de juros nominal deve ser igual à taxa de juros real, isto é, ao retorno do capital. Wicksell resgata essa linha de raciocínio posteriormente. (BLAUG, 1985)

transmissão monetária; (3) a neutralidade da moeda; (4) a teoria monetária do nível dos preços; e (5) a exogeneidade da moeda nominal.

A primeira proposição é o teorema da proporcionalidade já citado, em que P variará na exata proporção da variação em M : os preços respondem à mudança na quantidade de moeda se alterando na mesma proporção, na direção inversa. Essa conclusão parte da hipótese de que os indivíduos têm uma quantidade estável de quanto poder de compra desejam manter em mãos, de forma que os preços variam na proporção da quantidade de moeda e o poder de compra permanece o mesmo.

Definindo como saldos monetários reais o poder de compra demandado em mãos necessário para o ordinariamente transacionado, a proposição se sustenta caso essa demanda e a correspondente velocidade das transações sejam estáveis, isso é, somente dessa forma é garantido a variação proporcional de M para P :

Suponha por exemplo que uma duplicação da oferta de moeda nominal, M , é acompanhada de (1) uma redução pela metade ou (2) uma duplicação da demanda por saldos reais. O nível dos preços teria que quadruplicar no primeiro caso ou permanecer intacto no segundo caso os saldos reais, M/P , deva atingir o nível desejado. Na verdade, qualquer choque arbitrário na quantidade de saldos monetários reais demandado necessitaria uma variação em P diferente daquela que ocorreu em M . Somente se a demanda por saldos reais permanecer estável (constante) essa relação de proporcionalidade seguirá. Portanto, a versão estrita da teoria quantitativa deve assumir uma estabilidade total da demanda por moeda para prever uma variação equiproporcional entre M e P (HUMPHREY, 1974).

A segunda proposição se trata do mecanismo de transmissão estabelecido entre M e P , a forma como o primeiro influencia o segundo. São os efeitos diretos e indiretos representados aqui através dos autores Cantillon-Hume e Thornton, respectivamente. A sua importância é tornar a relação entre M e P “uma condição de equilíbrio que é alcançada através de um processo de ajuste dinâmico, não uma identidade que se sustenta durante todos os pontos no tempo” (HUMPHREY, 1974).

O terceiro postulado é responsável por afirmar que, exceto durante períodos de transição entre equilíbrios, mudanças monetárias não levam a mudanças nas variáveis reais da economia, p. ex. produto total, emprego. Resumidamente, “neutralidade da moeda é uma expressão curta para a proposição básica da teoria quantitativa de que apenas o nível de preços em uma economia, e não o nível de seu produto real, é que é afetado pela quantidade de dinheiro que circula” (PATINKIN, 1989 *apud* MOLLO, 2004).

O resultado da neutralidade da moeda é a sua concepção como apenas um véu na economia, em que as chamadas forças econômicas reais operam sem sua necessidade enquanto

fator operativo para as decisões econômicas. Entretanto, é bom salientar que há graus diferentes para a neutralidade vinculada², como a neutralidade apenas no longo-prazo - efeitos nas variáveis reais são possíveis no curto prazo.

Seguindo em frente, a quarta proposição é talvez a proposição central para o capítulo: com uma teoria monetária do nível dos preços, identifica-se que um processo inflacionário tem como raiz uma variação prévia no estoque monetário, de modo que é o fator dominante a ser observado. Mais abaixo será discutido como essa identificação foi utilizada para prescrições de política econômica, sobretudo por Ricardo (MOLLO, 1994).

Uma contrapartida deste postulado é a negação de que forças reais da economia exercem influência no nível dos preços. Caso tais forças fossem também determinantes, não seria possível afirmar que a inflação tem origem essencialmente monetária. Em conjunto com a neutralidade da moeda, a teoria monetária dos preços afirma a vinculação da inflação ao lado nominal da economia.

Humphrey (1974) chama a atenção para reiterar que o efeito de distúrbios não-monetários pode ser responsável por alterações nos preços dos bens, entretanto essa alteração diz respeito aos preços relativos. Logo, o postulado refere-se unicamente ao nível geral de todos os bens, não às relações individuais entre cada bem.

A quinta e última proposição trata de uma condição importante para fechar o raciocínio quantitativo: a exogeneidade da moeda, isto é, ela é uma variável independente do lado real da economia, tendo sua oferta desvinculada da demanda. Com isso, a oferta torna-se controlável pela autoridade monetária que cumpre o papel de emissora, sendo a quantidade M previsível.

A exogeneidade garante que a relação causal entre M e P acontece do primeiro ao segundo, dado que de outra forma seria possível enxergar uma variação em M como efeito posterior do funcionamento da economia (como um efeito da demanda por moeda em sua oferta³).

A hipótese descrita no princípio da proporcionalidade, referente aos saldos monetários reais, volta a ser importante quanto à exogeneidade da moeda. A Teoria Quantitativa cria uma

² Destarte a forma geral da Teoria Quantitativa, as variações encontradas dentro da ortodoxia costumam representar variações na concepção de neutralidade de curto prazo. Dessa forma, as concepções mais ortodoxas assumem neutralidade até mesmo para o curto prazo, enquanto concepções menos ortodoxas destacam a não-neutralidade de curto prazo – associada à variadas falhas de mercado (MOLLO, 2004).

³ Como será visto no próximo capítulo, questões concernentes ao entesouramento de moeda e ao papel do crédito na economia, dentre outros, fornecem motivos para suspender a crença na exogeneidade através da instabilidade da velocidade de circulação da moeda e da influência do lado da demanda na oferta monetária.

distinção entre a quantidade de moeda nominal e real, isto é, a quantidade absoluta de moeda presente na economia e a quantidade dividida pelo nível de preços (M/P), respectivamente. Essa distinção diz respeito ao fato de que “ao contrário do estoque nominal, o estoque real é tratado pela teoria quantitativa como uma variável endógena determinada pela demanda por saldos reais” (HUMPHREY, 1974). Desse modo, o postulado da exogeneidade se refere à demanda nominal enquanto garante ao “poder de compra” real desejado uma endogeneidade estável, ligada aos motivos transacionais e a estabilidade da renda. A oferta por fim fica vinculada a fatores externos:

Tradicionalmente, a teoria quantitativa tratou o estoque nominal de moeda como uma variável largamente exógena. Nos dias do padrão-ouro, o estoque monetário de uma nação era descrito como majoritariamente predeterminado pela produção passada e presente de ouro e pela balança de pagamentos. Mais tarde, após a moeda substituir o ouro, o estoque de moeda passa a ser exogenamente determinado pelo banco central independente através do seu controle da base monetária, compreendida como as suas próprias obrigações (HUMPHREY, 1974)⁴.

Isso significa em paralelo que não há uma demanda por moeda com valor intrínseco do bem, sendo sua demanda determinada pelo valor indireto - que é, em outras palavras, a capacidade de troca pelos bens ofertados na economia. Do mesmo modo, se a quantidade de moeda disponível aumenta, elas serão consumidas pelos indivíduos para reequilibrar seus saldos disponíveis, o que conseqüentemente pressionará os preços dos bens que já operam no pleno emprego.

A explicação é a rejeição da racionalidade para o entesouramento: por que alguém guardaria moeda, a tiraria de circulação, em vez de usá-la para adquirir aquilo que precisa? O entesouramento acarretaria em perdas econômicas. Além do mais, permite a identificação da moeda como um mero meio de troca facilitador, isto é, não haveria diferenças entre uma economia com ou sem moeda.

Essa visão apaga a função de reserva de valor da moeda que permite pensar em uma demanda por moeda instável e que responda à forças do mercado, ou que seja possível uma variação em M e P independentes:

Em outras palavras, afirmações como o nível de preços ser totalmente definido pela quantidade de moeda, que M e P variam proporcionalmente, que o volume de transações T é determinado unicamente por forças reais são iguais a negar qualquer motivo para se segurar saldos monetários, até mesmo para transações, e terminam tratando o dinheiro como se fosse mero dinheiro contábil. Somente quando a moeda não tem outra função além de meio de troca que os preços absolutos não se relacionam de forma alguma com o que acontece no mercado de bens (BLAUG, 1985).

⁴ Para considerar a oferta de moeda exógena, é necessário assumir a existência de uma conexão estável entre a base monetária criada pelo Banco Central e a moeda de criação bancária como o depósito e as notas bancárias. Similarmente, essa conexão estável garante também que esses ativos não atrapalharão o controle monetário devido a efeitos de substituição - um argumento utilizado pela *Banking School* (HUMPHREY, 1974).

Paralelo às questões teóricas, é essencial verificar o contato com o mundo real do aparato conceitual não somente em um sentido verificacionista buscando falseabilidade, mas também para iluminar o contexto e intenções envolvidas. Já foi citado, por exemplo, uma conexão entre a Teoria Quantitativa desenvolvida e uma discordância com a vigência do pensamento mercantilista. Durante o século XIX essas teorias concernentes à moeda ocuparam o destaque de alguns debates envolvendo política econômica na prática, principalmente na Inglaterra. As discordâncias quanto à relação entre a subida inflacionária dos preços e o papel que a quantidade de moeda desempenha neste caso conduzem a posições opostas ao longo destas controvérsias.

Como Humphrey (1974) comenta, “a Teoria Quantitativa se tornou [durante a primeira metade do século XIX] a ferramenta conceitual padrão para a análise de problemas monetários e para a formulação de recomendações às políticas adotadas na prática”. Esses problemas monetários estão diretamente ligados ao contexto histórico britânico, que envolvia as guerras napoleônicas contra a França entre os séculos XVIII e XIX.

Carvalho et al. (2007) mostra que as guerras exigiam uma oferta de fundos fora do comum para financiar os gastos, o que motivou tentativas de suprimento através do aumento da emissão de papel moeda e da criação de crédito. Eventualmente as notas emitidas pelos bancos começaram a competir com a moeda, ainda metálica, como meio de troca. Isso gerou um problema de restrição de oferta, culminando na extinção da conversibilidade em ouro dos papéis do Banco da Inglaterra em 1797.

Desse cenário, duas controvérsias se destacam (FONSECA; MOLLO, 2012). A primeira é o debate ocorrido entre 1797 e 1825 entre os chamados bulionistas e os anti-bulionistas. O primeiro grupo, entre eles Ricardo, Malthus e Thornton, utilizavam da Teoria Quantitativa conceitualmente e estabeleciam o foco da questão no controle monetário. O prêmio existente no *bullion* (ouro em espécie) em relação ao valor do ouro cunhado (*mint prince*) era interpretado por eles como um sinal de que as notas bancárias circulavam excessivamente, o que causava queda da paridade do país emissor dessas e uma consequente depreciação do papel moeda em relação ao *bullion*. Dessa forma, a causa da inflação era identificada no excesso de papel-moeda - ou crédito - emitido pela instituição monetária responsável.

O mecanismo *Price Specie Flow*, talvez mais popular na explicação de Hume, funcionava de modo a equilibrar a distribuição de ouro e prata entre os países: sob regime do

padrão-ouro, preços domésticos inflacionados levavam a um aumento das importações pela demanda de produtos estrangeiros; isso aumentava a saída de ouro e drenava o excesso de moeda; os preços domésticos reagiam com uma queda, enquanto algum outro país experimentava um aumento devido à entrada de ouro; isso continuava até que a balança de pagamentos se neutralizasse e o poder de compra do ouro fosse o mesmo em qualquer local (HUMPHREY, 1974).

O *Price Specie Flow* foi então utilizado pelos bulionistas para explicar o déficit na balança de pagamentos que acontecia durante a inconvertibilidade da moeda e o prêmio sobre o *bullion*. Como o déficit era um efeito da emissão excessiva, a conclusão era advogar por um controle monetário mais restrito, o que na prática significava reintroduzir a convertibilidade entre as notas bancárias e os metais preciosos (CARVALHO et al., 2007). Com a convertibilidade, as notas excessivas seriam trocadas por ouro e este por sua vez seria exportado, atingindo tanto o problema inflacionário quanto o problema do balanço de pagamentos.

Dentre os bulionistas havia ainda uma divergência quanto ao grau de assertividade envolvido. Ricardo pode ser considerado um bulionista “modelo”, ao passo que Thornton um moderado: o primeiro não admitia outro mecanismo de explicação da moeda, sendo mais restritamente ligado à Teoria Quantitativa, enquanto o último enxergava a possibilidade de outras causas para o prêmio no *bullion* (MOLLO, 1994).

A autora comenta que entre essas possibilidades estava, por exemplo, um aumento da procura interna por metais que levava a um prêmio no ouro em espécie. Nesses casos, o motivo da inflação não seria então a administração monetária “branda”, o que dava mais complexidade à atribuição feita pelos bulionistas.

Para os anti-bulionistas, como Torrens, por sua vez, a depreciação da libra não era efeito do excesso de emissão, “mas a outras causas como a variação da velocidade de circulação [da moeda], em função de expectativas de depreciação do papel-moeda” (FONSECA, MOLLO 2012), envolvendo também a impossibilidade de emissão excessiva através da *Real Bills Doctrine*. Segundo esse argumento, o que vinha a ser emitido era para pagamento de letras de câmbio lastreadas em bens reais, ou seja, não havia um excesso, mas sim uma ligação entre o crédito concedido e a produção real.

A instabilidade da velocidade da moeda rechaça também o teorema da proporcionalidade da Teoria Quantitativa: o efeito no nível de preços decorrente da variação na

quantidade de moeda, mesmo que existisse, não seria proporcional porque a velocidade de circulação poderia também variar - como no caso das expectativas de depreciação.

Quanto à situação do comércio externo e da balança de pagamentos, o *Price Specie Flow* era preterido pelo grupo, que identificava causas reais como o enorme gasto militar da guerra e as importações compensadoras das quebras de safra ocorridas internamente (MOLLO, 1994). Como ambos utilizavam ouro em espécie, observava-se uma consequente escassez relativa ao papel-moeda, gerando o prêmio do *bullion*. O comércio exterior era identificado como causa, ao contrário de emissão excessiva.

Como a inflação não era identificada pelo grupo como efeito de emissão excessiva de moeda, mas efeito da variação de circulação decorrente de expectativas de depreciação - a proposição de M como variável ativa é descartado -, além do lastro real do crédito, uma contração monetária no entendimento do grupo poderia ser muito prejudicial. Aqui, a oferta monetária era vista como endógena, não exógena.

Uma resposta bulionista à *Real Bills Doctrine* foi apresentada por Thornton, similar ao mecanismo de transmissão indireto: se as notas eram emitidas em contrapartida às letras de câmbio oferecidas aos bancos mas a taxa de juros era restringida à 5%⁵, para qualquer expectativa de lucro que apresentasse uma expectativa superior à da taxa de juros era rentável a tomada de crédito, o que estimulava um processo inflacionário (MOLLO, 1994). A tomada de crédito era independente de lastro produtivo. A autora conclui ainda que “outra observação crítica dos bulionistas é que a demanda de crédito não tinha sempre contrapartida real, uma vez que o Banco da Inglaterra fazia frequentes adiantamentos ao Governo.”

A prescrição bulionista de restrição da emissão de moeda com a volta da conversibilidade obrigatória representa também o enfoque escolhido quanto ao efeito no lado real da economia, consequência da aceitação da Teoria Quantitativa. Uma vez que os efeitos são no máximo transitórios e o reajustamento acontecerá com o aumento proporcional do nível de preços, a máxima é centralizar o controle de preços para preservar a estabilidade econômica.

Entretanto, os anti-bulionistas se opunham à posição de restrição monetária identificando que a moeda exerce um efeito real importante na produção: “Para Torrens, a oferta extra de moeda levaria a aumento da renda, e, enquanto houvesse oportunidades de emprego a serem ocupadas, surgiriam economias de escala na produção que compensaria o impacto inicial

⁵ O motivo desta limitação era a Lei de Usura (*Usury Act*) que vigorava naquele momento, datada de 1714 e limitando a 5%. Viria a ser alterada pela emenda de 1840, para 3%.

sobre os preços. Observa-se, já aqui implícito, da parte dos antibulionistas, o argumento de não neutralidade da moeda” (O’BRIEN, 2004 *apud* FONSECA; MOLLO, 2012).

O espaçamento decorrente do desemprego e da não utilização plena dos fatores de produção permitia um ganho superior ao efeito nos preços. Em Mollo (1994) alguns canais de efeito real são descritos, como a “poupança forçada” que ocorreria após um aumento dos preços, restringindo o consumo e aumentando a poupança - elevando o nível de investimento; ou a resposta ao aumento de moeda com um aumento no volume de transações mais rápido do que dos preços, nesse intervalo favorecendo o aumento da produção.

Esses efeitos eram negados pelos bulionistas através do entendimento da neutralidade da moeda e do ajuste dos preços que corrigiam as distorções. Ainda, para Ricardo (MOLLO, 1994) “o crédito é mera transferência de renda de um grupo de agentes para outro, não estimulando o processo de produção.” Ou seja, não há um efeito positivo sob a produção advindo de maior crédito disponível, assim como a moeda de modo geral. O descrédito aos efeitos de curto prazo da moeda e o foco no equilíbrio de longo-prazo demonstram a posição ortodoxa monetária adotada pelos bulionistas.

Em síntese, um embate entre visões distintas acerca da moeda e seu funcionamento dentro da economia: por um lado, os bullionistas concebiam a neutralidade da moeda e a oferta dessa como exógena (controlável); já os anti-bulionistas destacavam a instabilidade da demanda por moeda, como nas expectativas de depreciação, a endogeneidade da oferta de moeda e os efeitos interdependentes entre o lado real e o lado monetário da economia que implicam em não-neutralidade monetária.

A segunda controvérsia tinha como ponto central o descontrole monetário, afunilando as visões ao redor do lado bulionista anterior. Entre 1825 e 1875 debatia-se a questão da emissão excessiva de notas, destacando se era importante centralizar as emissões em um só banco - como uma autoridade monetária - e se deveria haver regras de emissão. (CARVALHO et al., 2007).

De um lado do debate estava *Currency School*, mais ligada aos ideais bulionistas, e do outro a *Banking School*, de maior teor heterodoxo. Durante esse período a conversibilidade para o ouro se torna ponto comum visando a estabilidade da economia. De fato, Mollo (1994) pontua que as divergências tratavam do curto prazo e da quantidade de moeda em circulação adequada. A primeira escola apresentava um conceito restritivo de emissão monetária, enquanto a segunda

não considerava conveniente o controle quantitativo da moeda e duvidava da possibilidade efetiva desse controle.

A *Currency School* defendia: a) um lastro metálico para a emissão monetária, de modo que a única forma de alteração na quantidade de moeda em circulação era uma alteração proporcional na situação líquida de ouro do país (*Currency Principle*); e b) um lastro em ouro para as notas bancárias através de um volume constante de títulos em reserva, em que a missão significava reserva de ouro em espécie (*Palmer Rule*).

Com as emissões reguladas quantitativamente, buscava-se evitar distúrbios na economia que levavam a processos inflacionários. Esses distúrbios tratavam-se de variações no nível dos preços no curto-prazo que levavam a flutuações no nível dos negócios (FONSECA; MOLLO, 2012). Respeitando o mote liberal do *laissez-faire*, essa regulação não poderia depender do Estado e suas intervenções, daí a necessidade de regras que de alguma forma respeitassem o funcionamento do mercado - o padrão-ouro fornecia o caminho para essas regras.

Para tornar o efeito da restrição substancial, era importante também a centralização das emissões em uma única instituição - o que veio a acontecer com a Lei Bancária de 1844 (*Bank Charter Act*) com o Banco da Inglaterra assumindo a autoridade monetária. Sobre este ponto, Carvalho et al (2007) ressalta:

As Escolas estavam de acordo que um Banco Central com o direito exclusivo de emissão era essencial para zelar pela saúde da economia, mas diferiam quanto à necessidade de uma regra para emissão de notas: a *Currency School* defendia uma regra-limite para a autoridade monetária, enquanto a *Banking School* propunha uma autoridade sem regras (CARVALHO et al, 2007).

Aqui introduz-se a divergência central para a análise de curto-prazo entre as duas escolas: as flutuações não podiam ser evitadas, visto que acreditava ser a quantidade de moeda variável dependente e não determinante do nível geral de preços (MOLLO, 1994). Defendiam a competência do próprio sistema bancário como regulador da dinâmica monetária pela sua proposição privilegiada de contato com o ritmo de negócios.

A endogeneidade da moeda foi destacada pela *Banking School* ao afirmar a liquidez de depósitos e letras de câmbio de forma que podiam atuar como substitutos da moeda, o que tornava ineficiente o controle da moeda perante o propósito colocado. De fato, a crença na *Real Bills Doctrine* tal como os anti-bulionistas concebia o controle monetário não só inviável, mas também indesejável, dado que poderia resultar negativamente na produção (FONSECA; MOLLO, 2012). Além disso, a crença no controle da quantidade de ouro e o regime de padrão-

ouro para emissão era considerado ilusório, dado a possibilidade de entesouramento por parte dos indivíduos (V variável).

Para um panorama geral é possível delinear a oposição entre as duas Escolas através do eixo temático proposto inicialmente: na primeira escola a velocidade de circulação é constante, com uma demanda por moeda estável, e a moeda é neutra pois não possui efeitos reais - tanto da moeda quanto do crédito na produção; desse modo, a prescrição quantitativista para estabilização dos preços é seguida. Na segunda escola, a velocidade de circulação é instável pela dinâmica de demanda própria da moeda pela sua reserva de valor, além da endogeneidade da quantidade de moeda em circulação devido aos depósitos e às letras de câmbio como ativos substitutos à moeda. Quanto à interação real-monetária, a *Banking School* assume uma posição heterodoxa ao enxergar os perigos de restrição de curto-prazo de emissão de notas bancárias devido à saídas transitórias de ouro motivadas por desconfiança, assim como ao ser cética da possibilidade de controlar a oferta monetária. Por fim, a demanda por moeda variava junto com o ritmo de negócios, impondo com a conversibilidade em ouro um mecanismo natural para a emissão, desacreditando a necessidade da regulação quantitativista (MOLLO, 1994).

Apesar da discussão apresentar vários argumentos para os dois lados, Mollo finaliza adicionando que:

A Lei Bancária de 1844 só se manteve durante tanto tempo [apesar de suspensões em 1847, 1857 e 1866] e as idéias mais ortodoxas da *Currency School* só dominaram, como ocorreu, sem que se desse mais importância ao pensamento de seus críticos, sobretudo quando chamavam atenção para os efeitos recessivos dos controles monetários, porque a Inglaterra tinha uma posição hegemônica confortável, com superávit comercial elevado e em expansão (MOLLO, 1994).

Humphrey (1974) constata que a teoria monetária defendida pela *Currency School* exerce dominância na teoria econômica até meados da década de 1930, destacando a assimilação desta pela política monetária utilizada pela Inglaterra, que eleva seu status, e também um possível declínio no prestígio da *Real Bills Doctrine*. Como a doutrina era peça importante na explicação da oferta de moeda endógena, sua derrota influenciou positivamente o estabelecimento das ideias de cunho quantitativistas. Porém, para o autor, “o fator mais importante, entretanto, foi a renovação da Teoria Quantitativa apoiada numa matematização rigorosa com os economistas neoclássicos”.

1.2 A Teoria Quantitativa da Moeda neoclássica

Nessa mudança neoclássica é preciso começar pela versão popularizada por Fisher (1911) da Equação de Trocas, fundamental para a Teoria Quantitativa da Moeda (CARVALHO *et al* 2007):

$$MV = PT$$

onde temos as já comentadas variáveis: M como a quantidade de moeda em circulação; V a velocidade de circulação da moeda; P os preços dos bens, e T o volume de transações ocorridas.

Há ainda uma variação proposta, introduzindo M' para a quantidade de depósitos bancários em circulação - “crédito circulante” para Fisher - e V' a velocidade associada. Porém não gera diferença na análise devido à hipótese adicional de uma relação definida e estável entre M e M', de forma que não há um possível efeito-substituição entre as duas bases.

O lado esquerdo fornece o total de pagamentos realizados com moeda, enquanto o lado direito fornece o valor total dos bens comprados. Trata-se de uma identidade contábil a princípio, visto que funciona através do método de partidas dobradas - para cada entrada em um lado há uma correspondência no outro.

Para facilitar o cálculo do total de valor pago, uma nova versão foi introduzida substituindo o volume total de transações pelo Produto Nacional Bruto (PNB) acompanhado do nível de preços geral da economia:

$$MV = Py$$

sendo M a oferta de moeda, V a velocidade renda da moeda, P o nível de preços, e por fim y o produto real da economia.

A TQM começa propriamente ao assumir algumas características para cada uma das variáveis. Ela estabelece que os preços variam 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, porque uma alteração de um lado da identidade requer uma alteração correspondente no outro lado (CARVALHO *et al.*, 2007). Portanto, as hipóteses de velocidade e volume de transações estáveis são essenciais.

As hipóteses de V e T são justamente as duas características descritas da moeda: ela é exógena e previsível ao ter sua oferta determinada de forma independente da demanda por moeda pela autoridade monetária central, e neutra ao ser incapaz de levar a efeitos reais na economia que não apenas transitórios. O funcionamento da economia sem intervenções é harmonioso: o mecanismo de preços naturalmente garante a tendência ao pleno emprego no

longo-prazo; a demanda por moeda é estável, motivada apenas para fins transacionais; a velocidade de sua circulação depende apenas de fatores institucionais exógenos à Equação de Troca; e o volume de transações é estável, determinado por fatores reais da economia. Nesse cenário, uma variação em M somente pode ser compensada por uma variação proporcional em P : isto é, P é passivamente determinada por M , e M é neutra.

Se há entesouramento então a demanda por moeda não é estável, sendo influenciada por fatores econômicos, e pode interferir na quantidade de moeda em circulação - a oferta de moeda deixa de ser exógena. Também a moeda não será neutra, porque é possível um efeito no lado real da economia através de variações na quantidade de moeda: o vazamento líquido de renda do processo econômico através do entesouramento pode levar à utilização não-potencial dos fatores reais, negando o equilíbrio no mercado monetário.

Sendo assim, negando o entesouramento, volta-se para um cenário de moeda exógena previsível pela autoridade monetária, enquanto a moeda também é neutra. Como os saldos monetários desejados são considerados estáveis, a demanda por moeda será estável; como o fluxo de renda na economia é preservado e a condição de equilíbrio é mantida, a quantidade de moeda só pode acarretar efeitos no nível de preços. De outro modo, negar o entesouramento significa voltar à concepção de moeda como véu na economia, que apenas satisfaz sua função transacional, e leva à aceitação da Teoria Quantitativa da Moeda.

A neutralidade assumida incorpora os efeitos transitórios já descritos, como o mecanismo direto e o indireto de transmissão causal entre M e P . Isso significa que pode haver um efeito real, mas esse efeito será ajustado e, portanto, apenas transitório. Através dos preços flexíveis, tanto dos bens quanto da taxa de juros, o mercado realiza os ajustes de forma que o nível de preços responda à variação da quantidade de moeda e a tendência ao equilíbrio de longo-prazo seja mantida.

Uma versão alternativa, mas que segue a mesma base teórica na Teoria Quantitativa, foi desenvolvida com enfoque nos saldos monetários, a chamada Versão de Cambridge (CARVALHO et al, 2007):

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

sendo a nova variável k equivalente à razão $(1/V)$, chamada de *constante marshalliana*. Essa versão transforma a Equação de Trocas em uma função de demanda por moeda, em que k é uma fração da renda anual - como dito acima, é suposta como estável porque V é estável.

As implicações são as mesmas porque y continua assumidamente atingindo o pleno emprego no longo prazo, ao passo que a constante k é estável e independente do funcionamento da economia. A oferta monetária é exógena e a quantidade de moeda mantém seu mecanismo causal caso sofra variações, o que significa suprir as necessidades transacionais do crescimento real da economia e, caso aumente acima do nível desse crescimento real, implicará em inflação.⁶

Entretanto, apesar da Teoria Quantitativa da Moeda exposta na Versão de Cambridge resultar em uma função de demanda por moeda, ela é incapaz de incorporar elementos além de uma demanda transacional e precaucional. Como Blaug (1989) diz, uma aplicação direta do princípio de maximização da utilidade sugeriria que um aumento na taxa de juros provavelmente induz os indivíduos a reduzir sua proporção k da renda em forma de moeda. Isso acontece porque atrai a substituição de uma parte das moedas retidas por ativos que rendem juros, ou seja, representa um custo de oportunidade para se reter moedas. Como uma taxa de juros elevada garante para os ativos um rendimento maior, há uma relação inversamente proporcional entre a quantidade de moeda retida e a taxa de juros.

Nesse contexto, a contribuição de Wicksell para o pensamento neoclássico significa também um resgate do mecanismo de transmissão monetário indireto de Thornton. Wicksell tem como ponto de partida uma economia mista de moeda e crédito, a fim de investigar como a evolução do sistema bancário e a oferta de crédito diferencia o funcionamento da economia em relação a uma mera economia de moeda pura, ou seja, de trocas diretas.

Como Carvalho et al. (2007) colocam, em uma economia de moeda pura sem crédito bancário o aumento da oferta monetária será absorvido proporcionalmente pelos preços através do mecanismo direto já conhecido: há um aumento no consumo - porque os indivíduos têm em mãos um excedente de moeda - que gera pressão de demanda nos preços dos bens, os quais aumentarão proporcionalmente ao aumento de moeda. Porém, com a presença do crédito, o aumento da oferta monetária pode influenciar também o investimento através da taxa de juros.

Wicksell considera duas taxas de juros diferentes: a taxa do mercado de crédito para a tomada de empréstimos e, portanto, determinada pela atividade bancária, que significa o custo para se tomar capital, e a taxa de juros natural da economia. A taxa natural também pode ser chamada de taxa real porque considera-se que é a taxa de equilíbrio na economia para o fundo

⁶ Como será visto, essa é a proposição central do monetarismo de Friedman (1956). Seu trabalho é responsável por uma “modernização” da Teoria Quantitativa.

de empréstimos: o retorno marginal esperado do capital, de forma que o volume de poupança iguala a demanda de capital *ex-ante*, determinado por fatores reais.

O equilíbrio monetário acontece quando as duas taxas têm o mesmo valor, ou seja, o custo do capital está correspondendo ao retorno do capital. Porém, quando as taxas são desiguais, haverá um excesso de investimento - taxa de juros está abaixo da taxa natural de equilíbrio *ex-ante* entre poupança e investimento - ou um excesso de poupança - taxa de juros está acima da taxa natural.

O excesso de investimento via aumento de crédito pressionará os custos dos fatores de produção, inundando o mercado de bens com um excesso de demanda, levando a um processo cumulativo de aumento dos preços enquanto o *gap* das taxas se mantiver. Ou seja, “a inflação persistirá enquanto se mantiver o diferencial da taxa de juros” (CARVALHO, 2007).

O início do processo inflacionário pode ser identificado em uma expansão monetária da autoridade monetária, por exemplo, que aumentará as reservas bancárias acima do nível desejado e resultará então na queda da taxa de juros para estimular os empréstimos. Esse estímulo e o processo cumulativo descrito anteriormente, entretanto, chegam ao fim quando os próprios bancos necessitam aumentar a taxa de juros - em direção à natural - para frear a tomada de empréstimos e assim proteger suas reservas, que foram ativamente drenadas com a expansão do crédito e a subida dos preços. O resultado final é o retorno ao equilíbrio monetário porém com um nível de preços maior, representando o mecanismo indireto de transmissão da moeda aos preços. A neutralidade monetária de longo-prazo é mantida, enquanto a não-neutralidade transitória é resultado da expansão monetária inicial e da lentidão dos bancos em corrigir o diferencial das taxas.

Após seu apogeu nas primeiras décadas do século XX, com a teoria neoclássica ocupando posição indiscutivelmente protagonista no debate econômico, a Teoria Quantitativa da Moeda caiu em descrédito frente à sua incapacidade de ser utilizada para articular proposições de reação à Grande Depressão. As contribuições do economista John Maynard Keynes, por outro lado, forneceram não só uma nova ótica teórica distinta da teoria clássica mas também medidas práticas propositivas que os *policymakers* poderiam levar em conta ao traçar suas políticas.⁷

⁷ “ele [Keynes] formulou uma teoria macroeconômica geral que levou em conta as diversas situações, inclusive a situação limite de equilíbrio com pleno emprego, definido como o caso especial da teoria clássica. Como consequência da regra comum da economia operar abaixo do pleno emprego, abriu-se um caminho permanente para a atuação do governo, que deveria ser pautada pela configuração e pela adoção de políticas econômicas

O ressurgimento da Teoria Quantitativa da Moeda acontece com os trabalhos do economista Milton Friedman em meados do século XX. Friedman e Keynes travaram uma rica batalha intelectual: enquanto o primeiro representa a visão quantitativista, o segundo é responsável por desenvolver talvez a crítica anti-quantitativista mais importante da ciência econômica (HUMPHREY, 1974) - seu legado será analisado no capítulo seguinte. Por vezes chamado de novo quantitativista, Friedman apresenta uma sofisticação da TQM ao transformá-la em uma função de demanda de moeda, além de avançar novos argumentos para a não-neutralidade (transitória) da moeda de modo a considerá-la relevante para economia, ainda que solidifique prescrições restritivas quanto à emissão monetária e à política monetária.

1.3 O pensamento monetarista e a Curva de Phillips

Friedman (1956) argumenta que a TQM é uma teoria de demanda por moeda na qual há um conjunto restrito de variáveis, passíveis de análise, e que essas variáveis garantem uma relação com a renda permanente dos indivíduos. Em outras palavras, a velocidade da moeda não é assumida como constante, mas é tomada como uma função que é estável e previsível; a análise da oferta monetária como exógena segue normalmente.

Tratando a moeda não só como meio de troca mas como um ativo parte de um portfólio alocador da riqueza de um indivíduo, a demanda por moeda depende: a) da riqueza total; b) o preço e o retorno de se reter riqueza como moeda ou como outros ativos; c) questões de preferências individuais. Sendo riqueza toda e qualquer fonte de renda, incluindo a riqueza humana não-material, é possível estabelecer uma relação entre a riqueza total (estoque) e a renda (fluxo) através da taxa de juros (r):

$$W = Y / r$$

Importante destacar que Y não diz respeito à renda como o rendimento em determinado ano, mas “um conceito que mede a capacidade de usufruto permanente da riqueza existente, desprezando-se flutuações conjunturais” (CARVALHO et al., 2007), ou seja, uma renda permanente.

A divisão da riqueza existente obedece à maximização de utilidade do portador, respeitando possíveis restrições, entre diferentes ativos e bens. Friedman (1956) analisa cinco formas de alocar riqueza: i) moeda, pelo seu próprio valor como meio de pagamento; ii) títulos,

destinadas a alavancar a demanda agregada e a reduzir as incertezas econômicas, estimulando assim a realização de novas inversões pelos empresários” (BUSATO; PINTO. 2008).

que apresentam rendimentos em fluxos temporais fixados em unidades nominais; iii) ações, com fluxos da participação nos retornos das empresas; iv) bens físicos não humanos e v) capital humano, representado em w como a razão entre a riqueza em capital humano e capital não-humano.

Nessa divisão, a demanda por moeda será impactada de forma distinta para variações em cada variável relacionada. (CARVALHO et al., 2007) A renda, naturalmente, tem um impacto positivo na quantidade de moeda demandada; como o capital humano da riqueza é ilíquido, quanto maior a razão w , mais moeda será demandada a fim de obter liquidez; a moeda por sua vez perde valor quando o nível de preços aumenta e também ganha custos de oportunidade quando os retornos de títulos e ações aumentam, portanto a demanda é inversamente proporcional à taxa esperada de inflação e aos retornos dos ativos não monetários; por fim, as preferências individuais são tomadas como normalmente questões que aumentam a procura por liquidez, exemplificadas em mudanças geográficas, instabilidade política, etc.

A expressão da função demanda por moeda em níveis reais da economia então é:

$$\frac{M}{P} = f(w, r(f), r(v), \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, y, u),$$

onde M = quantia de moeda desejada pelos indivíduos; P = nível de preços; y = riqueza real total/renda permanente; w = relação riqueza humana/não-humana; $r(f)$ = retorno esperado dos títulos; $r(v)$ = retorno esperado das ações; $\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$ a taxa esperada de inflação; u = fatores preferenciais que podem afetar a demanda por moeda.

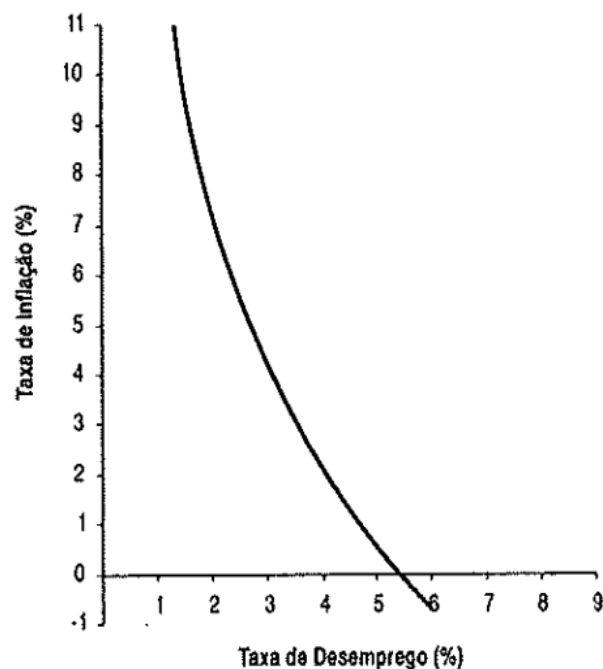
Essa função pode ser vista como uma expansão da Versão de Cambridge, em que a *constante marshalliana* é substituída por uma função com mais variáveis envolvidas e o nível de transações é substituído pela riqueza total (medida pela renda permanente). De fato, as conclusões são as mesmas: dada uma inelasticidade da demanda por moeda em relação à taxa de juros, o fator principal da função é a renda permanente - que não responde às flutuações. A expansão monetária será recebida com um aumento no gasto, dado que os encaixes monetários estão acima do desejado, e esse gasto leva ao já conhecido mecanismo de transmissão para os preços. A Teoria Quantitativa da Moeda é portanto preservada.

O desenvolvimento monetarista, como Graff (2008) argumenta, foi atrativo porque iluminou um caminho para a política monetária ortodoxa ao corrigir a fraqueza quantitativista envolvendo a velocidade de circulação da moeda e seus determinantes. Com a função de

demanda por moeda, a neutralidade monetária e considerando um total controle na oferta de moeda, os monetaristas definem a oferta exógena de moeda como a variável essencial da política monetária, e logo, a responsável pela inflação: “a inflação é sempre e em toda parte um fenômeno monetário no sentido de que só pode ser produzido por um aumento maior na quantidade de moeda do que no produto” (FRIEDMAN apud CARVALHO et al, 2007).

Um trabalho importante na discussão sobre inflação foi apresentado por William Phillips (1958). O artigo publicado por Phillips é uma análise empírica da taxa de desemprego e da taxa de variação nos salários nominais no Reino Unido entre 1861-1913, representados por uma curva na qual as duas variáveis se correlacionam negativamente - posteriormente nomeada “Curva de Phillips”. Carvalho et al., (2007) mostra que pouco tempo depois o exercício foi repetido por Paul Samuelson e Robert Solow⁸ para a economia americana utilizando a inflação no lugar da variação dos salários nominais, chegando na análise que dominou as discussões de política monetária dos anos subsequentes:

Gráfico 1: A Curva de Phillips de Samuelson e Solow



Fonte: CARVALHO (et al., 2007).

A Curva de Philips e o *trade-off* entre os níveis de inflação e desemprego:

⁸ SOLOW, R; SAMUELSON, P. Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy. The American Economic Review, vol. 50, no. 2, 1960.

A inclinação negativa da curva no gráfico implica um *trade-off* entre a taxa de inflação e a taxa de desemprego correntes. Levando para termos de política econômica, há uma decisão a ser adotada no que diz respeito ao nível desejado entre cada uma das variáveis, ou seja, “existia, portanto, um dilema de escolha para a sociedade entre um nível de desemprego e um nível de inflação” (CARVALHO et al., 2007). O baixo desemprego poderia ser alcançado à custa de uma maior inflação, e o objetivo de estabilidade dos preços como prioridade teria como consequência um dado nível de desemprego.

A Curva de Phillips foi utilizada como instrumento de política monetária durante os anos que se seguiram, enquanto as estatísticas pareciam suportar a relação de escolha estabelecida. Entretanto a década de 1970 trouxe um cenário de alto desemprego e alta inflação simultâneos em vários países, a chamada estagflação, algo não previsto pela curva. Com a taxa de inflação se mantendo alta mesmo diante de um alto desemprego, que indica contração da atividade econômica, novas perguntas e respostas teóricas surgiram.

Friedman (1968) apresentou então a resposta monetarista, inicialmente introduzindo o conceito de uma taxa natural de desemprego, isto é, o nível de desemprego espelho das características estruturais da economia sem presença de intervenções alheias ao funcionamento do mercado. Nessa taxa há apenas desemprego friccional, fruto de incompatibilidades geográficas ou momentâneas, e o desemprego voluntário, onde quem está sem trabalho prefere a utilidade do seu lazer do que o salário ofertado. Dito de outra forma, o desemprego natural é o desemprego da economia em seu estado de equilíbrio.

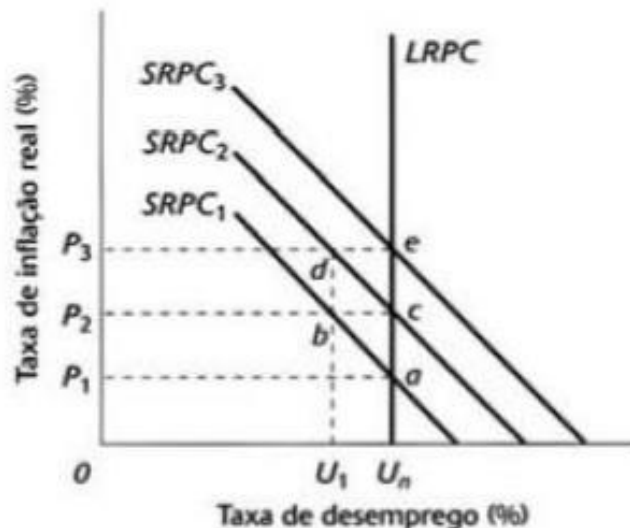
Além da taxa natural de desemprego, Friedman utilizou o conceito de expectativas adaptativas para incorporar a taxa esperada de inflação dos indivíduos como variável relevante. As informações dos períodos passados resultam na inflação futura esperada. Os dois conceitos, aplicados no arcabouço teórico da Curva de Phillips (FRIEDMAN, 1977), permitem compreender como a moeda influencia o lado real da economia no curto-prazo - e explica o *trade-off* entre a inflação e o desemprego, porém restringindo-o como fenômeno temporário.

O efeito de queda no desemprego se daria na verdade através da ilusão monetária dos indivíduos no curto-prazo: o aumento não-natural da demanda agregada nominal via expansão monetária é recebido pelos produtores como um aumento na demanda de seus produtos, e novos salários mais altos serão ofertados, reduzindo o nível de desemprego abaixo da taxa natural; entretanto esse aumento é no salário nominal, pois a expansão monetária significa na verdade um aumento no nível absoluto dos preços; posteriormente os indivíduos perceberão que suas expectativas estavam erradas e os aumentos nominais correspondiam a uma maior inflação; o

resultado final é que findados os contratos estabelecidos e demais rigidezes nominais, o nível de desemprego retornará à taxa natural, restando apenas a inflação como resultado.

Sendo a queda no desemprego baseado na ilusão monetária, fruto da diferença entre a inflação efetiva e a inflação esperada, o caminho para manter o desemprego abaixo do seu nível natural é continuamente iludir os trabalhadores através dos salários nominais mais altos. (CARVALHO et al., 2007). Porém isso só será possível se a expansão monetária for cada vez mais agressiva, resultando numa aceleração da velocidade de crescimento do nível de preços. Assim a inflação continuará a ser subestimada e o desemprego artificialmente reduzido, abaixo do nível de equilíbrio. Tal cenário é representado pela chamada Curva de Phillips Aceleracionista, relacionada ao monetarismo:

Gráfico 2 - A Curva de Phillips Aceleracionista



Fonte: BRUE (2005).

As curvas de curto prazo (SRPC) representam as combinações de desemprego e inflação. Caso a taxa real de inflação supere a taxa esperada pelos indivíduos o desemprego apresenta uma redução (ponto b), mas uma vez que as expectativas sejam ajustadas para o nível acima de inflação (ponto P₂), a curva se desloca para cima e o nível de desemprego volta à taxa natural (SRPC₂ e ponto c, respectivamente) após o ajuste nominal. Caso a política monetária continue o processo de acelerar a expansão monetária, momentaneamente o nível de emprego subirá, mas a preços cada vez mais altos de nível de inflação (BRUE, 2005).

A conclusão para os monetaristas é que o *trade-off* é verdadeiro apenas no curto-prazo, limitado tanto pela necessidade cada vez mais alta de inflação para manter o desemprego abaixo do seu nível de equilíbrio quanto pela neutralidade da moeda no longo-prazo - neutralidade representada pela curva vertical no gráfico. Além disso, a existência de dois tipos de defasagens

temporais, a defasagem interna - tempo até identificar uma crise e decidir agir - e a defasagem externa - tempo entre a execução da política e seus efeitos surgirem -, implicam na possibilidade da política monetária ativa ser mais desestabilizadora do que proveitosa. A proposição de Friedman (1968) é deixar de lado uma abordagem ativa, como visionar um certo nível de desemprego e para isso realizar mudanças bruscas, em favor de uma política monetária passiva fixa, com uma regra de expansão do estoque de moeda pré determinada e constante. Para os monetaristas, então, a economia ficaria livre de grandes flutuações no curto-prazo em prol da estabilidade dos preços.

1.4 Novos clássicos, novos keynesianos e o Novo Consenso Macroeconômico

Dentro da economia ortodoxa o próximo avanço teórico também pertinente à moeda e à inflação está na escola novo-clássica (LUCAS; SARGENT, 1979). Através de modelos de equilíbrio geral somadas à hipótese das expectativas racionais (MUTH, 1961), com uma proposta de microfundamentação para a macroeconomia, o *market clearing* acontece partindo das decisões individuais de maximização de utilidade, sob condições de informação simétrica, preços flexíveis e concorrência perfeita. Carvalho et al. (2007) mostra que um elemento-chave do entendimento novo-clássico é a proposição de uma estrutura de formação de expectativas diferentes do modelo adaptativo utilizado pelos monetaristas, de forma que o comportamento individual seja efetivamente “racional”: os indivíduos utilizam não só as informações do passado mas também as disponíveis no presente, de modo que antecipam os efeitos das políticas anunciadas e agem maximizando suas utilidades de acordo, rejeitando erros sistemáticos de previsão.

O significado disso é uma discordância em relação aos monetaristas quanto ao efeito de ilusão monetária gerado por políticas sucessivamente mais agressivas (LUCAS, 1972). Para os novos-clássicos, ao serem informados de uma nova política, os indivíduos alteram suas expectativas, alterando o resultado esperado sob condições expectacionais do passado. Uma expansão monetária, por exemplo, significará inflação - de acordo com a TQM, que é aceita - e todos estarão cientes disso, reajustando os preços nominais e impedindo um efeito nos variáveis reais. Os teóricos novos-clássicos advogam então pela ineficácia da política monetária (SARGENT; WALLACE, 1975).

A exceção para a ineficácia é uma política que pegue os indivíduos de surpresa, de forma que as expectativas formadas não representem o verdadeiro conteúdo da proposta aplicada. Nesse caso o mecanismo de incentivo à demanda agregada no curto-prazo funciona

como descrito pelo monetarismo, e o desemprego temporariamente se reduzirá, apesar do único efeito durável ser a inflação deixada pela expansão monetária. Como essa possibilidade fica aberta à discricionariedade dos governantes (BARRO; GORDON, 1983), os teóricos novos-clássicos alertam no mesmo sentido dos monetaristas para os perigos de desestabilização advindos das políticas implementadas, mas com tom intensificado:

A economia novo-clássica sugere que o governo deve abster-se de implementar qualquer política monetária que não se pautar por regras plenamente conhecidas e que, portanto, causem efeitos sobre as variáveis reais da economia. Essa possibilidade de afetar as variáveis reais através do uso da política monetária é um incentivo à realização de políticas de surpresa, que criam um ambiente de incertezas e desconfianças em relação ao comportamento do governo. [...] Se estes [os governantes] tenderam a surpreender os agentes no passado, terão que pagar pela desconfiança do público no futuro, tendo que administrar a economia com uma taxa corrente de desemprego igual à taxa natural e *com inflação* (CARVALHO et al., 2007).

Diante dessa problemática, apelidada de viés inflacionário (KYDLAND; PRESCOTT 1977), os economistas da escola avançaram uma defesa de regras para a política monetária, culminando até mesmo na proposta de independência da autoridade monetária, visando resolver o dito problema de inconsistência temporal (ROGOFF, 1985). A manutenção do chamado trinômio credibilidade-reputação-delegação garantiria, “acima de tudo, independência para perseguir o objetivo da estabilidade de preços, mesmo que esta busca represente sacrificar outros objetivos que podem ser mais importantes para as autoridades políticas” (CARVALHO et al., 2007).

Para os novos-clássicos, flutuações das variáveis reais estão relacionados a choques exógenos ao funcionamento do mercado na demanda agregada - através de mudanças não antecipadas na política monetária ou fiscal, por exemplo - ou na oferta agregada - progresso tecnológico, choques na produtividade - (HOOVER, 1988), sem espaço para influência produtiva da moeda na economia. A moeda é neutra até mesmo no curto-prazo, resultando em uma aceitação completa da Teoria Quantitativa da Moeda. Apesar de reconhecer empiricamente a instabilidade da demanda de moeda, conectada à velocidade instável da moeda, os novos-clássicos negam qualquer influência real desta (MOLLO, 2004). A influência segue no campo nominal, como a inflação de raízes monetárias e o efeito das expectativas de aumento futuro da inflação que levam ao ajuste de preços.

Outra escola atual do *mainstream* econômico são os economistas novos-keynesianos, que compartilham muitas semelhanças com os novos-clássicos. Também preocupados com os microfundamentos para a macroeconomia e utilizando expectativas racionais em um modelo de equilíbrio geral walrasiano, partem da visão dos indivíduos como racionais, maximizadores

de bem-estar para chegar nos níveis de equilíbrio das variáveis reais como produto e emprego, determinadas apenas por fatores reais no longo-prazo, enquanto o nível de preços se conecta à quantidade de moda pelos encaixes monetários reais.

A principal diferença entre esse grupo e os novos-clássicos reside na crença dos últimos na capacidade de ajustamento dos preços de mercado no curto-prazo afim de realizar o *market clearing* e atingir a situação de equilíbrio. Para os novos-keynesianos, devido a preços rígidos⁹ e imperfeições de mercado, principalmente no mercado de trabalho, variações na demanda não são respondidas necessariamente com variações nos preços - como é o caso do efeito de expansão monetária, onde os preços podem demorar a subir proporcionalmente. A situação de equilíbrio em certos casos não envolverá o uso pleno dos fatores de produção, como a existência de desemprego involuntário, e os fatores citados então tornam-se responsáveis pelas flutuações na economia. (GREENWAID; STIGLITZ, 1993) Por fim, o *trade-off* da Curva de Phillips é reconhecido para o curto-prazo, apesar de tratado como um resíduo teórico misterioso e preterido como objeto de política (MANKIWI, 2001).

Apesar das diferenças na análise de curto-prazo, é possível agrupar as duas linhas de pensamento até mesmo pela convergência da visão de longo-prazo. De fato, a ortodoxia monetária como definida inicialmente tem sua evolução representada pelas duas escolas, dado a concepção de moeda adotada e o entendimento do funcionamento dicotômico da economia, ligadas à Teoria Quantitativa da Moeda (LOPES et al., 2012). A partir dos anos noventa, com o chamado Novo Consenso Macroeconômico, a convergência se torna explícita, principalmente quanto à política monetária (BLANCHARD, 1997).

Os pontos de semelhança já citados entre as duas linhas de pensamento, alinhados com a preferência por regras no lugar de discricionariedade para a política monetária, resultam nas proposições de independência do banco central, foco majoritário na estabilidade de preços via regime de metas de inflação e a operação via taxa de juros. Teixeira e Missio (2011) apresentam uma reunião de exposições de pontos-chave do Novo Consenso, como a ausência de *trade-off* inflação-desemprego no longo-prazo, a primazia de manter credibilidade das políticas acima de explorar o *trade-off* no curto-prazo, as virtudes da já citada independência do banco central, dentre outros.

⁹ A nomenclatura “keynesiana” vem da hipótese da inflexibilidade de preços e salários, considerado neste caso um legado da produção teórica keynesiana. Sobre este assunto, ver FERRARI FILHO (1991).

O regime de metas de inflação tem sua primeira versão formalizada por Taylor (1993) através de uma função reação - apelidada “Regra de Taylor” - para a taxa de juros nominal que responde à diferença entre a taxa média de inflação e a meta estabelecida, e ao hiato do produto, de modo que essas duas variações respondem qual o movimento adequado a se fazer na taxa de juros:

$$i_t = \pi_t + r^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta\left(\frac{y_t - y_p}{y_p}\right)$$

onde, i_t é a taxa básica de juros, π_t a inflação média dos últimos quatro trimestres, r^* a taxa de juros de equilíbrio, π^* a meta de inflação estabelecida, y_t o produto corrente e y_p o produto potencial.

A interpretação sucinta é a movimentação positiva na taxa básica para responder a uma inflação acima da meta, assim como para responder a um aquecimento na atividade econômica acima do produto “natural”¹⁰. Dessa forma, o papel atribuído à autoridade monetária é atingir as metas estabelecidas de inflação e garantir a estabilidade de preços, dado que a meta de inflação é considerada a âncora nominal que determina o equilíbrio nominal da economia (TEIXEIRA; MISSIO, 2011).

Como Lopes et al (2012) discutem, “o controle da moeda e da inflação pelas autoridades monetárias (moeda exógena) e o papel meramente transitório da política monetária sobre a economia real (moeda neutra) são herdados da Teoria Quantitativa da Moeda”, e a mesma herança é vista nas prescrições de condução de política monetária ortodoxas, com predominância de regras que evitam o viés inflacionário próprio da ação dos governos. Nas metas de inflação, por exemplo, isso é evidenciado no diagnóstico perene de inflação de demanda nominal, e na independência do produto potencial quanto à taxa de juros (LOPES et al., 2012). Apesar do reconhecimento da velocidade instável da moeda (MOLLO, 2004), contrariando a visão monetarista e a TQM clássica, e da manipulação da taxa de juros nominal como instrumento de controle da atividade econômica ao contrário do agregado monetário, as proposições e ferramentas utilizadas continuam apresentando o mesmo caráter ortodoxo.

CAPÍTULO 2 – A MOEDA E A INFLAÇÃO SEGUNDO A HETERODOXIA

¹⁰ É interessante notar que esse produto natural é uma variável exógena que significa o produto sob uso pleno dos fatores de produção, associado à visão de longo prazo da economia. Entretanto, como LOPES et al. (2012) discutem, não há uma estimativa para a determinação dessa variável, e efeitos advindos da moeda são descartados

No capítulo anterior foi mostrado como a Teoria Quantitativa da Moeda permeia o pensamento ortodoxo. A demanda por moeda estável implica numa velocidade de circulação também estável, passível de cálculo e previsão. Por sua vez, a assumida neutralidade da moeda esteriliza o estoque de moeda quanto a possíveis efeitos no lado real da economia, de forma que aumentá-lo significa aumentar o nível de preços proporcionalmente. A quantidade de moeda se torna exógena às forças reais e pode ser plenamente controlada pela autoridade monetária. Dessa forma, a responsabilidade de garantir o controle da inflação é associada ao exercício dessa autoridade no âmbito da política monetária.

O presente capítulo expõe o pensamento heterodoxo monetário, que parte de pressupostos distintos e rejeita a TQM (MOLLO, 2004). A moeda tem sua quantidade determinada endogenamente, e a velocidade de circulação é instável e imprevisível devido à possibilidade de entesouramento, que retira moeda do fluxo de renda. Além disso, a moeda é não-neutra, ou seja, há efeitos reais ligados à variação da quantidade M, de modo que não é trivial a associação direta de expansão monetária-inflação, e o estoque monetário pode influenciar variáveis reais.

As duas seções do capítulo dividem as concepções de moeda heterodoxas, sendo a primeira relacionada aos marxistas e a segunda aos pós-keynesianos, respectivamente. Uma vez que suas concepções monetárias são muito distintas da concepção ortodoxa, as teorias de inflação também o são da teoria de inflação de demanda exposta no primeiro capítulo. As visões quanto à inflação serão apresentadas, portanto, em sequência ao desenvolvimento das respectivas teorias monetárias.

2.1 A concepção de moeda para Marx

A importância da moeda na análise marxista é visível logo na concepção do seu objeto de estudo. Para ele, um dos principais problemas da ciência econômica de sua época, a chamada economia política clássica, era a incapacidade de apreender a lógica do sistema capitalista de produção, organizado em pontos de produção de mercadoria privados que são interdependentes devido à divisão social do trabalho e que mantém essa relação essencial através da moeda no elo criado pelas trocas (MOLLO, 1991).

Para Marx, a existência da moeda é indissociável das economias capitalistas, de forma que “a economia real é necessariamente monetária” (MOLLO, 1998). A forma de organização

de produção específica do capitalismo depende de um item que não somente “facilite” desejos de troca entre dois indivíduos, como em uma economia de troca direta, mas que faça a conexão entre aquilo que é produzido individualmente, as mercadorias, e o meio social que o circunda. A moeda é, então, a responsável por ser o equivalente universal de troca e, mais ainda, responsável por resolver a contradição privado-social inerente à divisão social do trabalho estabelecida, mantendo o funcionamento da produção de mercadorias.

A contradição privado-social trata justamente da incoerência entre a produção e a sua necessidade de socialização. As mercadorias, que são produzidas em seios privados, precisam ser socializadas, e o fazem quando convertidas em dinheiro. O dinheiro, enquanto equivalente geral, é a forma de relação social plena das economias capitalistas. Desse modo torna-se clara a distinção de importância atribuída à moeda entre a visão ortodoxa - “lubrificante nas transações” - e a visão marxista:

A moeda não pode ser pensada depois que o mundo real foi definido como mera economia de troca direta, porque a produção de mercadoria é necessariamente uma economia monetária e a transição de uma economia de troca direta para uma economia monetária não é uma questão de introdução de um elemento adicional chamado moeda sem que nada se altere na chamada economia real (MOLLO, 1988).

Além disso, a relação social é encontrada não somente no caráter mercantil, mas também no trabalho assalariado empregado na produção (MOLLO, 1998). Para produzir mercadoria, fonte de riqueza material que gera valor de uso (ao ser consumida) e valor de troca (ao ser trocada por outra mercadoria), independente de suas características, é necessário o emprego de trabalho. O trabalho é o denominador comum das mercadorias, e também apresenta duas formas: o trabalho útil (relacionado às características específicas de processos específicos, gerador dos valores de uso específicos) e o trabalho abstrato (gasto uniforme de uma força de trabalho). Marx confere ao trabalho abstrato a substância do valor de troca, determinando-o como o tempo socialmente necessário de trabalho para produzir um produto (HUNT, 1982).

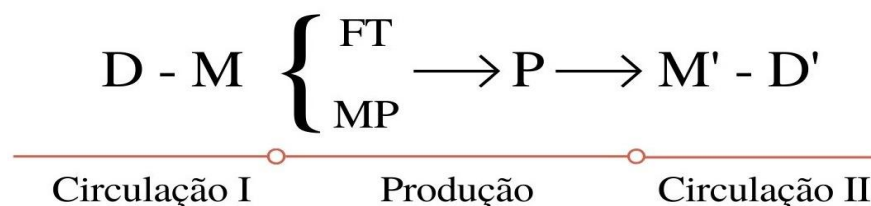
Para uma sociedade ser caracterizada como produtora de mercadorias, como as economias modernas, é necessário a divisão social do trabalho - especialização -, a produção voltada ao valor de troca, enquanto a obtenção de produtos para consumo do valor de uso depende de outros produtores de mercadorias, e a existência de um mercado com ampla circulação da moeda, equivalente de valor universal. Entretanto, no capitalismo, os meios de produção das mercadorias estão apenas nas mãos de uma classe minoritária, e o processo definidor desse sistema é a extração de mais-valia gerada pela força de trabalho e apropriada pelos capitalistas (MOLLO, 1998).

Ausentes da posse de meios de produção, apropriados pelos capitalistas, a forma de sobrevivência que resta aos trabalhadores na sociedade capitalista é negociar sua força de trabalho como mercadoria: “como homem livre, pode dispor de sua força de trabalho como sua própria mercadoria e, por outro lado, não ter qualquer outra mercadoria para vender e lhe faltar tudo o que é necessário para a realização de sua força de trabalho” (MARX *apud* HUNT, 1982) O valor de uso dessa mercadoria é sua inserção na produção de outras mercadorias, o trabalho depositado, enquanto seu valor de troca equivale às condições sociais necessárias para sua (re)produção - como qualquer outra mercadoria. Dito de outra forma, a força de trabalho produz valor ao ser empregada na produção, e os trabalhadores recebem em troca apenas o suficiente para a manutenção dessa fonte de trabalho potencial, uma medida socialmente determinada do custo necessário para que esses trabalhadores consigam se manter – efetivamente, uma medida de subsistência, suficiente para manter sua força de trabalho.

A diferença entre o valor do trabalho empregado na produção das mercadorias e o trabalho recebido como pagamento, suficiente para sua subsistência, é a mais-valia. A mais-valia é a relação social essencial ao capitalismo: o excesso de trabalho entre o que é incorporado na mercadoria e o que é pago aos trabalhadores, a diferença entre o trabalho total e o chamado trabalho necessário; esse excesso é convertido em moeda no mercado, gerando renda aos capitalistas e inserindo-os socialmente na sua busca por lucro e acumulação contínua de capital, enquanto o trabalho necessário será convertido em moeda e pago aos trabalhadores, permitindo a eles adquirirem os produtos de que necessitam consumir para sobreviver. Mollo (1998) evidencia o significado analítico dessa estrutura dizendo que “esta noção de dinheiro como relação social, articula, portanto, classes, processos de trabalho, etapas de produção, circulação e distribuição, fazendo da moeda algo inseparável das economias capitalistas.”

Para sintetizar o processo de acumulação capitalista é apresentado abaixo o ciclo de reprodução do capital (MARX, 1996):

Esquema 1 - Ciclo de reprodução do capital



Fonte: elaborado pelo autor.

Inicialmente, o capitalista dispõe de uma reserva de valor em forma de dinheiro (D) que será gasto para adquirir as mercadorias utilizadas na produção (M), em uma troca

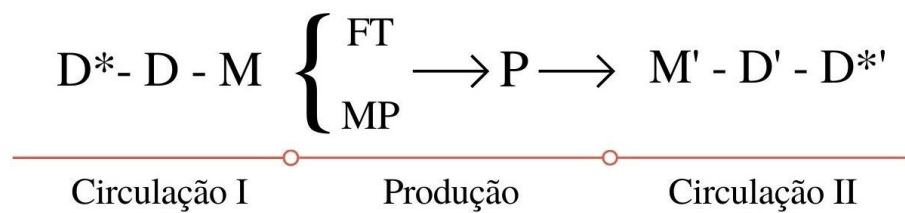
equivalente. Nesta primeira etapa de circulação, então, a moeda se converte na matéria-prima e nos instrumentos necessários (MP) e na força de trabalho (FT). Com isso, é possível começar a etapa de produção, responsável pela metamorfose do capital e conseqüentemente do surgimento de excedente de valor - fruto do trabalho excedente. Esse excedente está embutido na mercadoria produzida (M'), igual à diferença ($M' - M$). Por fim, a mercadoria será vendida no mercado e terá seu valor de troca convertido em moeda (D') no segundo momento de circulação. O ciclo se reinicia quando o lucro obtido ($M' - MP - FT$) é convertido em moeda permite adquirir novamente as mercadorias na primeira fase de circulação.

Como visto, a mercadoria só completa seu trajeto ao ser convertida por moeda. Para realizar e se apropriar efetivamente da mais-valia, e também para poder recomençar o processo e dar continuidade à acumulação, o capitalista depende da forma dinheiro. Por outro lado, os trabalhadores dependem do salário resultante da venda de sua força de trabalho para consumir o que necessita. A interdependência de todos é mantida através da moeda, o que configura um enorme poder social atribuído a ela. O poder social imbuído nessa forma faz com que seja o elemento-chave no funcionamento da economia, a riqueza abstrata representante universal do valor, inclusive podendo ser desejado por si mesmo e entesourado, a fim de apropriá-lo de forma privada (MOLLO; AMADO, 2003).

Além da moeda resolver a contradição privado-social e permitir a conclusão do processo de acumulação, a observação de que mais dinheiro disponível para iniciar o processo pode aumentar o ritmo de geração de mais-valia leva à análise do crédito dentro da economia. O crédito permite um destacamento da fase produtiva do ciclo de reprodução anteriormente apresentado. Diferentemente da teoria neoclássica e da ortodoxia como um todo, o crédito não é meramente transferência de poupanças, neutra à economia real, mas um fator intensificador direto da acumulação de capital (MOLLO, 1994).

Voltando à ilustração do ciclo de reprodução do capital, o crédito pode ser representado pela introdução da moeda (D^*) no início do processo, demandado para ser convertido nos meios de produção e então produzir mercadorias. A questão importante é que D^* não é uma reserva de valor de posse anterior do capitalista que leva a cabo o ciclo de reprodução, mas é sim um capital financeiro. Em outras palavras, não é necessário que seja auferido lucro em um período anterior através da extração de mais-valia para então reintroduzi-lo como capital pois há disponibilidade de capital alheio para iniciar o ciclo, alargando o processo de produção e gerando mais excedente apropriado:

Esquema 2 - Ciclo expandido de reprodução do capital com crédito



Fonte: elaborado pelo autor.

O capital financeiro, enquanto na primeira etapa da circulação permite a compra das mercadorias necessárias para a produção, na etapa final introduz uma forma extra de divisão do lucro gerado (D^* marca a distribuição com a presença do crédito). Além da distribuição entre as formas de renda (da terra, do trabalho e os lucros), os juros cobrados para que o dinheiro inicial seja emprestado constituem uma parcela de mais-valia que é apropriado pelos capitalistas financeiros, mais-valia essa que naturalmente só é gerada no processo de produção.

Mollo (2004) fornece uma boa síntese da importância do crédito na economia capitalista, que caracteriza sua não-neutralidade:

Para os marxistas, o crédito potencializa a acumulação de capital ao permitir o aumento de ritmo e da escala da produção, ao reduzir custos de circulação e ao antecipar, sincronizando, tanto a etapa de produção quanto a de circulação, já que com o crédito não é mais necessário esperar a realização de lucros para financiar aumentos de capacidade, e já que também o consumo pode ser antecipado via crédito e, com ele, a realização de lucros (MOLLO, 2004).

Ademais, a oferta de crédito é enxergada por Marx como endógena à economia na medida em que ela varia em resposta ao movimento e ritmo dos negócios (MOLLO, 1998). Caso a procura por empréstimos aumente, os bancos acomodam essa demanda e fornecem o crédito necessário. Dessa forma a quantidade de moeda torna-se determinada, e não determinante do nível de preços, assim como ligada às fases do ciclo industrial e suas necessidades distintas de moeda (MOLLO, 1994).

Diante do exposto é possível caracterizar o pensamento marxista como pertencente à heterodoxia monetária. A moeda, enquanto uma gênese paralela à gênese da mercadoria e única à economia capitalista, não pode ser separada do funcionamento dessa. O lado real é essencialmente monetário, de forma que não há uma separação entre o real e o nominal, entre a produção de mercadorias de um lado e a circulação de moedas e o nível de preços de outro. Isso contrapõe as análises derivadas da Teoria Quantitativa da Moeda que, portanto, é rejeitada.

Sintetizando os motivos que argumentam a favor dessa incompatibilidade (MOLLO, 1998), temos primeiro a não-neutralidade da moeda, evidenciada: a) pelo seu papel de resolução da contradição privado-social das mercadorias, de mantenedora da divisão social do trabalho e

de articuladora das etapas de produção, além da inserção social referente à cada classe - a relação salarial para a classe trabalhadora e a realização do lucro monetário para a classe capitalista -, contrariando a dicotomia real-monetária construída conceitualmente ao partir-se de uma economia de trocas puras e “adicionar” a moeda como mero facilitador; b) pela potencialização do processo de acumulação de capital através do crédito, ampliando a escala e sincronizando as diferentes etapas envolvidas na produção de mercadorias. Convém destacar que o crédito também potencializa dessa forma os efeitos das contradições inerentes à acumulação capitalista e que podem culminar em crises - outra face da não-neutralidade da moeda.

Como segundo motivo temos a endogeneidade da moeda, destacada: a) na lógica de produção capitalista, à medida que a gênese da moeda acontece conjuntamente à gênese da mercadoria e, portanto, ao funcionamento mercantil capitalista; b) no entesouramento, que é uma espécie de “canal adutor da circulação” (MOLLO, 1998). Além disso, a motivação de apropriação privada do poder social contido na moeda leva à retirada de moeda em circulação e à sua transformação em tesouro como reserva de valor; e c) na determinação do crédito, que acompanha o ciclo de negócios da economia, como já descrito. A oferta monetária não pode ser controlada com previsibilidade, porque a dinâmica monetária é instável e imprevisível, sendo a velocidade de circulação da moeda variável e a quantidade de moeda disponível influenciada pelas pressões internas da economia.

2.2 Teorias de inflação marxistas

O arcabouço teórico marxista apresenta diferentes teorias de inflação. Saad (2000) articula a importância de buscar redescobrir e investigar mais seriamente as análises marxistas do tema, uma vez que

A inflação e as políticas convencionais anti-inflacionárias geralmente têm um alto custo econômico e social. Frequentemente levam a maior desemprego, salários reais mais baixos, altas taxas de exploração e tendem a deslocar a distribuição de renda e a balança das forças sociais em direção ao capital e, especialmente, em direção aos interesses financeiros (SAAD-FILHO, 2000).

Silva e Maldonado (2017), então, fornecem uma revisão crítica das principais vias, que são: a) a inflação essencialmente como produto dos conflitos sobre a distribuição de renda; b) a inflação resultante das ações de monopólios capitalistas cada vez mais fortes e do reforço fornecido pelo Estado a seu favor; e c) a inflação como consequência de um descolamento endógeno entre a oferta de moeda e a demanda por moeda, a chamada teoria do dinheiro extra.

A classe trabalhadora e a classe capitalista estão constantemente buscando conservar a parcela de renda real a que têm acesso, no mínimo, e avançar possibilidades de estender suas parcelas, no máximo. A renda disponível, entendida como o restante após dedução das rendas de ordem exógena - tanto os impostos, estatais, quanto as rendas externas -, é disputada pelas duas classes através de suas respectivas reivindicações. Pode-se dizer que esse é o conflito inerente ao sistema capitalista. Quando a soma dessas reivindicações ultrapassa a renda disponível, segue-se um quadro inflacionário.

Os agentes-chave no processo de reivindicação são os capitalistas monopolistas de um lado, e os trabalhadores sindicalizados do outro, porque detêm poder de mercado para definir o preço dos seus produtos ou serviços de forma parcialmente independente (SILVA; MALDONADO, 2017). Exemplos seriam produtos com preços acrescidos de *mark-ups* devido ao poder monopolista ou oligopolista, ou salários nominais com atualizações garantidas pela força sindical. Dessa forma, o conflito distributivo leva à inflação porque o crescimento da renda disponível para distribuição, através dos ganhos de produtividade, se torna menor que o crescimento dos preços e dos salários. A taxa de inflação é uma função positiva da sobreposição de reivindicações, da frequência de atualização dos preços e salários, e do grau de utilização da capacidade produtiva, ao passo que é função negativa da taxa de crescimento da produtividade (SAAD, 2000).

O conflito distributivo se mostra presente na diferença entre a política de preços e o acordo salarial. Silva e Maldonado (2017) trazem o conceito de “hiato de aspiração” como a discrepância entre o lucro alvo, relacionado ao lucro gerado pelo preço estabelecido para os produtos, e o lucro negociado, relacionado ao acordo salarial - que leva em conta a inflação esperada. Caso o hiato seja positivo, a taxa de inflação foi maior do que a esperada, o que significa que por mais que o salário nominal aumente, o salário real no máximo se manteve constante.

Como os agentes-chave podem influenciar a seu favor os valores nominais, a inflação efetiva é como uma transferência de renda dos agentes que não foram capazes de “concretizar” uma reivindicação ou que não anteciparam com precisão a inflação. Quando os capitalistas conseguem aumentar a taxa de lucro ao não conceder reajustes diante de aumento de produtividade ou de *mark-ups* mais agressivos, por exemplo, a parcela dos trabalhadores é transferida aos capitalistas. Entretanto, caso se desenvolva formas de indexação que conectem a atualização dos valores das fontes de renda obrigatoriamente à garantias institucionais, e também que aumentem a frequência dessas atualizações, as taxas de inflação apresentarão

“rigidez para baixo”, isto é, uma inflação inercial: os salários terão reajustes para manter o poder de compra e os capitalistas responderão com aumento nos preços para manter a taxa de lucro; os custos de produção se elevam e podem se perpetuar pela economia (SAAD-FILHO; AMADO, 2001).

Esses arranjos institucionais mantidos pela autoridade monetária e a consequente disponibilização de moeda acabam sendo responsáveis pela dinâmica observada de inflação: “em resumo, há inflação porque o banco central valida, diretamente ou pelo suporte dado ao sistema financeiro, demandas incompatíveis por parcelas da renda nacional através da acomodação monetária, numa tentativa de proteger as instituições financeiras e garantir a continuidade da produção” (SAAD-FILHO, 2000).

A segunda teoria de inflação destaca a relação monopólio-intervenção estatal dentro do processo de acumulação capitalista:

É válido destacar que, como elementos significativos de seu entendimento sobre inflação, os agentes fundamentais são os setores monopolistas e o Estado. Aqueles são centrais ao crescimento e estabilidade econômica, já que é lá onde se encontram as firmas mais dinâmicas, além dos investidores, empregadores, produtores e exportadores mais importantes. Por isso, segundo essa abordagem, o Estado dá o suporte necessário a tais setores mediante barateamento da infraestrutura, incentivos fiscais, financiando direta ou indiretamente parte de seus custos em P&D e apoiando os seus empreendimentos no estrangeiro. Tudo isso constitui gastos para o Estado, que contribuem para a geração de déficits orçamentários persistentes, para o aumento da dívida pública e para a elevação da tendência inflacionária (SILVA; MALDONADO, 2017).

A presença de capitalistas monopolistas cada vez maior pode ser identificada com os processos de concentração e centralização do capital, desenvolvidos por Marx (1996). Enquanto a concentração de capital diz respeito à acumulação intensificada de capital através da capitalização da mais-valia produzida, a centralização é o processo no qual o capital converge para um número menor de empresas, concedendo amplo poder de mercado e escalas de produção não alcançáveis à concorrentes menores. O conflito capitalista sob concorrência, com redução de preços para captura de mercado, passa a acontecer com o controle da oferta, com barreiras de entrada para outras firmas e com margens elevadas de lucro impostas após a centralização de capital monopolista.

Como passam a representar grande parte da produção, então, o Estado fornece por múltiplas vias condições de manutenção e investimento aos monopólios. Isso pode levar por um lado à superacumulação de capital, uma vez que a oferta excepcionalmente grande de crédito - a custos cada vez maiores para a economia - acelera a concentração de capital e acaba gerando excesso de capacidade de produção (SAAD-FILHO, 2000). Como a demanda é incapaz de absorver a oferta, os custos produtivos achatam os lucros dos monopólios, que então

respondem aumentando seus preços rapidamente, gerando inflação e queda dos salários reais. Por outro lado, esse apoio aos grandes monopolistas “constitui gastos para o Estado, que contribuem para a geração de déficits orçamentários persistentes, para o aumento da dívida pública e para a elevação da tendência inflacionária” (SILVA; MALDONADO 2017). Essa tendência é evidenciada pelo excesso de demanda criado pelas intervenções estatais a favor dos monopolistas que eventualmente pressionará os preços da economia.

A terceira teoria de inflação foca na esfera monetária como causa principal: “circunstâncias inerentes ao circuito de produção e circulação do capital regularmente criam discrepâncias entre a oferta e a demanda de moeda que, em alguns casos, podem gerar inflação” (SAAD-FILHO; MOLLO, 2001). Uma quantia de moeda adicional na economia pode desestabilizar a relação entre o valor produzido e a moeda em circulação e então gerar inflação caso esse excesso monetário não seja acompanhado por uma resposta na esfera produtiva.

A moeda adicional diz respeito à “espontânea interação entre o banco central, os bancos comerciais, as firmas e os trabalhadores”, sendo que “sua quantidade não pode ser controlada, ou até mesmo precisamente determinada, pelo Estado” (SAAD-FILHO, 2000). Essa interação é a responsável pela endogeneidade da moeda, em que demandas regulares serão atendidas por ofertas adicionais tanto do setor público quanto privado, espontaneamente:

Se as firmas elevam seus gastos, financiando-os através do desentesouramento ou redução de seus saldos monetários, se eles tomam empréstimos para expandir a produção, investir ou especular com estoques, ou se consumidores desentesouram (reduzindo suas poupanças) ou financiam gastos adicionais com a tomada de empréstimos. (...) O dinheiro extra pode também ser criado pelo governo através da monetização do déficit público, compra de títulos no mercado aberto, ou pela não esterilização de um superávit do balanço de pagamentos. Finalmente, o dinheiro pode ser criado para compensar perdas quando firmas com prejuízo desentesouram, ou quando o Banco Central sustenta empresas do setor financeiro com problemas de insolvência e não de mera necessidade de liquidez (SAAD-FILHO; MOLLO, 2001).

Uma vez que a moeda adicional é criada para atender à demanda, o que resta determinar é o resultado gerado em termos de produto. O crédito, e os ativos monetários de forma geral, podem potencializar a produção assim como podem levar a distúrbios que agravam a discrepância inicial e levam à inflação. Planos frustrados de produção podem ser levados a cabo, a capacidade ociosa da economia pode passar a ser utilizada, os investimentos podem aumentar, isto é, o lado produtivo responde estabilizando a relação de valor.

Se a injeção de moeda extra não for suficiente para permitir a realização da produção antecipada, ou se parte substancial do dinheiro extra se dirigir para mercados saturados ou para setores sem capacidade ociosa, e se importações adicionais a preços paramétricos não estiverem disponíveis, a relação entre valor do produto e moeda não é restaurada. Neste caso, o resultado predominante da injeção de dinheiro extra é o aumento dos preços (SAAD-FILHO; MOLLO, 2001).

Convém apontar que a esfera monetária também pode ser responsável por tendências inflacionárias quando os mecanismos institucionais que sancionam o conflito distributivo estão presentes (ver a primeira teoria de inflação), criando uma relação entre as duas teorias. “Sem a criação de dinheiro adicional o conflito não pode levar ao aumento geral e continuado do nível de preços; evidentemente, também neste caso para que os preços aumentem é preciso que a produção não reaja de imediato, acomodando as demandas reais associadas com o conflito” (SAAD-FILHO; MOLLO, 2001).

Apesar de possíveis semelhanças com a análise quantitativa de crescimento de moeda como causa do aumento do nível geral de preços, Saad-Filho e Mollo (2001) explicitam que se tratam de concepções diferentes. A oferta de moeda não é aumentada exogenamente pela autoridade monetária, e a moeda não apresenta neutralidade porque pode afetar o nível de produção de acordo com as particularidades desse aumento. Nessa condição, o teorema da proporcionalidade é rejeitado porque não há como garantir que a variação em M somente poderá ser respondida com a variação correspondente em P . Em outras palavras, é rejeitada uma relação geral ou estável entre a oferta de moeda e o nível de preços, enquanto as esferas real e monetária se influenciam e a quantidade da moeda pode afetar o produto potencial da economia.

2.3 Keynes, os pós-keynesianos e a importância monetária

A corrente pós-keynesiana diz respeito ao grupo heterodoxo que busca resgatar as contribuições que entendem como revolucionárias na obra do economista John Maynard Keynes, mas que foram preteridas em relação a uma certa “incorporação keynesiana” na economia neoclássica.¹¹ A visão econômica resultante desse resgate é essencialmente crítica à ortodoxia assim como Keynes era crítico da teoria monetária clássica (CARVALHO et al, 2007) pelos motivos que aqui serão expostos, culminando em uma teoria alternativa que rejeita a validade da Teoria Quantitativa da Moeda.

Davidson (1978) aponta que Keynes era preminentemente um teórico monetário que acreditava na importância da moeda, e as críticas que apresentava à maioria dos quantitativistas envolvia “o uso de hipóteses tácitas e simplificadoras quanto a quais variáveis eram tomadas como independentes para então fornecer uma relação de causa e efeito única e unidirecional da

¹¹ “A síntese neoclássica desenvolveu-se como uma tentativa de compatibilização entre os resultados obtidos por Keynes na Teoria Geral (como, por exemplo, a possibilidade de equilíbrio com desemprego), e um modelo teórico em cuja formulações iniciais tais situações não eram admissíveis” (CARVALHO, 1998). A recepção ortodoxa ao pensamento keynesiano parece girar em torno da adição de situações de desemprego involuntário resultantes de imperfeições no mercado de trabalho, como preços rígidos que impedem o *market-clearing* no curto prazo, apagando o caráter revolucionário de sua produção intelectual (FERRARI; FILHO, 1996).

moeda para os preços ou receitas nominais”. O próprio Keynes manteve afinidades intelectuais com a Versão de Cambridge da TQM, que introduziu um componente comportamental ainda que rudimentar na análise da demanda por moeda, até que seu projeto começou a tomar corpo e claramente se diferenciou da teoria convencional - principalmente no tocante à moeda, em que a função de meio de troca era enfatizada acima de tudo, isto é, era o fundamento da estrita relação quantitativista.

Essa diferenciação é resultado da busca declarada por desenvolver uma análise econômica pautada nas decisões reais e nas condições reais que cercam os indivíduos e as firmas na economia. Isso o conduziu a discorrer sobre questões não consideradas pela teoria clássica que, na verdade, estão no âmago do funcionamento econômico mas estavam adormecidas no âmbito teórico. O elemento central nesse caso é a moeda e como ela era definida. Keynes diz então que

A moeda, como é bem sabido, serve a dois propósitos [...] ela facilita as trocas [...] em segundo lugar, é uma forma de reserva de valor. É o que nos dizem, sem ao menos um sorriso no rosto. Mas no mundo da economia clássica, que propósito insano seria assim utilizá-la! Dado que uma característica conhecida da moeda como reserva de valor é que ela é estéril [...] porque alguém fora de um asilo para lunáticos desejaria reter moeda como reserva de valor? (KEYNES *apud* DAVIDSON, 1972, tradução nossa)

Essa provocação aparentemente irrelevante é necessária uma vez que a resposta é dada. Deseja-se reter moeda porque através dela um grau de segurança, de precaução, é garantido quanto ao que pode vir a acontecer no futuro e que não temos como premonizar: “nosso desejo de reter moeda como uma reserva de valor é um barômetro do grau de desconfiança de nossos próprios cálculos e convenções que envolvem o futuro [...] a posse presente de dinheiro acalma nossas inquietações” (KEYNES *apud* DAVIDSON, 1972, tradução nossa).

Assim, através do entendimento dos motivos que levam a moeda a ter uma função que não apenas de facilitadora de trocas, chega-se em uma nova visão quanto ao processo econômico. Essa nova visão, que será explorada adiante, está ligada ao conceito de uma *economia monetária de produção*:

Uma economia que usa a moeda mas apenas como uma conexão neutra entre as transações de mercadorias e ativos reais e que não a permita entrar nos motivos ou decisões pode ser chamada - por falta de um nome melhor - de uma *economia de trocas reais*. A teoria que eu anseio lidaria [...] com uma economia em que a moeda desempenha um papel próprio e afeta os motivos e as decisões e é, em resumo, um dos fatores operativos presentes, de forma que o curso dos eventos não pode ser previsto tanto no longo-prazo quanto no curto sem um conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro e o segundo. Isso é o que desejamos implicar quando falamos de uma economia monetária (KEYNES *apud* DAVIDSON, 1978, tradução nossa).

Em uma economia monetária de produção a moeda cumpre o papel essencial de manusear a incerteza inerente tanto à tomada de decisões dos indivíduos e das firmas, que estão descentralizadas e por isso carecem de uma coesão prévia assegurada, quanto ao futuro desconhecido, tempo incerto que projetamos através de expectativas subjetivas - incapazes de apreender de forma quantificável o suficiente as condições e circunstâncias tal qual um risco probabilizável - que afetam nossas decisões atuais. A importância da moeda diz respeito então à sua capacidade de conectar presente e futuro ao transportar riqueza ao longo do tempo, configurando-se como o ativo mais líquido da economia (CARVALHO et al, 2007).

Os indivíduos e as firmas tomam decisões e alocam seus recursos de forma individualizada, isto é, as suas motivações e suas expectativas não são formadas à luz de uma coordenação prévia quanto ao que acontecerá. Desse modo, a ausência natural de garantia quanto ao que acontecerá requer uma segurança diante de quaisquer situações, e essa segurança é justamente ter em mãos uma reserva de valor imediatamente disponível, isto é, o ativo mais líquido possível, a forma aceita de liquidar qualquer débito e também a unidade de conta utilizada para formar preços.

Apesar da incerteza estar presente para todos os indivíduos, ela é particularmente relevante para o processo de produção e acumulação. As firmas produzem para vender, mas o processo produtivo leva tempo e o sucesso das decisões depende da demanda efetiva pelos produtos de forma que ocorra lucro no fim do processo. Entretanto, dada a descentralização característica da economia monetária de produção, essas decisões de produção são tomadas com base em expectativas que são no máximo acertadas, e no cenário contrário expectativas frustradas que levam a desencontros entre o que é produzido e o que é demandado como um todo. Isso evidencia o caráter predominantemente especulativo da produção. Desse modo, também é conveniente às firmas manter uma posse de dinheiro que sirva como reserva de valor, independente do que venha a se concretizar, aliviando as demoras e defasagens que são inerentes ao processo de produção.

Para além disso, enfrentar a incerteza se torna mais difícil à medida que o resultado de uma certa ação cresce na amplitude temporal. Para Keynes, nem todos os fenômenos econômicos detêm o mesmo grau de incerteza:

Aquelas atividades que apresentam resultados em um momento muito próximo do tempo em que as revisões das expectativas são possíveis não estão sujeitas ao mesmo tipo de incerteza que aquelas que geram frutos em momentos distantes no tempo e que, conseqüentemente, as expectativas relativas às decisões sobre esse tipo de atividades têm bases muito mais voláteis (AMADO, 2000).

Dessa forma, atividades que envolvem expectativas de curto prazo podem até mesmo ser tratadas como repetitivas no tempo, onde o passado fornecerá uma boa aproximação e a revisão de expectativa logo será possível. Talvez decisões de produção e consumo possam se encaixar aqui. Porém, decisões com frutos muito distantes no tempo são muito mais incertas, mais voláteis às expectativas formadas e portanto dependentes de um cenário onde temores não impeçam a tomada de decisão. A acumulação de riqueza e o investimento são exemplos de tais decisões de difícil mensuração, totalmente conectadas à incerteza do futuro.

A existência de contratos monetários significa uma via de articulação confiável entre os diferentes agentes que permeia o passado, o presente e o futuro (MOLLO, 1998). Uma vez estabelecido o uso da moeda como unidade de referência para contratos assegurados institucionalmente, é possível criar acordos de caráter monetário, que aliviam a incerteza quanto ao cenário futuro ao fornecer uma coordenação indireta que garante uma relação presente-futuro de valor. Isso é essencial ao processo produtivo que demanda um tempo para a produção acontecer, envolvendo o emprego dos fatores de produção e suas remunerações monetárias que de outra forma poderia dificultar o processo produtivo dado o tempo necessário do começo do processo até a realização do lucro.

Keynes emprega a distinção entre risco e incerteza elaborada por Knight (1885-1972), também relacionada à sua adoção do conceito de tempo histórico para os fenômenos econômicos (AMADO, 2000). Risco se relaciona com situações onde o resultado é desconhecido, mas as probabilidades atribuídas a este são conhecidas e estáveis, dessa forma sendo possível quantificar os diferentes resultados futuros em uma expectativa probabilística. Já a incerteza diz respeito aos fenômenos em que não apenas o resultado é desconhecido no presente, mas também não há uma distribuição de probabilidades apreensível, sendo um evento não mensurável. No mundo econômico, lida-se constantemente com esse segundo tipo de evento.

No tempo histórico um evento futuro não é passível de conhecimento de suas probabilidades porque os eventos não são formados por processos ergódicos.¹² Os indivíduos não detêm conhecimento sobre os eventos incertos através do passado porque este não constitui uma base confiável, no sentido de replicabilidade dos resultados, com probabilidades imutáveis.

¹² A ergodicidade é a característica atribuída a eventos em que há imutabilidade da sua distribuição de probabilidades através do tempo. Dessa forma, é possível adquirir conhecimento sobre eles, uma vez que são reversíveis em um sentido linear. O tempo lógico utilizado na análise ortodoxa relaciona-se com a aceitação da atividade econômica como fruto de processos ergódicos, desconsiderando a possibilidade da incerteza fundamental alterar o funcionamento dos mercados (AMADO, 2000).

“Em um ambiente não-ergódico, a história importa e os agentes econômicos ‘sabem’ que enfrentam um incerto - estatisticamente imprevisível e portanto imensurável - futuro, e se comportam de acordo” (DAVIDSON, 1988, tradução nossa). O tempo flui do passado para o futuro de modo que há uma irreversibilidade na passagem das circunstâncias e uma construção perene das probabilidades futuras, que se alteram a partir das decisões do presente (AMADO, 2000).

As decisões que os agentes tomam adquirem um caráter crucial, no sentido de marcarem um “ponto sem retorno” em que as condições que permitiram o evento acontecer são auto destruídas pela própria realização do evento (AMADO, 2000). No caso do ambiente econômico, decisões como as de produção, investimento, alocação de recursos são cruciais, banhadas de incerteza - em diferentes graus - quanto ao futuro e voláteis às expectativas subjetivas formadas. Além disso, há um caráter criativo nessas decisões, porque o agente sabe se tratar de um resultado futuro incerto mas dependente da decisão escolhida: “empreendimento é risco, risco é ignorância, e equilíbrio, por contraste, é o abandono efetivo da ignorância” (SHACKLE *apud* AMADO, 2000).

Todas essas características de uma economia monetária de produção envolvem a incerteza e as formas de lidar com essa. A mais importante é a moeda e a existência dos contratos monetários. Frente à dificuldade posta por expectativas subjetivas, é racional também manter uma fração na forma de dinheiro (DAVIDSON, 1988). Comprar e manter liquidez em um mundo não-ergódico significa estar preparado para situações não esperadas, tanto para se precaver quanto para especular, visto que terá preservado o poder de compra da renda atual ao mantê-la na forma de reserva de valor, isto é, em moeda.

O entesouramento de moeda expõe a não-neutralidade comentada no conceito de economia monetária: não é possível determinar o comportamento das variáveis “reais” sem levar em conta as expectativas que rondam o ambiente econômico, o grau de incerteza quanto ao futuro, porque isso terá influência direta nas decisões de alocação de renda dos agentes econômicos. Além do mais, a velocidade da moeda não pode ser estável, ou até mesmo constante, porque a preferência por liquidez não o é. Os motivos para desejar não são apenas transacionais, que obedecem a um “padrão de encaixes” ligado à renda e portanto também estável, mas variam através de decisões subjetivas descentralizadas que são internas à economia, tanto do lado da demanda quanto pela oferta de moeda. Essa endogeneidade significa que uma variação no desejo de entesourar moedas e garantir poder de compra futuro assim como mudanças na retenção de liquidez dos bancos frente a cenários diversos levará a uma

variação da velocidade de circulação. A Teoria Quantitativa da Moeda é rejeitada com base nessas características da moeda e da economia como um todo no mundo real.

Para sintetizar a visão econômica vinculada aos pós-keynesianos e ao conceito de economia monetária de produção, Lima et al (2016) citam seis princípios:

1. *Princípio da produção*: a firma tem um comportamento distinto dos outros agentes. A produção não busca maximizar a utilidade de um indivíduo ou adquirir outros bens com a renda das vendas, mas maximizar o lucro monetário.
2. *Princípio da estratégia dominante*: há uma assimetria de poderes entre os agentes, de forma que a dinâmica econômica também é assimétrica quanto aos efeitos de decisões desses agentes. Essa assimetria está ligada ao acesso a recursos, ao controle dos meios de produção e à escassez distinta de fatores.
3. *Princípio da temporalidade econômica*: o processo produtivo envolve defasagens temporais, formando escalas de produção ao longo do tempo. As decisões são altamente especulativas porque dependem das expectativas quanto às circunstâncias futuras, e as remunerações ocorrem todas na forma de dinheiro, capaz de postergar seu valor para o futuro.
4. *Princípio da não-ergodicidade*: a incerteza fundamental decorrente de processos não-ergódicos caracteriza um tempo histórico, irreversível, não mensurável por distribuições de probabilidades.
5. *Princípio das propriedades da moeda*: sendo a moeda inelástica quanto à produção e substituição, além de custo de posse zero, ela se torna o ativo líquido reserva de valor por excelência e as variações na sua demanda geram efeitos específicos na economia, distintos dos outros bens.
6. *Princípio da coordenação*: a avaliação dos resultados produtivos acontece apenas *ex post-facto* pela consumação do mercado como consequência da descentralização das decisões. A ausência de planos prévios cria incerteza e aumenta a importância das expectativas, que serão confrontadas posteriormente com os resultados líquidos agregados das decisões descentralizadas.

Uma vez definido o conceito de economia monetária de produção é possível avançar na importância analítica da moeda com mais precisão. A moeda, muito além de meio de troca, possui a função de unidade de conta, referência de preços e base para os contratos e ancorada na validação institucional necessária que garanta a obrigatoriedade contratual, a função de meio de pagamento, propriedade de extinguir os débitos e dívidas, e a função de reserva de valor. Essa última função se desenvolve porque a moeda é o bem de liquidez máxima da economia,

devido à negligenciável elasticidade de produção e de substituição, além de um baixo *carry cost* (AMADO, 2000). Portanto, não é possível aumentar sua oferta empregando mais fatores de produção para responder a uma maior demanda, movimentando a renda e o gasto, não é possível substituir sua demanda por outros bens porque sua utilidade advém do seu valor de troca como unidade de conta e meio de pagamento universal, e o custo de carregá-la é irrelevante.

Essas características especiais da moeda a diferenciam dos outros bens produzidos na economia. Como sua produção não responde a maior demanda, a preservação de seu valor acontece pela diminuição de demanda de outros produtos na economia. Algum bem ou serviço terá sua demanda reduzida e conseqüentemente sua produção e o trabalho empregado também, enquanto não existe produção privada e emprego de trabalho na produção de moeda. (CARVALHO et al., 2007). Kregel (1980) explica que a demanda por moeda como reserva de valor não é uma troca de consumo presente por consumo futuro - no sentido de uma contratação garantida -, e que ao contrário da renda consumida que se transforma em demanda pelos outros bens, esta não cria expectativa nos produtores de vendas futuras de bens produzíveis, isto é, não fornece sinais para que a produção seja levada a cabo a fim de realizar lucros monetários, e isso deprime o emprego de trabalho. A busca por liquidez na demanda por moeda, portanto, não é uma demanda “efetiva” por trabalho como o restante da circulação de bens e serviços, e se conecta à existência de desemprego involuntário, uma instabilidade inerente à presença de incerteza nas economias monetárias de produção.

Ao contrário dos ativos financeiros, não há rendimento envolvido em alocar riqueza em um ativo monetário. Na verdade, o retorno obtido é seu prêmio de liquidez: a capacidade embolsada de poder de compra que permitirá responder com maior flexibilidade frente a um futuro incerto (CARVALHO et al., 2007). Como Kregel (1980) coloca, “a moeda permite aos consumidores não gastarem toda sua renda, não saberem como se dará seus consumos no futuro, e evitarem a decisão sobre o gasto de suas rendas: uma reserva de valor que preserva o poder de compra da renda atual”¹³; e o prêmio de liquidez em mantê-la entesourada tem relevância proporcional à insegurança sentida pelos agentes, ou seja, quanto maior a incerteza percebida, maior tenderá a ser a retenção de moeda para que tenha flexibilidade para lidar com as situações futuras em troca de transformá-la no presente em bens de consumo, ativos financeiros, entre outros.

¹³ tradução nossa.

Esse maior desejo de reter liquidez significa que, nas condições atuais, os indivíduos julgam mais importante garantir mais poder de compra em mãos - ganho de segurança - do que empregar essa parte da renda em algo rentável de resgate futuro, sendo a rentabilidade medida pela taxa de juros atual. A resposta à maior procura por liquidez é a elevação dessa taxa, de forma que o preço por abdicar da moeda transmitido pela taxa corresponda aos temores frutos da incerteza e assim a liquidez desejada se iguale à quantidade disponível de moeda. Em outras palavras, a taxa de juros é a recompensa pelo ato de aplicar o dinheiro ao invés de entesourá-lo, e com isso perder liquidez (CARVALHO et al., 2007), sendo a reguladora da oferta e demanda de liquidez, ou seja, de moeda.

Essa teoria para a taxa de juros ganha o nome de “*teoria da preferência por liquidez*” porque destaca, ao contrário da teoria clássica, o fenômeno monetário de sua determinação, nomeadamente a preferência por liquidez e a política monetária que determina a oferta de moeda; enquanto a teoria clássica - “*dos fundos emprestáveis*” - assume a taxa como o ponto de equilíbrio entre a demanda por recursos para investimento e a oferta de recursos através da poupança, que permite esses investimentos, guiadas pelos fatores reais de produtividade marginal do capital e de propensão de abster-se do consumo presente visando consumo futuro, respectivamente. A diferença entre as duas teorias fica evidente no fato de que para a segunda é irracional supor que os indivíduos entesouram moeda enquanto podem aplicá-la e com isso consumir proporcionalmente mais no futuro com o ganho proporcional de juros, enquanto para a primeira entesourar é uma forma de alocação da riqueza sensível à presença de incerteza.

A demanda por moeda então pode ser definida, para Keynes, em torno de quatro componentes (CARVALHO et al., 2007):

1. *Motivo transação*: forma a demanda relacionada às necessidades de transação correntes, consistindo de um saldo monetário ativo que dentro de um intervalo de tempo será transacionado. Em outras palavras, é o motivo de demanda de moeda que a TQM apresenta, dependente da renda e influenciado pelos hábitos de gasto. Tem um caráter rotineiro.
2. *Motivo precaução*: compõe saldos monetários inativos que não possuem um destino específico, mas sim para atender necessidades futuras imprevisíveis, tanto contingências inesperadas quanto oportunidades imprevistas de negócios. É fundamentalmente conectada à incerteza presente na economia, porque garante maior segurança e flexibilidade diante da ignorância quanto ao futuro, e portanto influenciada pela preferência por liquidez dos agentes.

3. *Motivo especulação*: se relaciona com as expectativas subjetivas quanto à movimentação futura da taxa de juros, constituindo também saldo inativo. Sendo a taxa de juros o preço que ajusta o mercado monetário, a incerteza quanto a novas informações que modifiquem a taxa gera nos indivíduos uma expectativa esperada do seu nível, e essa expectativa influencia a preferência por liquidez no momento. Isso altera a demanda de moeda na relação inversa entre preferência por liquidez e taxa de juros: um aumento esperado para a taxa significa maior retenção de moeda - vendem títulos, entesouram -, enquanto uma queda esperada significa menor retenção - compram títulos, desentesouram. De outro modo, a taxa de juros baixa (alta) aumenta (diminui) a demanda por moeda.
4. *Motivo finance*: adicionado por Keynes para representar a demanda que apesar de transacional, se conecta a um gasto vultoso não-rotineiro. Trata-se de uma despesa discricionária planejada, como um grande investimento em bens de capital. Ocupa uma posição intermediária entre saldos ativos e inativos, uma vez que o gasto prospectivo constituirá uma transação mas depende da expectativa de realização futura de lucros para acontecer. Portanto, não é determinada pela renda corrente, crescendo com a necessidade de provisão financeira para antecipar as despesas prospectivas.

Os motivos precaucional e especulativo incorporam o efeito da preferência por liquidez na economia e também de como as expectativas formadas a partir das informações disponíveis podem influenciar esse processo. Como Keynes diz, “a cada conjunto de circunstâncias e de expectativas corresponderá uma taxa de juros apropriada” (KEYNES, 1937) porque esta detém o papel de regular, na margem, a demanda e a oferta por liquidez. A importância da determinação da taxa de juros monetária se torna mais clara quando a investigação sobre o processo de investimento conclui que este é dependente daquela e que, em última instância, isso acontece pelo papel da moeda em relação à incerteza.

Na teoria ortodoxa, a taxa de juros de equilíbrio é aquela que iguala a preferência intertemporal de consumo com a produtividade marginal do capital, de forma que o que é investido é consequência causal do que é poupado: o investimento é determinado pela poupança. Para Keynes e os pós-keynesianos, o investimento surge quando a expectativa futura de remuneração, que não é calculável e depende das expectativas incertas, supera o custo monetário envolvido no investimento, decorrente de um gasto presente em bens de capital que permitam a expansão posterior da produção. A decisão de investir, então, envolve tanto a expectativa atual de ganhos em tempos futuros, a chamada eficiência marginal do capital,

quanto a taxa de juros para obter a liquidez necessária para efetuar o investimento. Como a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda por moeda, e como ambas dependem da preferência por liquidez na economia, em última instância o grau de incerteza presente determina o gasto em investimento, o que o torna volátil e instável (MOLLO, 1998). Já a poupança, por sua vez, não há nada que garanta que seja igual ao investimento *ex-ante*: o investimento depende da oferta de liquidez, não da poupança (AMADO, 2000).

Keynes (o artigo) diz que as flutuações de investimento são esperadas, uma vez que “depende de dois tipos de julgamentos quanto ao futuro, nenhum deles sustentados por uma base segura ou adequada: da propensão a entesourar e dos retornos esperados do capital.”¹⁴ Além do mais, suas variações acontecem usualmente em conjunto, onde um cenário pessimista para os ganhos possíveis também é um cenário incerto que aumenta a preferência por liquidez e, conseqüentemente, o desejo de entesouramento. A preferência pela liquidez demonstra por que a poupança não pode ser o determinante do investimento: saldos inativos de renda restantes pós consumo em parte serão alocados na forma de moeda em função da preferência por liquidez, isto é, uma parte da renda não consumida é apenas uma decisão de não consumir no presente em vista do futuro incerto, não uma disposição de fundos emprestáveis. As decisões presentes de investimento, por sua vez, dependem de suas conjecturas quanto à demanda e custos futuros, e assim da renda futura esperada, não da renda disponível. (KREGEL, 1980).

É essencial para Keynes e para o pensamento pós-keynesiano a distinção entre poupança e oferta de crédito, assim como a distinção entre demanda por liquidez e demanda de crédito (MOLLO, 1988). As decisões subjetivas de poupança e investimento não se relacionam de forma determinada, equilibradas no mercado de fundos pela taxa de juros. A poupança pode não ser convertida em investimento, como dito acima, assim como o investimento pode acontecer lastreado em crédito. A poupança é um produto da decisão de consumir, não sendo uma decisão em si mesma tal qual uma poupança planejada, mas um resíduo do consumo, determinada pelo nível da renda. Para que a poupança constitua oferta de crédito é necessário ainda que, levando em conta a taxa de juros, o agente decida por abrir mão da liquidez em suas mãos e transforme em títulos. Mas isso dependerá, é claro, do grau de incerteza quanto ao futuro e das expectativas atuais que informam sua preferência por liquidez, não havendo qualquer razão para que o montante resultante corresponda ao que os empresários investem (MOLLO, 1988).

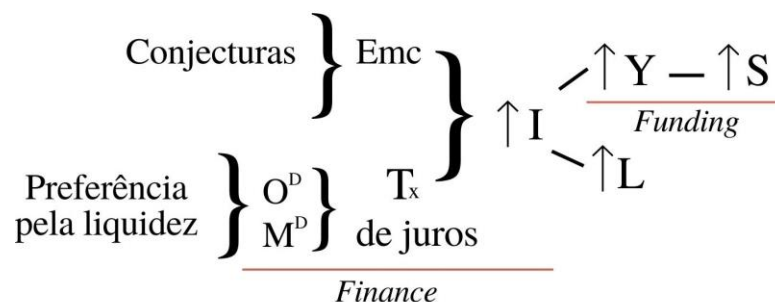
¹⁴ Tradução nossa.

O que iguala *ex-post* poupança e investimento é o nível de renda, e novamente a incerteza se torna importante nesse papel: dado que a demanda agregada significa a soma do consumo, ancorado no nível de renda, e do investimento, volátil e sujeito à incerteza e à taxa de juros, a diminuição do investimento deprime a demanda agregada e conseqüentemente a poupança, visto que esta é determinada pela renda disponível; da mesma forma que um aumento do investimento, como através da existência de liquidez pelo crédito e com uma expectativa de retornos otimista, aumentará a demanda agregada e terá um efeito multiplicador no produto total. Dessa forma a renda aumentará, e com ela a poupança, igualando *ex-post* o investimento prévio. Keynes resume esse processo de determinação do produto real ao dizer que

Dado o psicológico do público, o nível do produto e do emprego como um todo dependem do investimento. E não o digo porque seja o único fator do qual o produto agregado depende, mas porque em um sistema complexo é usual tratar como *causa causans* aqueles fatores que são mais sujeitos a flutuações súbitas e violentas. De forma mais compreensiva, o produto agregado depende da propensão a entesourar, da política monetária da autoridade monetária, uma vez que ela afeta a quantidade de dinheiro, do estado de confiança quanto aos retornos esperados dos ativos de capital, da propensão a gastar e dos fatores sociais que influenciam o nível dos salários nominais (KEYNES, artigo, tradução nossa).

Outra forma de visualizar esse processo é através do esquema abaixo:

Esquema 3 - Investimento, renda, poupança



Fonte: elaborado pelo autor.

As duas variáveis de análise para que os empresários realizem um investimento é a eficiência marginal do capital e a taxa de juros. Por sua vez, essas variáveis dependem das conjecturas atuais quanto ao futuro incerto do tempo histórico e da oferta e demanda monetárias, respectivamente. Como as duas últimas são determinadas pela incerteza presente tanto para os bancos quanto para os agentes e que conduz à preferência por liquidez, a decisão de investimento está conectada às expectativas atuais. Esse é um canal importante de interferência monetária sobre a esfera real: da preferência por liquidez para a taxa de juros, e da taxa de juros para o investimento, que se conecta ao produto e ao emprego na renda final do processo, por fim resultando em poupança igual ao investimento *ex-post*.

O motivo *finance* de demanda por moeda trata da busca por liquidez para efetuar o investimento decidido. O gasto decorrente de um investimento ocorre em uma escala maior do que a das transações habituais, e a liquidez necessária nesse momento precisa estar disponível para ser usada. A poupança agregada na economia pode representar uma parcela da oferta de fundos, mas como há a possibilidade de alocação de renda no ativo monetário, isto é, o entesouramento, o cenário comum é a insuficiência da poupança frente às decisões de investimento. Aqui entra a característica não-neutra do crédito na economia: os bancos garantem a disponibilidade de liquidez para a realização do investimento através do crédito no curto-prazo, elevando a renda futura porque haverá maior empregabilidade e produção:

Para que o componente D2 da demanda agregada [demanda por bens de capital relacionados ao investimento] não seja restringido pela renda real, portanto, os agentes devem ter a capacidade de financiar o investimento tomando emprestado de um sistema bancário que pode gerar dinheiro. Este mecanismo de financiamento pós-keynesiano, onde os aumentos na quantidade nominal de dinheiro são usados para financiar o aumento da demanda por bens produzidos, resultando em níveis crescentes de emprego, significa que o dinheiro não pode ser neutro. (DAVIDSON, 2005).

Uma vez que o investimento acontece, é importante que exista também formas de consolidar o custo do empréstimo de financiamento, que é de curto prazo, com obrigações de longo-prazo que se adequem ao horizonte temporal dos retornos ganhos com o investimento. Em outras palavras, é necessário que aconteça o *funding* do investimento, seja através do mercado de capitais ou outro meio que possibilite a maturação da dívida de forma compatível aos fluxos de renda futuros. Para que o *funding* ocorra é importante que a poupança gerada através do investimento seja aplicada pelos agentes em títulos ou empréstimos de longo-prazo, mas isso dependerá da preferência por liquidez novamente, além de um sistema de mercado de ações bem organizado (STUDART, 1993). Caso os investimentos sejam consolidados financeiramente, o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* acontecerá.

A oferta ampla de crédito pode fornecer a liquidez necessária para o gasto em investimento, efetivando o *finance* e conseqüentemente elevando a renda e a poupança futura. Por outro lado, caso a oferta de crédito seja restringida dado um desejo de liquidez maior por parte dos bancos, isso pode acarretar na desaceleração do crescimento da economia porque a demanda por crédito não será satisfeita e conseqüentemente algumas decisões de investimento serão inviabilizadas, contraindo a geração de riqueza. Ambas as situações demonstram um efeito real na economia a partir da questão monetária.

A característica da moeda essencial para a rejeição da Teoria Quantitativa da Moeda por parte de Keynes e dos pós-keynesianos, além da não-neutralidade, é a sua endogeneidade. Como a quantidade de moeda pode apresentar variações resultantes do próprio funcionamento

da economia, do seu “lado real”, é implausível supor uma determinação da oferta independente, assim como o é considerar previsível a velocidade de circulação da moeda quando se leva em conta a preferência por liquidez subjetiva dos agentes. Como coloca Mollo (1997), a ideia de endogeneidade diz que “a oferta de moeda não decorre simplesmente da decisão do Banco Central, mas, ao contrário, a moeda é ofertada ou emerge endogenamente de pressões no interior dos mercados financeiros ou da disponibilidade de crédito”, assinalando ainda para conceitos semelhantes que envolvem a interdependência das curvas de oferta e demanda ou a elasticidade da oferta de moeda em relação à taxa de juros.

A endogeneidade do lado da demanda por moeda pode ser analisada primeiramente na preferência por liquidez, que conduz não somente a desejar moeda, mas que essa moeda fique inativa, entesourada. Como o desejo por liquidez depende das expectativas incertas e especulações, a quantidade demandada pode variar abruptamente na presença de novas informações ou circunstâncias, levando os agentes a retirar mais moeda de circulação para que possam remediar a insegurança em cenários pessimistas, ou que disponibilizem mais liquidez no mercado, exerçam financiamentos através dos fundos que possuem ou invistam em bens de capital para expandir a produção caso estejam mais otimistas. De todo modo, o entesouramento conduz à variabilidade da velocidade de circulação da moeda e de movimentos na quantidade de moeda que não são executados pela autoridade monetária.

Em segundo lugar, o ritmo dos negócios e a demanda por crédito influenciam na oferta de moeda uma vez que a procura por liquidez leva à empréstimos bancários que constituem criação de moeda (bancária) não lastreada em poupança prévia, ou seja, os bancos são capazes de ofertar uma quantidade maior de moeda do que previamente depositada caso haja demanda para tal e também considerem uma decisão acertada vis-à-vis suas próprias considerações de montante de recursos líquidos ideais. Em outras palavras, o multiplicador bancário é imprevisível ou ao menos altamente instável, sendo a autoridade monetária incapaz de controlar integralmente a quantidade de moeda disponível porque as interações entre os agentes da economia podem influenciar nessa variável.

Para além disso, a consideração da importância da preferência por liquidez na atividade bancária e conseqüentemente na oferta monetária mostra que a endogeneidade não se restringe às pressões de demanda, mas também no funcionamento espontâneo da oferta de moeda nas economias capitalistas (MOLLO, 1998). Em determinadas circunstâncias, o empréstimo pode ser racionado por parte dos bancos para que estes mantenham uma maior quantia líquida em posse, diminuindo a liquidez disponível. Mas há também a ocorrência de inovações financeiras

que buscam tanto expandir os lucros possíveis através de novas formas de financiamento quanto escapar das regulações da autoridade monetária, e que por consequência geram efeitos na oferta monetária.

Essa análise é feita por Minsky (1977), para quem essas inovações financeiras decorrem naturalmente do caráter especulativo da geração de lucro por parte dos bancos e de sua interação com os agentes tomadores de empréstimo, aumentando a velocidade de circulação dos ativos líquidos. Ao longo do tempo, o investimento se acelera e as decisões subjetivas dos agentes levarão a endividamentos ligados a projetos cada vez mais arriscados para superar taxa de juros crescentes, suportados pela oferta monetária cada vez mais flexível. Isso continua até que a demanda crescente, requerida pelo endividamento de curto prazo altamente especulativo, seja restringida por uma inelasticidade da oferta de financiamentos, quer pela limitação para financiamentos vinda da autoridade monetária, quer pela ultrapassagem em relação à disponibilidade total, como também por uma retenção de liquidez por parte dos bancos, receosos quanto à solvência das operações financeiras. Isso resultará na contração endógena da oferta de moeda e conseqüentemente em uma crise financeira, a menos que a autoridade monetária sancione a necessidade de liquidez, agindo endogenamente para evitar a crise (MOLLO, 1988).

Todas essas especificidades analisadas por Keynes e estendidas pelos pós-keynesianos se relacionam à não-neutralidade e à endogeneidade da moeda perante a produção real de bens, em que o nível de produção e de emprego não podem ser considerados independentes em relação à moeda e do funcionamento do mercado monetário. Ao contrário, a existência particular da moeda significa uma economia com características distintas das que as considerações envolvendo uma economia de troca pura somada ao “véu” monetário indicam:

Keynes abandonou tanto a ideia de que o pleno emprego é um estado normal de uma economia de mercado como a suposição clássica de que existem forças endógenas que proporcionam a plena ocupação dos fatores de produção na economia. Ele, na verdade, empenhou-se em demonstrar que o sistema econômico é potencialmente instável e que tais instabilidades potenciais constituem o estado em uma economia monetária de produção, na qual as decisões são tomadas sob incerteza, a oferta reage à demanda e a moeda afeta as decisões dos indivíduos em seus desejos de investir, entesourar ou de postergar tais disposições. Influenciando, em última instância, o nível de demanda, as decisões de investir, o produto e o emprego (WELLS *apud* BUSATO; PINTO, 2008).

O papel da moeda nas economias capitalistas “torna-se fundamental para as ações dos agentes econômicos [...] justamente porque, mesmo de forma conflituosa e podendo conduzir a instabilidades e crises, é ela que articula e coordena o andamento da economia” (LIMA et al, 2016). Da coordenação indireta que ela opera articulando processos, agentes e etapas passadas, presentes e futuras em um mundo regido pelo tempo histórico irreversível, não há como garantir

o equilíbrio de longo prazo porque este é sempre afetado pelo curto prazo de forma permanente (MOLLO, 1998).

As instabilidades não são criadas pela moeda, mas são fruto da própria configuração econômica monetária de produção e acumulação de riqueza. Não é possível eliminar a incerteza, apesar da moeda ser a conexão menos incerta existente através de suas funções de unidade de conta e de reserva de valor, tampouco uma coordenação completamente efetiva quanto às decisões descentralizadas dos agentes, mas um manuseio monetário que permita maior estabilidade de seu valor e que estimule decisões como as de investimento traz impactos positivos no ambiente econômico e favorece o crescimento.

2.4 Teorias de inflação pós-keynesianas

Uma vez que a moeda não é neutra e tampouco exógena para ter seu estoque controlado pela autoridade monetária, a Teoria Quantitativa da Moeda é rejeitada como relação direta de papel ativo da moeda em relação aos preços, onde um ajustamento proporcional à quantidade de moeda obrigatoriamente acontece nível de preços. No lugar da inflação de demanda, os pós-keynesianos desenvolvem acerca de outras vias pelas quais o processo inflacionário pode surgir como efeito, sendo essas vias essencialmente ligadas à pressões de custo.

Sicsú (2003) aponta que o método pós-keynesiano é de primeiramente identificar as pressões no seu ponto de origem para que, daí, uma estratégia seja traçada de forma a impedir que o processo inflacionário se espalhe pela economia. Trata-se de uma agenda positiva que visa a manutenção da estabilidade dos preços: “identificada a origem da inflação, busca-se desenhar políticas específicas que possam sufocar a pressão inflacionária sem atingir outros setores que estão tendo um comportamento compatível com a estabilidade de preços.”

Nesse sentido, de acordo com o autor, é possível listar diferentes causas para que políticas específicas sejam indicadas conforme as circunstâncias forem, apesar de que isso não significa uma relação exata de causa-receituário: tanto mais de uma causa pode estar presente, quanto diferentes políticas podem obter algum grau de sucesso, variando os efeitos colaterais na produção e emprego e também o tempo requerido para que o resultado desejado apareça; além disso, características da economia como o hiato do emprego, o grau de monopólio e o nível de abertura econômica afetam diretamente o impacto na inflação das medidas apontadas.

Temos então os seguintes tipos de inflação identificados (SICSÚ, 2003):

1. *Inflação de salários*: um aumento dos salários nominais, tudo o mais constante, causará inflação. Geralmente associado a hiatos de emprego menores, que tornam os trabalhadores mais capazes de barganhar na determinação de seus salários durante as negociações com os empresários, assim como para os últimos torna-se mais fácil repassar esse aumento de custo para os preços. Caso o aumento salarial seja acompanhado de aumento de produtividade não haverá pressão inflacionária, dado a distribuição dos ganhos entre margem de lucro e salários. Os ganhos de produtividade, por sua vez, dependem de políticas de desenvolvimento tecnológico e de qualificação do trabalho.
2. *Inflação monopolista ou de lucros*: a capacidade de determinar um *mark-up* no preço de seus produtos e ter margens maiores de lucro, sem que a demanda responda negativamente, pode levar a um processo inflacionário desencadeado pelos monopolistas, considerado o grau de monopólio presente na economia.
3. *Inflação de retornos decrescentes*: uma redução do hiato de emprego quando este já é baixo pode levar a produção a entrar na fase de retornos decrescentes, onde insumos e trabalho qualificado tornam-se escassos. O trabalho empregado será menos qualificado para utilização do capital, e a eficiência diminuirá, aumentando os custos por produto e gerando uma pressão inflacionária. Essa causa é relevante quanto mais próxima do pleno emprego a economia estiver, sendo menos considerada pelos pós-keynesianos em situações de alto hiato de emprego.
4. *Inflação importada*: a variação dos preços estrangeiros de produtos importados, assim como variações na taxa de câmbio (desvalorizações da moeda nacional) pode conduzir a uma importação de inflação. A vulnerabilidade aumenta de acordo com a maior abertura da economia, sendo a abertura medida pela proporção de renda gasta em importação em relação à renda gasta com produtos e serviços finais. No caso de produtos importados revendidos ou utilizados por empresas nacionais, o aumento do custo pode ser repassado quanto mais o hiato de emprego for menor ou essas empresas constituam monopólio.
5. *Choques de oferta inflacionários*: choques de oferta domésticos, como a quebra de uma safra agrícola ou escassez de energia elétrica, podem levar a aumentos de custos e conseqüentemente causar inflação. Também pode ser chamada de *inflação de commodity*. Cenários de alto desemprego assim como de baixo grau de monopólio podem fazer com que os choques na oferta somente causem compressão dos lucros, visto que os custos não podem ser facilmente repassados.

6. *Inflação de impostos*: trata-se do efeito que uma variação na carga tributária definida pelo governo tem sobre o nível geral de preços. Tudo o mais constante, aumentar a alíquota de impostos pode levar à inflação se o repasse desse aumento de custos acontecer, seja pela economia aquecida com baixo desemprego, seja pelo poder monopolista. Um aumento tributário em um setor específico que constitua monopólio pode gerar uma pressão que, se não contida, alastre para o restante da economia.
7. *Inflação de demanda*: a inflação de demanda colocada pelos pós-keynesianos envolve o cenário de hiato de emprego negativo, em que aumentos na demanda agregada acabarão pressionando os preços e gerando inflação. Uma vez que o pleno emprego seja atingido, novos trabalhadores somente aceitarão trabalho em caso de aumento dos salários reais, e isso significará aumento dos salários nominais. Esse aumento dos custos e o aumento da demanda proveniente dos novos trabalhadores resultará em inflação.

Para os pós-keynesianos, “qualquer inflação que ocorre em situação em que a economia está aquém do pleno emprego é um problema do lado da oferta” (SICSÚ, 2003). Como a tendência natural ao pleno emprego é amplamente questionada, visto que instabilidades inerentes ao sistema de produção levam a uma demanda efetiva deprimida e ao desemprego involuntário, a inflação de demanda é um caso raro, isto é, uma exceção em relação aos processos inflacionários mais comuns. O maior foco é em entender onde estão, do lado da oferta, as raízes inflacionárias que precisam ser abordadas através de políticas positivas antes que aquelas se transformem em inflação de fato, principalmente enquanto o hiato do emprego diminui e a economia apresenta crescimento.

CAPÍTULO 3 - INTERSECÇÃO E DISPUTA ENTRE AS TEORIAS

Naturalmente o pensamento marxista e o pensamento pós-keynesiano podem ser aproximados enquanto heterodoxia monetária, que entende o processo econômico através de pontos de partida distintos daqueles apresentados pela ortodoxia. O papel conferido à moeda e ao crédito é de fundamental importância, conectando ou coordenando a economia e rompendo a restrição orçamentária do processo de acumulação ou potencializando a produção, respectivamente (MOLLO, 2004). A visão de não-neutralidade decorrente dessas características, assim como da endogeneidade da moeda, rejeita a Teoria Quantitativa da Moeda.

Por outro lado, as diferentes versões que estão na linha ortodoxa entendem que a esfera monetária não gera efeitos no lado real da economia. Quando geram, estão associadas ao curto prazo, como a ilusão monetária apontada pelo monetarismo, ou a rigidez de preços e outras imperfeições de mercado nos novos-keynesianos. A moeda e a política monetária não são capazes de influenciar no investimento e no ritmo de crescimento da economia de forma permanente, apenas transitoriamente. A demanda por moeda segue um curso estável ligado à sua função de meio de troca, determinada essencialmente pela renda e pela necessidade de moeda para efetivar as transações desejadas. Sua velocidade de circulação, portanto, também é constante, ou ao menos estável, o que permite à autoridade monetária um controle exógeno da quantidade disponível de moeda e uma consequente responsabilidade para com a estabilidade de seu valor.

O primeiro passo no exercício de contato entre as teorias apresentadas será analisar alguns possíveis pontos de divergência entre as duas escolas heterodoxas, tanto na análise analítica da moeda quanto nas teorias de inflação propostas. Isso demonstrará qual o grau não só de convergência mas também de complementaridade entre as duas escolas de pensamento, e permitirá avançar para o debate entre os lados de ortodoxia e heterodoxia no âmbito da moeda, da inflação, e das políticas cabíveis e desejadas em cada caso.

3.1 Divergências e possibilidade de complementaridade entre Marx e Keynes

Marx parte das considerações quanto à produção privada de mercadorias no capitalismo e a moeda como legitimador social e coletivo dessa produção, enquanto Keynes tem em mente o conceito de economia monetária de produção, com as decisões descentralizadas de consumo,

produção e acumulação de riqueza frente à incerteza quanto ao que pode acontecer no futuro, sendo a moeda a maior fonte de segurança contra essa incerteza.

Os dois autores, portanto, rejeitam a formulação da ciência econômica enquanto análise de uma economia de trocas puras, da qual a análise dicotômica entre real e monetário surge, dado que a moeda é apenas posteriormente adicionada, não alterando o lado “real” anterior de produção e circulação de bens. Segue-se que as críticas à ortodoxia envolvem justamente como conceber a moeda. Mas apesar de uma ligeira sensibilidade entre a moeda enquanto capaz de resolver a contradição privado-social da produção de mercadorias, de um lado, e a coordenação indireta das decisões descentralizadas dos agentes do outro, algumas diferenças monetárias são inevitáveis.

A primeira diferença a ser comentada neste trabalho é o destaque da moeda como relação social feita por Marx, que trás elementos qualitativos que são também econômicos, mas não operam dentro da lógica quantitativa da oferta e da demanda. Para Marx:

ela [a moeda] embute e reflete a dependência recíproca à qual estão sujeitos os produtores numa economia mercantil. (...) O que define uma economia mercantil é a contradição privado-social. De um lado, os produtores privados operam de forma separada em processos de produção privados. De outro, produzem para a venda e neste sentido o trabalho de cada um nada mais é do que parte alíquota do trabalho social. É através da venda das mercadorias produzidas, da sua conversão em moeda no mercado, que os produtores validam socialmente de forma final o trabalho levado a cabo de forma privada (MOLLO, 1988).

Como foi abordado no segundo capítulo, a gênese da moeda é paralela à gênese da mercadoria. O trabalho empenhado na produção em âmbito privado só é legitimado socialmente quando participa do mercado e é convertido em valor monetário. Isso acontece porque há uma estreita relação entre a moeda e o valor: o processo produtivo cria valor e o processo de circulação distribui esse valor para os diferentes grupos na sociedade envolvidos na produção, sendo o ciclo de reprodução do capital a existência conjunta de dois processos de circulação (D-M e M'-D') e de um processo de produção (M-M'). No processo final de circulação a abstração dos trabalhos empreendidos privadamente se completa, quando a mercadoria produzida se transforma em moeda, e esses trabalhos são portanto socializados (MOLLO, 1998).

A moeda é um equivalente geral, sendo sua forma moeda-mercadoria dotada da função de medida de valor. O valor contido na moeda é o reconhecimento social que garante a capacidade de refletir e se contrapor às demais mercadorias enquanto repositório de valor, o que significa que há uma grandeza concreta que as representa, um equivalente geral das mercadorias e do valor-trabalho contido nelas. Destarte as outras funções que facilitam a

circulação e conseqüentemente a realização social do valor das mercadorias, e reforçada pelas funções de entesouramento - o desejo por excelência da moeda como valor - e de moeda universal - a convertibilidade para além das fronteiras nacionais -, é a função de medida de valor que é fundamental para estabelecer a relação entre valor e moeda (MOLLO, 1988).

O real e o monetário andam conjuntamente porque é a partir do equivalente geral que é possível o modo de produção capitalista acontecer: o dinheiro inicia o ciclo de reprodução do capital e também o finaliza:

Sem dinheiro no início, não há processo de produção capitalista onde meios de produção e força de trabalho são mercadorias. Sem ele não há criação de valor no processo de produção. Sem dinheiro no final do ciclo não há lucro, categoria que define um sistema capitalista, porque lucro não é apenas excedente de mercadorias extraído da força de trabalho humana, mas excedente convertido em moeda. (MOLLO, 1988).

O processo real de acumulação engloba o processo de criação e de distribuição do valor, e nesses processos as equivalências (D-M) e (M'-D') acontecem através do equivalente geral. A noção de real é encontrada no movimento de metamorfose do capital, isto é, na fase de produção de mercadorias onde a força de trabalho é explorada e o excedente gerado será embolsado como lucro monetário, fechando o ciclo de reprodução do capital. Porém, como antes dito, a criação de valor depende de sua distribuição na fase de circulação para completar o movimento, e este movimento somente acontece com a presença da moeda equivalente geral. Como Mollo (1988) explica, “o movimento real do capital acha-se necessariamente condicionado à sucessão das fases ‘que constituem fases ou estados de um processo global’, onde a utilização do dinheiro é imprescindível desde o início”.

A dicotomia real-monetário criticada por ambas as escolas heterodoxas já é afastada por Marx nos três momentos discutidos sobre a moeda: na sua gênese a partir e através da mercadoria, na sua consolidação como equivalente geral pela função de medida de valor, e na própria clarificação do processo real de acumulação do capital. Há um contraste entre essa abordagem e o pensamento keynesiano, que efetua a quebra da dicotomia principalmente em termos de constituição da taxa de juros monetária e os fatores operativos centrais da economia que interferem nesta, sendo a incerteza e a preferência pela liquidez os principais. De outro modo, é a constituição moeda-valor enquanto relação social em Marx que lhe permite, de início, “colocar pé firme no processo de reprodução do capital” (MOLLO, 1988).

Mesmo que Keynes também destaque a importância da moeda nas decisões subjetivas dos indivíduos, considerando as decisões descentralizadas e o futuro desconhecido do tempo histórico, um problema pertinente dessa análise é que pode gerar uma indeterminação teórica:

“basear a teoria no futuro desconhecido ou requer que o economista seja profeta, ou coloca a teoria em maus lençóis, por ficar ela impossibilitada de inferir sobre a evolução futura do processo econômico” (MOLLO, 1998); em outras palavras, o contraste refere-se não só às vias pelas quais a moeda é conceituada, mas nos limites que eventualmente podem surgir no alcance teórico enquanto ciência econômica.

Mollo (1998) também traz outra diferença entre os dois pensamentos. Na visão keynesiana não é utilizada uma teoria do valor-trabalho, e a forma como o valor aparece deriva das análises de utilidade marginal herdadas dos economistas neoclássicos ou de uma teoria do valor ligada à preferência por liquidez dos agentes. Desta forma, o valor é concebido subjetivamente, seja em partes pela satisfação marginalmente decrescente, seja nas prospecções e expectativas dos agentes econômicos sob a presença de incerteza:

a teoria da preferência por liquidez é (...) uma teoria de preço dos ativos ou uma teoria do valor para todo o espectro de ativos, incluindo aqueles mantidos nos balanços patrimoniais dos bancos. Quando a preferência por liquidez sobe, o preço dos ativos se ajustam para restaurar a igualdade entre os retornos esperados (as ‘eficiências marginais’ de cada um). Preços dos ativos mais ilíquidos são os que mais cairão, enquanto o dos líquidos podem não cair (e o dos mais líquidos, como títulos do tesouro, podem até subir). Em resumo, a preferência por liquidez em queda ocorre em conjunto com o aumento do preço dos ativos ilíquidos e com alta na demanda, e é respondida com expansão da oferta monetária conforme os gastos sobem e os ativos físicos são produzidos. Assimetricamente, a elevação dessa preferência é associada com queda na demanda e no gasto (e com redução do produto de ativos reais), e causará aumento da taxa de juros (e queda nos preços dos ativos) ao encontrar-se com uma oferta monetária inelástica (WRAY, 1992 apud MOLLO, 1998, tradução nossa).

A subjetividade e a atividade especulativa relacionada às decisões financeiras e à demanda por moeda são determinantes nos movimentos dos preços uma vez definida a preferência por liquidez como elemento central. Mais que isso, afetarão diretamente o investimento e a atividade produtiva. De fato, a investigação keynesiana implica em uma relação de autonomia, se não superioridade, da circulação financeira em relação à circulação industrial de bens e serviços.

Já na visão marxista, pode-se afirmar que a teoria do valor e a teoria da moeda são um único objeto, a realização completa do valor abstrato somente com a circulação final do que foi criado. Os valores existem enquanto transformados em preço, e as trocas mercantis exprimem geração de renda, e conseqüentemente, formação de valor. A geração de renda e a criação de valor são expressões do mesmo fato, observado o trabalho despendido em uma produção privada que depende da conversão da mercadoria em moeda, equivalente geral, para ser validado socialmente (MOLLO, 1998).

Retornando ao fato gerador de excedentes, nomeadamente a exploração da força de trabalho sob domínio da classe capitalista, que detém os meios de produção: há um limite para a geração das rendas que são distribuídas na circulação, sendo esse limite justamente a mais-valia extraída durante os processos de produção. Apesar da importância da conversão final em moeda, a esfera de circulação não consegue superar o lastro da esfera de produção porque a lei do valor deve ser verificada a todo instante quanto ao valor gerado e ganho em forma de renda monetária. Em outras palavras, a circulação, apesar de apresentar uma autonomia relativa em determinadas formas - como o crédito -, continua sendo limitada pela esfera produtiva, pelo lucro gerado na produção industrial. A visão marxista, portanto, impõe uma restrição intrínseca ao processo de acumulação real, enquanto o outro lado fundamenta-se primariamente na incerteza quanto ao futuro em um tempo histórico e na subjetividade dos agentes para explicar as instabilidades do capitalismo, muito fortemente ligadas à inter temporalidade.

Como dito anteriormente, Marx não vincula a taxa de juros à articulação entre o real e o monetário. Enquanto para Keynes o processo produtivo está submetido à lógica e circulação financeira, visto que as decisões de investimento e da atividade produtiva como um todo se ligam à incerteza, à preferência por liquidez e às especulações do público, Marx destaca o caráter distributivo da taxa de juros. Os juros são parte da divisão do lucro do empresário, isto é, uma fração da mais-valia (MOLLO, 1998). A taxa de juros representa, então, outra diferença entre as teorias analisadas.

Como Hunt (1982) discute, o capital monetário que recebe juros é uma forma derivada, “parasitária” de um sistema de produção, no sentido de acoplar-se a esse sistema para participar no excedente gerado. No capitalismo, o capital industrial é aquele capaz de executar sua metamorfose e apropriar o valor gerado pelo trabalho inserido na produção na forma de lucro, e o capital monetário por sua vez se apropria de uma parte desses lucros: trata-se de uma divisão interna à classe capitalista, um fenômeno da esfera de circulação, de distribuição inter-capitalista. O capital que gera juros apresenta uma forma externa dissociada do ciclo de reprodução porque ele opera aparentemente como (D-D’) para seu dono, tal qual uma reificação do modo capitalista que fetichiza o capital, “dinheiro gerando dinheiro de forma autônoma, como se se tratasse de pereira que produz pêras” (MOLLO, 1988).

A taxa de juros consiste então em um preço para o capital enquanto capital potencial, uma mercadoria específica e diferente das outras existentes no mercado: seu preço não mantém relação de valor com sua produção, sendo um fenômeno monetário. A determinação desse preço diz respeito à queda de força entre os capitalistas industriais e os financeiros no estado atual da

economia, os primeiros representando aqueles que buscam empréstimos para adiantar ou potencializar o processo de produção com uso do crédito, e os últimos aqueles que são donos de uma “economia” em forma de capital-dinheiro, disponível para tomada de empréstimo principalmente à medida que o sistema bancário se desenvolve e por consequência o sistema de crédito se expande, acompanhando a ampliação do processo real de acumulação de capital.

Nesta visão o montante ofertado de empréstimos não é definido pela taxa de juros, assim como para Keynes, apesar de guardar relação com a poupança enquanto rendas não aplicadas imediatamente em consumo ou em novo processo produtivo, de forma aparentemente semelhante à teoria dos fundos emprestáveis. Entretanto,

(...) grandes são as diferenças. O lastro em poupança na teoria dos primeiros neoclássicos traz embutida a ideia de que a poupança é necessariamente convertida em investimento, o entesouramento sendo visto como irracional. Esta hipótese é o que sustenta a ideia do juro como recompensa pela espera até que o investimento possibilite um excedente maior gerado pelo capital em processos mais capitalísticos de produção. Para Marx, ao contrário, é o consumo produtivo da força de trabalho e dos meios de produção que, dentro do processo de produção, permitem a geração de um excedente, a acumulação de capital não podendo ser vista como fruto da abstinência do capitalista mas do seu afã de acumular (MOLLO, 1988).

Não existe para Marx uma taxa de juros que equilibra a quantidade de poupança e investimento de acordo com fatores “reais” da economia, de novo aproximando-se da visão keynesiana, mas uma taxa de juros monetária determinada pela concorrência entre capitalistas financeiros e capitalistas produtivos, o que é distinto das considerações da preferência por liquidez. O andamento do processo de reprodução do capital e as condições nas quais as mercadorias estão finalizando seu ciclo e realizando valor são fatores determinantes da taxa de juros, enquanto a oferta de crédito se liga também à evolução desse processo de reprodução, mas não é ditada pela primeira. De forma geral, se o andamento da economia é positivo e fluído, mais capital-dinheiro estará disponível.

A autonomia da circulação é levantada quanto aborda-se o crédito. O crédito fornece impulso adicional para a produção, estendendo esta última até o limite possível. É portanto uma flexibilidade na relação entre a criação de valor e a geração e distribuição de renda, mas que em última instância ainda requer uma compatibilidade entre produção, circulação e distribuição porque são etapas do mesmo processo de reprodução do capital. Sendo assim, a necessidade de realização social do valor significa que a potencialização gerada pelo crédito também significa ser responsável por acelerar as crises inerentes ao capitalismo:

enquanto o processo de reprodução mantém a fluidez e assim assegura o retorno do capital, esse crédito perdura e se expande, e essa expansão é baseada sobre a do próprio processo de reprodução. Quando os negócios estancam, por se retardarem os retornos de capital, por se abarrotarem os mercados, por caírem os preços, há tal

pletora de capital industrial que ele não pode desempenhar sua função. Amontoam-se massas invendáveis de capital-mercadoria. O capital fixo está em grande parte desocupado em virtude de estagnar-se a reprodução. O crédito contrai-se 1) porque o capital está desocupado, isto é, parado numa das fases de reprodução, não podendo completar sua metamorfose; 2) porque se quebrou a confiança na fluidez do processo de reprodução, e 3) porque diminui a procura desse crédito comercial. O fabricante de fios que reduz a produção e tem estoque invendável não precisa comprar algodão a crédito; o comerciante não necessita comprar mercadorias a crédito, pois delas já tem mais do que carece. (MARX apud MOLLO, 1988).

A última diferença aqui destacada diz respeito ao desejo por moeda. Uma vez que a economia entra em crise decorrente de superprodução ou especulação, intensificação fornecida pelo sistema de crédito, a moeda em sua forma dinheiro será desejada acima de tudo porque representa a validação social do valor por excelência, uma fonte de poder social que pode ser apropriada privadamente. A realização das mercadorias ao longo das etapas do ciclo de reprodução, uma vez que já não ocorrem de forma fluida, reforça a imprescindibilidade da moeda, e disso resulta uma certa preferência por moeda. Nos momentos de crise “(...) o que se quer é a única coisa que permite a continuação do processo de reprodução, o valor validado socialmente de forma definitiva, a moeda, valor por excelência” (MOLLO, 1988). Entretanto, essa preferência absoluta pela moeda se distancia da preferência por liquidez keynesiana em relação às crises: no primeiro caso a busca por moeda constitui um efeito da crise, enquanto no segundo caso é o próprio comportamento da demanda por moeda, ligada à incerteza e sua característica reserva de valor intertemporal, que é responsável por causar as crises.

Quanto às teorias de inflação analisadas, as duas escolas de pensamento apresentam visões semelhantes, sobretudo de causas reais. A inflação monopolista é destacada nas duas teorias, por exemplo. De modo geral há uma proximidade esperada considerando que, diferentemente da ortodoxia, as duas escolas heterodoxas trazem tanto noções de moeda quanto de instabilidades concernentes ao próprio modo de produção que se distanciam do modelo harmônico de regulação eficiente por parte do mercado.

A análise do conflito distributivo marxista é compatível com as pressões diversas de custos. Utilizando o artigo de Bresser-Pereira e Nakano (1984) é possível identificar como fatores aceleradores aqueles que de algum modo aumentam a margem de lucro ou o salário real dos trabalhadores, como a inflação de custos pós-keynesiana, estrangulamentos setoriais na oferta ou a inflação administrativa.¹⁵ Os fatores mantenedores são os responsáveis por, uma vez que a inflação acontece, perpetuar sua continuidade mesmo que as causas iniciais deixem de

¹⁵ A inflação administrativa diz respeito aos aumentos autônomos que o poder de monopólio de capitalistas e o poder de barganha dos sindicatos são capazes de produzir. Esses aumentos configuram-se como fatores aceleradores da inflação na medida em que ultrapassam os aumentos de produtividade em um mesmo período (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 1984).

produzir efeito. O conflito distributivo é o principal fator mantenedor: o poder de mercado dos agentes-chave e a indexação da economia leva à uma busca constante por manter ou aumentar a renda de seu respectivo grupo, que será sancionada pelas correções indexadas. Esse conflito também é analisado pelos pós-keynesianos, visto que os aumentos do lado da oferta são responsáveis por gerar as pressões inflacionárias, embora uma diferença de ênfase seja dada quanto ao ponto de início: para os marxistas a busca incessante de lucro dos capitalistas é preponderante na análise, enquanto para algumas versões pós-keynesianas o poder de barganha dos sindicatos e o aumento salarial que garantem são identificados como os agentes-chave que iniciam o processo conflituoso (MOLLO, 2004).

A diferença quanto à inflação reside majoritariamente na teoria do *dinheiro extra* marxista, de causa monetária. A não-neutralidade e a exogeneidade da moeda levam à rejeição da inflação como um fenômeno monetário nas duas escolas, ligada ao aumento de moeda que gera pressões de demanda e consequentemente alta dos preços. A teoria do *dinheiro extra* representa uma exceção porque levanta a possibilidade de um aumento na quantidade de moeda resultar em aumento do nível de preços. Para que isso aconteça, entretanto, é necessário que a moeda seja excessiva ao não proporcionar aumento da produção ou da capacidade produtiva suficientemente para que o nível de renda gerado consiga compensar as dívidas advindas da criação monetária (MOLLO, 2004). Na teoria pós-keynesiana o aumento da quantidade de moeda é essencialmente acomodativo, um fator sancionador da inflação. Dessa forma, não é contemplada uma inflação proveniente de causas monetárias tal como a teoria discutida.

Mesmo que brevemente expostos, e ausente de pretensão de esgotar o tema, os pontos colocados permitem uma visão heterodoxa como um todo mais detalhada. Ainda que a crítica à concepção ortodoxa de moeda esteja presente para as duas escolas, há diferenças ao longo do caminho teórico percorrido. A dicotomia real-monetária é afastada por Marx já pela gênese da moeda no interior do sistema capitalista, ao lado da produção de mercadorias. Keynes, por outro lado, constrói a partir da incerteza que banha a economia e das decisões descentralizadas dos agentes uma preferência por liquidez embutida na demanda por moeda que acaba impactando todo o sistema produtivo. A taxa de juros é um fator central no funcionamento da economia, inclusive para quebrar a dicotomia citada, enquanto Marx a define como um fenômeno monetário específico à circulação financeira e de disputa dentro da classe capitalista.

Apesar disso, a proximidade entre as duas teorias, derivada sobretudo da importância analítica da moeda, destacada por ambos os lados, é bem mais relevante do que as diferenças teóricas. Especialmente o é quando considera-se pensar também em termos de

complementaridade a fim de uma agenda de pesquisa futura capaz de explicar um número cada vez maior de fenômenos e partindo de premissas conectadas ao mundo real. Como Mollo (1998) argumenta, a concepção keynesiana de incerteza e de subjetividade dos agentes contribui para a análise de curto prazo da economia e permite compreender a dependência do longo prazo em relação ao primeiro, visto que o tempo é irreversível e cada decisão pode alterar as condições do futuro. Além disso, as dinâmicas monetário-financeiras contemplam aspectos da autonomia da circulação financeira, ainda relativa, que não são encontrados em Marx. Este último por sua vez contribui com uma perspectiva objetiva do processo de acumulação real do capital que fornece uma determinação teórica por outro lado ausente nas considerações keynesianas sobre a incerteza, através da relação moeda-valor, do limite imposto pela produção e das crises inerentes ao capitalismo. Como síntese temos um espaço de complementaridade entre as teorias, que poderia unir traços fortes sobre as dinâmicas e processos do curto prazo às tendências de longo prazo ligadas ao sistema capitalista.

3.2 A síntese das controvérsias monetárias entre ortodoxos e heterodoxos

Ortodoxia e heterodoxia são termos que necessitam de definições claras para que possuam utilidade tanto no campo do debate econômico teórico quanto para fundamentar questões reais de política econômica. A divisão centrada nas características de neutralidade e exogeneidade vinculadas à moeda, assim como nas funções cumpridas por essa no interior da economia, fornece um panorama muito útil nesse sentido, uma vez que permite delimitar os dois termos no âmbito monetário e apresentar as controvérsias que surgem ao confrontar visões distintas. Dada a exposição teórica realizada nos capítulos anteriores, busca-se aqui uma síntese capaz de enfatizar as diferenças apresentadas. O quadro a seguir resume as principais características de cada grupo, discutidas ao longo do trabalho:

Quadro 1 - Controvérsias monetárias

Característica	Ortodoxia	Heterodoxos: Keynes	Heterodoxos: Marx
Concepção econômica	Economia de trocas diretas	Economia monetária de produção	Economia mercantil capitalista

Moeda	Meio de troca	Reserva líquida de valor	Relação social moeda-valor
Entesouramento	Não ocorre	Ocorre	Ocorre
Neutralidade	Moeda neutra (ao menos no longo-prazo)	Moeda não neutra	Moeda não neutra
Demanda por Moeda	Estável	Instável	Instável
Oferta de Moeda	Exógena	Endógena	Endógena
Taxa de juros	Real (preferências e tecnologia)	Monetária (prêmio por iliquidez)	Monetária (divisão de mais-valia)
TQM	Aceita	Rejeitada	Rejeitada
Inflação	Inflação de demanda (causa nominal)	Inflação de oferta (causas reais)	Misto (conflito distributivo, monopólio; dinheiro extra)

Fonte: Elaborado pelo autor.

Segundo Amado e Mollo (2003), os economistas ortodoxos partem de uma economia de trocas diretas em que a moeda realiza essencialmente o papel de meio de troca, facilitando as transações e “lubrificando” o motor da economia. A existência de entesouramento é rejeitada com base na irracionalidade de manter em posse saldos inativos que não serão usados para adquirir bens e serviços desejados tampouco serão emprestados sob ganho de juros para aumentar a produção e permitir consumo futuro. O investimento acontece a partir da tomada de fundos emprestáveis lastreados na poupança existente na economia, mantendo uma relação de fluxo de renda no funcionamento do crédito. A taxa de juros equilibra o mercado de fundos, sendo determinada pelas preferências e pela produtividade marginal do capital, ambos fatores reais.

A função transacional destacada articula diretamente a neutralidade da moeda porque a moeda representa apenas um elo nas transações entre bens e ativos reais sem interferir nas decisões tomadas ou produzir efeitos na produção. Negado o entesouramento e a demanda por moeda resumida à necessidade para efetuar transações, a demanda por moeda é estável e a velocidade de sua circulação é determinada por fatores institucionais e habituais, sendo constante ou pelo menos estável. A oferta monetária se torna então exógena, uma vez que é passível de controle por parte da autoridade monetária. As características de neutralidade e exogeneidade da moeda levam à aceitação da Teoria Quantitativa da Moeda, que dita uma relação proporcional entre o nível geral de preços em uma economia e a quantidade de moeda disponível. A inflação, portanto, é um efeito do excesso de moeda em relação à quantidade necessária para a produção de equilíbrio da economia, e esse excesso gera pressões de demanda que serão correspondidas com o aumento dos preços (absolutos).

Já para os heterodoxos, em linhas gerais, a concepção de economia carrega características específicas que influenciam de forma determinante seus pensamentos, rejeitando a dicotomia real-monetário. Seja na economia monetária de produção (Keynes e pós-keynesianos), seja na economia mercantil capitalista (Marx e marxistas), a moeda exprime um fato único, distinto da operação de economias de trocas puras: a preferência por liquidez dos agentes e a existência de um ativo líquido por excelência em um mundo de incertezas de um lado, e a relação social exprimida pela moeda na conversão de trabalho privado em social, resolvendo a contradição inerente ao capitalismo e à sua condição de geração de valor, do outro. O entesouramento é prática comum porque registra a função de reserva de valor, assegurando flexibilidade para o futuro incerto ao transportar valor temporalmente ou, nos termos marxistas, apropriando-se de forma privada do poder social que é reconhecido e garantido pela moeda. A taxa de juros é monetária, seja como equilíbrio do mercado monetário de liquidez, seja como divisa da mais-valia gerada na produção de mercadorias, e o crédito é capaz de potencializar a economia - rejeitada a teoria dos fundos de empréstimos.

Por sua vez, a moeda é não-neutra, influenciando nas decisões de produção e investimento, coordenando indiretamente o funcionamento descentralizado da economia e articulando as etapas de produção. Não há como determinar o equilíbrio de longo prazo sem considerar os eventos no curto prazo que influenciam na trajetória das variáveis¹⁶. O

¹⁶ Isso pode ser abordado através da análise de tempo empregado em ambas as heterodoxias, se distanciando do tempo lógico. Tanto a incerteza fundamental e o tempo histórico pós-keynesiano quanto a relação social da moeda e sua determinação materialista-histórica rompem com a mecânica espontaneamente “racional” do mercado, vinculada aos ortodoxos, em favor da importância da articulação de passado, presente e futuro e das decisões dos indivíduos que a moeda efetua (MOLLO, 2004).

entesouramento torna a velocidade de circulação da moeda instável e a demanda por moeda não diz respeito apenas a motivos transacionais, podendo influenciar na quantidade disponível de moeda. A autoridade monetária não consegue exercer controle da oferta monetária porque ela é endógena. Por fim, a Teoria Quantitativa da Moeda é rejeitada e a inflação de demanda, um fenômeno monetário, é preterida por outras causas de origem real, relacionadas principalmente com custos do lado da oferta.

A não-neutralidade da moeda implica que a quantidade de moeda (M) pode interferir na produção real (y), afetando a atividade econômica de forma permanente. Isso afasta a associação na equação de trocas de mudanças monetárias como variável ativa e o nível de preços (P) como variável passiva, que se ajusta proporcionalmente para restabelecer o equilíbrio. Para os marxistas isso se relaciona com a capacidade do crédito de agilizar o processo de produção, uma vez que os capitalistas podem reiniciar o processo de reprodução do capital antes mesmo de auferir os lucros do período anterior, sincronizando as etapas de produção. Além disso, o crédito permite ampliar a escala e com isso aumentar o lucro da produção ao pegar capital emprestado e investi-lo em meios de produção que permitem maior emprego da força de trabalho ou que gerem aumento de produtividade através de equipamentos melhores (AMADO; MOLLO, 2003).

Para os pós-keynesianos, a moeda é um fator operativo central nas decisões dos agentes, além de efetuar uma coordenação temporal através dos contratos monetários, alinhando decisões *ex-ante* com resultados *ex-post* de caráter privado (MOLLO, 2004). A incerteza presente na economia torna a moeda fundamental porque representa a maior garantia líquida quanto ao futuro. Entretanto, dado que a incerteza não pode ser eliminada e a preferência por liquidez pode contrair o crescimento e desencadear crises conforme o estado das expectativas subjetivas e do grau de confiança, as decisões de produção e emprego são afetadas pelo comportamento monetário, e as variáveis reais de produção e emprego não independem da moeda.

Do crédito, a função potencializadora da produção advém do fato de sua oferta não depender de poupança prévia, o que significa que a concessão de crédito para atender as demandas por financiamento viabiliza as decisões de investir ao liberar liquidez e, uma vez que o investimento acontece, as escalas de produção sobem de nível e o efeito multiplicador gera um aumento na renda. A liberação de liquidez tem, portanto, um efeito no nível do produto e na renda - que não é limitado como transitório de curto prazo.

Contrariamente à Teoria Quantitativa da Moeda, a endogeneidade da moeda para os heterodoxos reflete no papel de variável passiva desta em relação ao nível de preços. Uma vez que os preços estejam subindo, a quantidade nominal de moeda se ajusta subindo proporcionalmente para manter a liquidez real, não sendo causa mas efeito do aumento do nível geral de preços. A proporcionalidade, portanto, é invertida. A dinâmica monetária é instável, o que não permite um controle externo absoluto. De outro modo, o canal de contato dos agentes econômicos com a autoridade é considerado vital ao funcionamento da economia, seja a garantia de liquidez concernente ao ritmo de negócios e expectativas atuais, seja na validação social da moeda para garantir seu papel de equivalente geral e ainda permitir que a acumulação de capital tenha espaço para crescimento.

Como Mollo (2004) discute, no âmbito ortodoxo uma característica importante para que os efeitos reais sejam neutralizados é a consideração de que os agentes tomam suas decisões levando em conta a quantidade real, não a quantidade nominal de moeda, e a demanda por saldos reais apresenta uma estabilidade endógena. Isso significa que, seja qual for a versão do argumento utilizada, as impulsões monetárias através da maior disponibilidade de moeda levarão, mais cedo ou mais tarde - dependendo de qual pensamento integrante da ortodoxia se analisa -, a efeitos apenas nominais. Embora contenha uma variedade de formas, a dicotomia entre o real e o monetário permanece em todas elas: o descolamento da taxa de juros praticada em relação à taxa natural, a ilusão monetária dos agentes, os erros de expectativa que criam divergências entre as variáveis esperadas e as efetivas; os efeitos se restringem ao curto prazo, até que os preços se ajustem.

Há uma estabilidade assumida na economia de modo que o mecanismo regulador (os preços) seja eficiente para lidar com eventuais flutuações, além de garantir uma tendência para o uso dos fatores de produção em sua capacidade plena. Como mostrado no primeiro capítulo, ainda que as impulsões monetárias aumentem o gasto atual na economia e até mesmo tenham efeito na quantidade produzida, esse efeito resultará eventualmente em uma pressão nos preços porque a demanda será maior do que a capacidade de oferta da economia. Esse raciocínio de choque monetário está presente já nos mecanismos de transmissão direto e indireto, também aprimorados pela análise monetarista, até as versões mais recentes que utilizam expectativas racionais, e até mesmo na Curva de Phillips, uma vez que o desemprego diminui à custa do aumento no nível geral de preços - ou não diminui, como nas explicações novo-clássicas mais recentes para a curva.

Dado que a moeda é considerada exógena, o controle da quantidade de moeda pela autoridade monetária é possível. Como o mercado é o regulador mais eficiente, manter a estabilidade dos preços, evitando processos inflacionários, se torna a prioridade da política monetária. Além disso, como a moeda é neutra, a estabilidade de preços através de restrição monetária não representa para os ortodoxos uma perda de crescimento econômico (MOLLO, 2004). A proposição monetarista, por exemplo, envolve estabelecer uma regra de emissão monetária que consiga acompanhar a trajetória (calculada) do crescimento do produto, sem que o exceda e com isso cause inflação (FRIEDMAN, 1968).

Mesmo diante das diferenças quanto à neutralidade no curto prazo, a aceitação da neutralidade da moeda no longo prazo torna as diferenças menos importantes no panorama geral da concepção econômica. A dicotomia real-monetário continua sendo respeitada, o que significa atribuir importância real para fatores como preferências e tecnologia e mero papel transitório para a moeda e demais valores nominais. De fato:

(...) quanto mais ortodoxo é o pensamento a esse respeito [do grau de neutralidade], menos permanentes ou mais fugazes são os efeitos monetários sobre a economia real, e menores os custos sociais envolvidos, por exemplo, quando se restringe a quantidade de moeda. Por outro lado, mais rápido e danoso é o impacto atribuído por estes autores da variação monetária sobre o nível geral de preços, o que é particularmente problemático para eles porque o mercado, ou o sistema de preços que o rege, é o regulador econômico considerado mais eficiente, devendo ser defendido a qualquer custo (MOLLO, 2004).

Como discutido anteriormente, a ortodoxia econômica recentemente adentrou uma fase de relativo consenso quanto à política monetária, sua operacionalização e os limites de suas ações. O chamado Novo Consenso Macroeconômico constitui-se na utilização das expectativas racionais e modelos de equilíbrio geral microfundamentados, ainda que aceite fricções de ajustes no curto prazo, que respeitam a dicotomia real-monetário e que resulta nas propostas de um regime de metas de inflação para nortear a atuação da autoridade monetária visando a estabilidade dos preços, e que é operacionalizada através da Regra de Taylor.

Através de Teixeira e Missio (2011), resgata-se os seguintes pontos que balizam a política monetária ortodoxa atual:

1- Inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário; 2- A estabilidade de preços tem benefícios importantes; 3- Não há um *trade-off* de longo prazo entre desemprego e inflação; 4- Expectativas cumprem um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia; 5- A taxa de juros real precisa subir em caso de inflação de maior magnitude, i.e. Regra de Taylor; 6- A política monetária é sujeita ao problema da inconsistência temporal; 7- A independência do Banco Central ajuda a aumentar a eficiência da política monetária; 8- Comprometimento com uma âncora nominal forte é fundamental para produzir bons resultados monetários; 9- Fricções financeiras cumprem um papel importante nos ciclos de negócios (MISHKIN apud MISSIO; TEIXEIRA, 2011).

O Novo Consenso Macroeconômico guarda raízes na Teoria Quantitativa da Moeda, como na utilização da Regra de Taylor. A inflação é sempre de demanda nominal excessiva, e o produto potencial é insensível aos movimentos na taxa de juros (LOPES et al., 2012). Essas duas características são extraídas da neutralidade da moeda:

uma vez assumida a neutralidade da moeda, impulsões monetárias como as provocadas por política monetária expansionista levam apenas ao aumento da inflação, uma vez que a moeda é neutra e não pode afetar de forma permanente as variáveis reais da economia, ou a oferta. Daí porque variações na taxa de juros não podem afetar, na regra de Taylor, o produto potencial, ou a capacidade produtiva da economia, que é suposto estar no seu nível de pleno emprego. (LOPES et al, 2012).

Apesar da mudança quanto ao instrumento utilizado - os agregados monetários foram substituídos pela taxa de juros -, motivada pela velocidade de circulação da moeda instável que dificultava o controle dos agregados monetários para controlar o nível geral de preços, a concepção de política monetária não sofreu alterações decorrentes das considerações críticas ao núcleo ortodoxo (LOPES et al, 2012). Além disso, Mollo (2004) destaca que houve uma percepção empírica da instabilidade da demanda de moeda, mas que não há uma explicação teórica para o fato, apenas uma sugestão pragmática de gestão monetária que decorre da constatação. Dessa forma, o regime de metas de inflação operacionalizado através da taxa de juros é utilizado desconsiderando-se possíveis efeitos monetários de longo prazo nas variáveis reais.

Qualquer heterodoxo reconhece que uma política restritiva monetária, seja reduzindo o estoque monetário ou aumentando a taxa de juros, contrai a demanda agregada e isso por consequência promove uma queda no nível dos preços. O problema, porém, constitui-se em três pontos: a) para a ortodoxia a inflação sempre é um fenômeno monetário, enquanto outras causas são apresentadas pelas escolas divergentes, com motivos “reais” que pressionam os preços e criam inflação; b) há uma perda econômica e social na manipulação restritiva tanto da oferta monetária quanto da taxa de juros, uma vez que a moeda é não-neutra ; c) ainda que seja utilizado, há um ceticismo relacionado à dinâmica monetária que dificulta a atuação restritiva da autoridade monetária, visto que a moeda é endógena e a dinâmica, instável. A utilização dos remédios ortodoxos para a inflação, na visão heterodoxa, acaba atacando os sintomas ao invés de suas causas, além de apresentar um custo social elevado.

Em oposição à regra convencional de disciplina da política monetária e de busca do controle do nível de preços, a ideia pós-keynesiana é que uma elevação da taxa de juros atacaria os sintomas da inflação e não as suas causas. Tal elevação dificultaria a passagem de um aumento de custos aos preços (o sintoma), mas não resolveria o problema da elevação de custos (a causa) (SICSÚ, 2003). Apesar da teoria marxista do *dinheiro extra* vincular inflação ao

aumento monetário, não é possível considerá-la semelhante à teoria ortodoxa de inflação de demanda por choques monetários (MOLLO, 2004). Não há considerações de pleno emprego, o que significa espaço para aumento de produção e da capacidade produtiva. A moeda é considerada não-neutra e pode afetar os diferentes setores da economia, inclusive em diferentes graus, o que altera os preços relativos. Além disso, a moeda é endógena, criada pela autoridade monetária, que sanciona a criação privada de mercadorias, e os bancos, que correspondem às demandas internas da economia e o ritmo de negócios fornecendo empréstimos. A moeda “pode provocar inflação mas não necessariamente o faz” (MOLLO, 2004), sendo o cenário inflacionário apenas um caso específico, não a regra geral como na teoria ortodoxa.

Dadas as considerações de Keynes e dos pós-keynesianos, equilíbrios com capacidade ociosa de produção e desemprego involuntário não só existem como são espontaneamente o caso geral das economias monetárias de produção. Os fatores responsáveis por isso não são falhas de mercado, como a rigidez do lado da oferta no mercado de trabalho ou informação assimétrica, e tampouco podem ser resumidos a flutuações de curto prazo, mas estão relacionados à incerteza que é inerente a uma economia de decisões descentralizadas cruciais e de um futuro desconhecido. Como mostrado, as decisões de investimento têm um grau elevado de importância na determinação do nível de renda, mas dependem de julgamentos subjetivos quanto ao futuro e do nível da taxa de juros, sendo naturalmente voláteis.

Uma vez que a taxa de juros passa a ser manuseada visando um impacto deflacionário através da contração da demanda, além desse efeito de inibição do produto efetivo, as condições para que investimentos sejam tomados se tornam mais restritas: a eficiência marginal do capital percebida pelos empresários é inferior às altas taxas praticadas, o que deprime o investimento e, conseqüentemente, afeta o produto potencial da economia (LOPES et al, 2012). O ambiente desfavorável ao investimento pode ser analisado pela dificuldade do *finance*, uma vez que a taxa básica de juros operada pela autoridade monetária terá efeito também nas taxas de empréstimo praticadas pelo sistema bancário, que cobrarão mais caro para se tornarem ilíquidos; ao mesmo tempo que também prejudica o *funding*, com retornos financeiros cada vez mais agressivos para títulos de curto prazo que, por sua vez, pressionam o preço dos empréstimos de médio e longo prazo responsáveis por maturar os investimentos. Dessa forma o que ocorre é uma eficiência marginal do capital sufocada, e portanto, menos investimentos iniciados e concretizados. Esse efeito traduz a não-neutralidade da moeda para os heterodoxos e a importância do crédito para o crescimento econômico.

Nesse sentido, a política econômica convencionalmente adotada para conter a inflação é vista pelos pós-keynesianos como contraproducente, apesar de possivelmente diminuir o nível da inflação corrente. O uso corrente das regras leva a um cenário de semi depressão na economia: a taxa de desemprego dificilmente ameaça diminuir a ponto de se aproximar do pleno emprego, porque a economia está constantemente exposta a uma taxa de juros que a contrai¹⁷ (SICSÚ, 2003). Além disso, com o investimento inibido por um longo período, o produto potencial afetado se traduz em baixa capacidade instalada de produção. Qualquer aquecimento da economia poderá resultar em pressão de demanda, empurrando os preços para cima e, por conseguinte, acionando o gatilho da regra inflacionária. O aumento da taxa de juros devido à utilização da regra agrava a situação, criando um cenário de *stop-and-go*.

A importância de conter processos inflacionários não é esquecida pelos heterodoxos. Porém, uma vez considerado que a moeda pode afetar não só a produção mas a capacidade produtiva, e também a endogeneidade da determinação de sua quantidade, o custo social de controlar essa quantidade pode ser alto e permanente, além de necessitar ser extremamente cuidadosa (MOLLO, 2004). Seguindo a discussão de Bresser-Pereira e Nakano (1984) sobre o aumento conjunto de M e P, a quantidade de moeda endógena na verdade acaba agindo como um fator sancionador da inflação, não como causa, e culpá-la oculta os canais verdadeiros que produzem aceleração. Já para os fatores aceleradores, as causas reais inflacionárias já discutidas se relacionam com medidas que travam a passagem dos custos aos preços. Como mostra Saad-Filho (2000), usualmente o Estado e o capital monopolista atacam a renda dos trabalhadores e o poder político dos sindicatos ao mesmo tempo que aplicam-se políticas econômicas restritivas, resultando em margens de lucro que até mesmo crescem enquanto a inflação reduz de patamar. Soluções menos custosas socialmente são levantadas, como abrir mão das medidas contracionistas - associadas com alto desemprego, queda nos salários e no produto - em favor de medidas mais “cooperativas” para o conflito distributivo, como frear o poder dos agentes monopolistas, congelar preços e salários ou ao menos desindexar a economia, e institucionalmente quebrar a dinâmica inflacionária estabelecida.

Do ponto de vista pós-keynesiano, as soluções apresentadas são meios de atacar as causas sem prejudicar a atividade econômica (SICSÚ, 2003): a *tax-based on incomes policy*, que impõe um imposto a ser pago pelas firmas que concedem aumentos de salário ou ampliam suas margens de lucro acima do crescimento da produtividade, desincentivando pressões de

¹⁷ Desse modo a inflação de demanda pode nem mesmo chegar a acontecer. A inflação diminui, entretanto, porque a contração da atividade econômica dificulta a passagem do aumento dos custos (raiz da inflação) para os preços (sintoma) (SICSÚ, 2003).

custos que conduzem à maiores preços; o investimento em pesquisa e ensino para a longo-prazo aumentar a produtividade e impedir retornos decrescentes na produção, via progresso tecnológico e qualificação dos trabalhadores; a política passiva de não aumentar custos de produção via impostos para setores já pressionados, que de outra forma elevariam seus preços; soluções a longo prazo para a inflação importada, como políticas industriais de incentivo à exportação¹⁸; a estabilização de preços de commodities através de estoques com a função de aliviar choques inesperados; e a política de evitar preços administrados com indexações - ainda mais as dolarizadas - na economia, dirimindo dinâmicas inflacionárias de atualização invariável de preços. À parte das condições do lado da oferta, em situações próximas ao pleno emprego ou de uso pleno da capacidade de produção, eventuais pressões de demanda nos preços devem ser combatidas com políticas contracionistas, destacada neste caso a redução dos gastos governamentais.

Contrário ao regime de metas de inflação discutido, a política monetária do ponto de vista pós-keynesiana tem o importante papel de garantir a liquidez necessária para que os investimentos aconteçam. Quando o investimento está limitado, recomenda-se operações de mercado aberto que aumentam o estoque monetário e levam à queda da taxa de juros, estimulando decisões privadas de recomposição de portfólio com maior presença de ativos ilíquidos (CARVALHO et al., 2007). Isso significa tanto um rendimento (eficiência marginal do capital) maior do que os custos (taxa de juros) quanto a disponibilidade de *funding* com a viabilidade de empréstimos mais longos - menos pressionados pela taxa de juros de títulos líquidos. A importância da atuação flexível da autoridade monetária em conjunto com o sistema bancário para o crescimento econômico é reforçada, portanto, de forma distinta do pensamento ortodoxo. A discricionariedade do Banco Central é ressaltada para permitir uma atuação que corresponda às condições presentes na economia visando aumentar a produção e o emprego, enquanto as regras ortodoxas que buscam “estabilizar” a trajetória das variáveis nominais - seja controlando o crescimento da quantidade de moeda, seja respeitando o trinômio credibilidade-reputação-delegação para chegar em uma política monetária dinamicamente consistente (CARVALHO et al., 2007) - estabelecem a estabilidade dos preços como peça fundamental no processo econômico.

¹⁸ A utilização da taxa de juros para reduzir o câmbio e portanto, a pressão na balança de pagamento, é levantada, mas é ressaltado o efeito já mencionado de resfriamento da economia, uma vez que as decisões de investimento privado passam a enfrentar custos mais altos a serem superados pela eficiência marginal do capital percebida. (SICSÚ, 2003)

Todas essas discussões podem ser articuladas em termos de divergências quanto às posições teóricas iniciais da moeda. A Teoria Quantitativa da Moeda ainda é o pano de fundo para a associação monetarista entre expansão monetária e aumento dos preços nominais que, ao menos no longo prazo¹⁹, ainda rege a visão ortodoxa - mesmo diante da preferência pela instrumentalização da taxa de juros nominal em relação aos agregados monetários. A sua rejeição por parte dos heterodoxos desde já ilustra que disputas teóricas naturalmente acontecem quanto à inflação e a política monetária, porque esta rejeição acontece baseada nas características de não-neutralidade e endogeneidade da moeda.

CONCLUSÕES FINAIS

Este trabalho de monografia se propôs a fornecer uma breve síntese das controvérsias monetárias existentes entre os grupos da ortodoxia e da heterodoxia – aqui representada pelos marxistas e pós-keynesianos. A síntese envolveu como ponto de partida explorar o conceito analítico de moeda para cada pensamento, buscando para isso também resgatar as visões quanto ao processo econômico como um todo, para posteriormente apresentar as implicações concernentes à inflação e às políticas adequadas para lidar com ela. O desdobramento aparece no terceiro capítulo, quando há uma tentativa de contato entre o que foi articulado anteriormente em busca de extrair conclusões comparativas a respeito dessas escolas de pensamento.

O primeiro capítulo permitiu notar a relevância principal dada à moeda como meio de troca, facilitando a circulação de bens e serviços. Esse aspecto essencialmente transacional e também posterior à lógica econômica da moeda se traduz nos conceitos de neutralidade monetária assim como a exogeneidade de sua determinação. As discussões monetárias do

¹⁹ “Uma vez assumida a neutralidade da moeda, impulsões monetárias como as provocados por política monetária expansionista levam apenas ao aumento da inflação, uma vez que a moeda é neutra e não pode afetar de forma permanente as variáveis reais da economia, ou a oferta. Daí por que variações na taxa de juros não podem afetar, na regra de Taylor, o produto potencial, ou a capacidade produtiva da economia, que é suposto estar no seu nível de pleno emprego” (LOPES et al., 2012). Como discutido, a Teoria Quantitativa da Moeda e seus pressupostos continuam sendo respeitados nas formulações mais recentes da economia ortodoxa.

século XIX na Inglaterra entre bulionistas e antibulionistas e também entre os participantes da *Banking School* e os da *Currency School* já continham elementos em disputa que posteriormente retornaram e, ainda hoje, causam dissenso entre os economistas. A ortodoxia, atualmente representada pelos economistas novos clássicos e novos keynesianos, segue alinhada à visão dicotômica da economia, e a Teoria Quantitativa da Moeda continua válida como a explicação causal, inclusive proporcional, entre a quantidade de moeda e o nível dos preços.

As visões heterodoxas analisadas destacam já de início como a moeda do mundo real não pode pensada enquanto meramente introduzida em economias de trocas diretas, alheia ao processo econômico. Ainda que por concepções monetárias distintas, convergem para a não-neutralidade da moeda, a existência de entesouramento e a endogeneidade da moeda. A produção e o crescimento econômico são essencialmente ligados à trajetória da moeda, a associação quantitativa é rejeitada e a inflação de demanda, resultante de impulsões monetárias, é preterida por processos inflacionários que possuem causas reais, inerentes à produção e distribuição da economia, ao circuito industrial. A quantidade de moeda, na verdade, responde endogenamente em situações inflacionárias, perdendo seu papel de variável ativa que é conferido pela ortodoxia.

Como resultado do trabalho, observa-se primeiramente que a heterodoxia referente à Keynes e aos pós-keynesianos apresenta possibilidades de complementaridade com a heterodoxia de Marx e dos marxistas, mesmo diante de diferenças teóricas prévias. Essa complementaridade gira em torno de integrar a visão da subjetividade econômica, da análise da presença de incerteza, da importância do circuito financeiro nas decisões de investimento e do papel do sistema bancário no crescimento econômico com as determinações materiais do sistema de produção capitalista, a lei do valor que governa a produção e distribuição na economia, o conflito de classes e as contradições inerentes ao capitalismo e que se intensificam conjuntamente à reprodução do capital, levando às crises.

Em segundo lugar, torna-se cristalino as características distintas da ortodoxia e da heterodoxia. A prioridade para a estabilidade de preços na teoria econômica ortodoxa decorrente de sua confiança no mecanismo de preços como regulador eficiente da economia, além da estabilidade conferida ao processo econômico, se choca com visões eminentemente instáveis da economia, isto é, que destacam instabilidades inerentes ao sistema produtivo, assim como a incapacidade do mercado de resolvê-las espontaneamente. A incerteza fundamental e as funções e características únicas da moeda, por um lado, e a relação social moeda-valor e o ciclo de reprodução do capital atrelado à exploração da força de trabalho, por outro, levam a

conceber uma análise teórica que estabelece como prioridade a atuação positiva em prol do crescimento econômico e melhora do status social.

A política de restrição monetária para diminuir os níveis de inflação tem como contrapartida, para os heterodoxos, consequências danosas e até mesmo permanentes para a economia, além de atacar sintomas ao invés de causas. Nesse sentido o remédio convencional da teoria ortodoxa é rejeitado porque, mesmo que surja efeito no nível de preços, dadas as características de não-neutralidade e endogeneidade da moeda, outros efeitos de caráter não apenas transitório aparecem como resultado. Ao contrário, a visão de política monetária avançada é propositiva, de criar o espaço e a confiança necessários para o crescimento econômico acontecer efetivamente, assim como definir um ambiente de cooperação explícita entre os agentes que leve à prosperidade social.

REFERÊNCIAS

AMADO, A. M. Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda. *Ensaio FEE*, vol. 21, no. 1. 2000.

_____.; MOLLO, M. L. R. *Noções de macroeconomia: razões teóricas para as divergências entre os economistas*. Editora Manole, 2003.

BLANCHARD, O. Is There a Core of Usable Macroeconomics?. *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 87, no. 2, 1997.

BARRO, R.; GORDON, D. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, no. 1, 1983.

BLAUG, M. *Economic's Theory in Retrospect*. Nova Iorque: Cambridge University Press, 1985.

CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. *Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 4 no. 1, 1984.

BRUE, S. L. *A escola de Chicago: o novo classicismo*. In: *História do pensamento econômico*. São Paulo: Thomson Learning, 2005.

BUSATO, M. I.; PINTO, E. O. Uma perspectiva reducionista da revolução keynesiana: a síntese neoclássica. *Revista Análise Econômica*, vol. 26, no. 50, 2008.

DAVIDSON, P. Money and the Real World. *The Economic Journal*, vol. 82, n. 325, 1972.

_____. Why Money Matters: Lessons from a Half-Century of Monetary Theory. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 1 n. 1, 1978.

_____. A technical definition of uncertainty and the long-run non-neutrality of money. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 12 n. 3, 1988.

_____. The Post Keynesian School, in: *Modern Macroeconomics. Its Origins, Development and Current State*. SNOWDON, B; VANE, H. R. (orgs.). Cheltenham, UK; Northampton, USA: Edward Elgar, 2005.

FRIEDMAN, M. The quantity theory of money: a restatement, in: *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: The University of Chicago Press, 1956.

_____. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, vol. 58, n. 1, 1968.

_____. Nobel lectures: inflation and unemployment. *Journal of Political Economy*, v.85, n3, 1977.

_____. Quantity Theory of Money, in: *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*. London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited, 1989.

FERRARI FILHO, F. Os “keynesianos” neoclássicos e os pós-keynesianos. *Ensaio FEE*, v.12(2), 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), 2012.

GREENWALD, B. C.; STIGLITZ, J. Financial Market Imperfections and Business Cycles. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, no. 1, 1993.

GRAFF, M. The Quantity Theory of Money in historical perspective. Swiss Economic Institute. Brisbane and Zurich, April 2008.

HOOVER, K.D. *New Classical Macroeconomics*, The Concise Encyclopedia of Economics, 2nd edition, 2008.

HUNT, E. *História do pensamento econômico*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1982.

HUMPHREY, T. M. The Quantity Theory of Money: its historical evolution and role in policy debates. *Economic Review*, may/june 1974.

KEYNES, J. M. The General Theory of Employment. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 51, no. 2, 1937.

KREGEL, J. Markets and institutions as features of a capitalistic production system. *Journal of Post-keynesian Economics*, vol III, no. 1, 1980.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, vol. 85, no. 3, 1977.

LIMA, P. G. C.; AMADO, A. M.; MOLLO, M. L. R. Fundamentos macroeconômicos nas perspectivas de Marx e Keynes: contribuições para a heterodoxia. São Paulo: *Revista de Economia Política*, v. 36, n. 3, 2016.

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), 2012.

LUCAS, R.; SARGENT, T. J. After Keynesian macroeconomics. Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, 1979.

LUCAS, R. Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, vol. 4, 1972.

MARX, K. *O Capital*. Coleção Os Economistas. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

MANKIW, N. G. The Inexorable and Mysterious Tradeoff Between Inflation and Unemployment. Royal Economic Society, 2001.

MINSKY, H. A theory of systemic fragility, in: Financial crises. DELEPLACE, NELL (orgs.). John Wiley and Sons, 1977.

MOLLO, M. L. R. Moeda e Taxa de Juros em Keynes e Marx: Observações sobre a preferência pela liquidez. *Revista Estudos Econômicos*, vol. 18 no. 1, 1988.

_____. A relação entre moeda e valor e Marx. *Revista de Economia Política*, 1991.

_____. As controvérsias monetárias do século XIX. *Ensaio FEE*, v. 15(1), 1994.

_____. A Endogeneidade Pós-Keynesiana da Moeda: Traços Ortodoxos e Heterodoxos. *Revista Estudos Econômicos*, vol. 27 no. 3, 1997.

_____. A importância analítica da moeda em Marx e Keynes. *Análise Econômica*, v. 16(29), 1998.

_____. Ortodoxia e heterodoxia monetárias: a questão da neutralidade da moeda. *Revista de Economia Política*, v.24(3), 2004.

MUTH, J. F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, vol. 29, no. 3, 1961.

O'BRIEN, D. P. The classical economists revisited. Princeton: Princeton University Press, 2004.

PHILLIPS, A. W. The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957. *Economica*, vol. 25, no. 100, 1958.

ROGOFF, K. The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. *Quarterly Journal of Economics*, 1985.

SAAD-FILHO, A. Inflation theory: A critical literature review and a new research agenda, em: *Value, Capitalist Dynamics and Money*, Bingley: Emerald Group Publishing Limited, 2000.

SAAD-FILHO, A.; MOLLO, M.L.R. Reconhecimento social da moeda: observações sobre a inflação e a estabilização de preços no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol.21, no. 2, 2001.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. "Rational" Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*, vol. 83, no. 2, 1975.

SOLOW, R; SAMUELSON, P. Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy. *The American Economic Review*, vol. 50, no. 2, 1960.

SICSÚ, J. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Revista Análise Econômica*, vol. 21, no. 39, 2003.

SILVA, G. S.; MALDONADO, E. A. L. Teorias marxistas da inflação: uma revisão crítica. *Nova Economia [online]*, v. 27, n. 02, 2017.

STUDART, R. O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: Uma Alternativa Pós-Keynesiana à Visão Convencional. *Revista de Economia Política*, vol. 13, no. 1, 1993.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, 1993.

TEIXEIRA, A. M.; MISSIO, F. J. O "novo" consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa. *Economia e Sociedade [online]*, v. 20, no. 2, 2011.