



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E  
GESTÃO DE POLÍTICAS PÚBLICAS – FACE  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**UM ESTUDO SOBRE A NEUTRALIDADE DA MOEDA E SUAS  
APLICAÇÕES NA ECONOMIA BRASILEIRA**

ALEXANDRE FERREIRA DA SILVA

Orientadora: Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

FEVEREIRO, 2025.

# **UM ESTUDO SOBRE A NEUTRALIDADE DA MOEDA E SUAS APLICAÇÕES NA ECONOMIA BRASILEIRA**

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas

Orientadora: Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

Brasília  
2025

## **Agradecimentos**

A Deus, que se faz presente em todos os momentos da minha vida;

À minha família, em especial aos meus avós, Irene e Francisco, e à minha mãe, Sueli, que me proporcionaram tudo o que tenho;

Aos meus amigos e colegas, especialmente aos que fiz na Universidade de Brasília, com quem compartilhei muitos momentos;

À minha orientadora, Professora Maria de Lourdes Rollemberg Mollo, por todo o apoio, orientação e aprendizado ao longo da construção deste estudo;

À Professora Adriana Moreira Amado, por sua ajuda e orientação durante a preparação e escrita desta monografia;

Ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília, que me apresentou às diferentes visões dentro da Ciência Econômica;

À Universidade de Brasília, um lugar mágico e especial, que me proporcionou inúmeras histórias e experiências.

## Resumo

O debate sobre a neutralidade e a não – neutralidade da moeda não é algo novo nas ciências econômicas. Entretanto, mostra-se muito presente nas discussões econômicas atuais. A presente monografia apresenta as visões ortodoxas – neoclássica, monetarista, novo – clássica e novo – keynesiana – e heterodoxa – marxista e pós-keynesiana – acerca do tema. Para tanto, um marco teórico foi utilizado na delimitação entre ortodoxia e heterodoxia, a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Aqueles que a aceitam, ortodoxos, e aqueles que a negam, heterodoxos. Ademais, buscou-se trazer este debate para os dias atuais a partir da aplicação de políticas econômicas, sobretudo monetárias, na economia brasileira e suas consequências.

**Palavras-chave:** Neutralidade da moeda; ortodoxia, heterodoxia; política monetária; economia brasileira.

## Abstract

The debate on the neutrality and non-neutrality of money is not new in economic science. However, it remains highly relevant in contemporary economic discussions. This article examines both orthodox perspectives—neoclassical, monetarist, new classical, and new Keynesian—and heterodox perspectives—Marxist and post-Keynesian—on the subject. To this end, the Quantity Theory of Money (QTM) serves as the theoretical framework for distinguishing between orthodoxy and heterodoxy: those who accept it are considered orthodox, while those who reject it are classified as heterodox. Furthermore, this study seeks to bring the debate into the present by analyzing the application of economic policies, particularly monetary policies, in the Brazilian economy and their consequences.

**Keywords:** Neutrality of money; orthodoxy; heterodoxy; monetary policy; Brazilian economy.

## Sumário

1. Introdução.....	6
2. A visão ortodoxa à neutralidade da moeda.....	8
2.1 Knut Wicksell (1851 - 1926).....	10
2.2 Milton Friedman (1912 - 2006).....	12
2.3 Novos-Clássicos.....	15
2.4 Novos-Keynesianos.....	17
3. A visão heterodoxa à neutralidade da moeda.....	20
3.1 Marxismo.....	21
3.2 Pós-keynesianismo.....	27
4. A neutralidade da moeda nas políticas econômicas.....	33
5. Conclusão.....	44
Referências Bibliográficas.....	45

## 1. INTRODUÇÃO

O debate sobre a neutralidade e não - neutralidade da moeda não é algo novo, e ainda assim continua até os dias de hoje dividindo opiniões, constituindo-se assim como um importante divisor de correntes econômicas. Este debate influenciou e continua influenciando prescrições de políticas econômicas, sobretudo política monetária.

Ao longo da história do pensamento econômico, alguns instrumentos na ciência econômica têm sido utilizados na delimitação da ortodoxia e heterodoxia econômica. Faz-se importante definir ortodoxia e heterodoxia no campo da economia, que por vezes são termos relativos (MOLLO, 2004). Por ortodoxia, de acordo com o dicionário *Michaelis*, podemos definir aquilo que está em conformidade com doutrinas, princípios e práticas (MICHAELIS, 2025). Já por heterodoxia, podemos definir aquilo que é oposição ao que é estabelecido por um grupo (MMICHAELIS, 2025). No caso específico deste estudo, o instrumento que será utilizado para a delimitação de ortodoxia e heterodoxia será a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Deste modo, àqueles que a aceitam serão ortodoxos, já os que a negam serão heterodoxos.

A TQM pressupõe alguns supostos, que serão mais bem detalhados no capítulo 1 deste estudo, para que seja aceita. Dentre eles, há o da neutralidade da moeda, suposto o qual será dado uma maior atenção na condução deste trabalho.

A neutralidade da moeda - defendida pela ortodoxia - pode ser entendida como a não-capacidade da moeda em produzir efeitos duradouros em variáveis reais da economia, tais como renda, nível de emprego, por exemplo, a partir de aumentos na quantidade de moeda nesta mesma economia (CAMPOS, FERREIRA e NOGUEIRA JUNIOR; 2012).

Já a não-neutralidade da moeda - defendida pela heterodoxia - pode ser entendida como a capacidade da moeda produzir efeitos duradouros em variáveis reais da economia a partir de aumentos na quantidade de moeda na economia.

Nesta monografia será feita uma análise comparativa entre a visão ortodoxa, compreendendo a visão neoclássica, monetarista, novo-clássica e novo-keynesiana, e a visão heterodoxa, compreendendo a visão marxista e pós-keynesiana, acerca da neutralidade e não-neutralidade da moeda e sua influência na prescrição de políticas econômicas, sobretudo no cenário brasileiro recente.

A monografia é composta por três capítulos, sendo o primeiro dedicado ao estudo de autores ortodoxos - defensores da neutralidade da moeda na prescrição de políticas econômicas - perpassando desde economistas do século XIX até economistas que continuam produzindo nos dias atuais.

Já o segundo capítulo é dedicado à heterodoxia, apresentando as visões marxistas e pós-keynesianas - críticos à neutralidade da moeda na prescrição de políticas econômicas.

O terceiro e último capítulo traz exemplos práticos da aplicação de políticas monetárias, tanto heterodoxas quanto ortodoxas, no cenário brasileiro em que a aceitação ou negação da neutralidade da moeda se faz determinante na concepção e execução destas políticas. Ademais, é feita uma avaliação dos efeitos e resultados obtidos em cada uma dessas políticas, sendo feita uma breve análise de indicadores econômicos.

## 2. A VISÃO ORTODOXA À NEUTRALIDADE DA MOEDA

Ao analisarmos os argumentos trazidos pela ortodoxia para a defesa da neutralidade da moeda, temos como consequência, a aceitação da Teoria Quantitativa da Moeda - e todas as suas implicações. Segundo Patinkin (p.273, 1989), a neutralidade da moeda é, de forma curta e resumida, 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.

Olhando de forma mais detalhada para a TQM, é possível observarmos a seguinte relação, que é conhecida como equação de troca:

$$MV = Py$$

Onde:

M = Meios de pagamento

V = velocidade de circulação da moeda

P = nível de preços

y = produção real

Há consenso entre os economistas em aceitar esta igualdade, enquanto identidade contábil. Entretanto, quando esta equação se torna teoria, vemos diferentes pontos de discordâncias entre economistas dominantes (ortodoxos) e economistas reativos (heterodoxos).

Para que a equação de troca possa ser chamada de Teoria Quantitativa da Moeda, faz-se necessária a adoção de pressupostos, que são:

- ✓ A moeda é neutra, ou seja, não afeta de forma duradoura a atividade produtiva real da economia (caso afete, será apenas no curto prazo);
- ✓ A velocidade de circulação da moeda é constante, estável ou calculável;
- ✓ A moeda é exógena, ou seja, pode ser controlada pela autoridade monetária.

Ao analisarmos os pressupostos acima, é possível notar que há ainda um outro pressuposto implícito em todos eles. Trata-se da negação do entesouramento. Caso haja entesouramento, estaríamos invalidando todos os pressupostos citados, e consequentemente a TQM.

Quando nos aprofundamos no estudo da moeda, vemos que não há uma simples divisão entre ortodoxia e heterodoxia sobre o tema, mas sim subdivisões

dentro de cada uma das visões. Neste capítulo focaremos na visão ortodoxa, trazendo à tona as discordâncias existentes dentro do próprio *mainstream*.

Numa breve recapitulação histórica do pensamento econômico, observamos diferentes grupos ortodoxos ao longo do tempo, como os clássicos, marginalistas, keynesianos da síntese, novos-clássicos e novos-keynesianos. Ainda que tenham muitos pontos convergentes no que diz respeito à teoria econômica, há diferenças de interpretação, fato este que os fazem pertencer a grupos distintos dentro do próprio pensamento ortodoxo, e mais especificamente na teoria monetária ortodoxa. Assim, serão mostradas nestes capítulos visões teóricas diferentes de autores do *mainstream* sobre a neutralidade da moeda.

A neutralidade da moeda até a primeira metade do século XX era aceita por grande parte dos economistas - ainda que houvessem grupos cujo pensamento monetário era contrário a esta aceitação, como os marxistas, por exemplo, - visto que antes do lançamento da *Teoria Geral do Emprego, Juro e da Moeda (1936)* de John Maynard Keynes, até o próprio Keynes a aceitava - ainda que com inquietações e não em todos os prazos -, e conseqüentemente aceitava a TQM e a Lei de Say, como é possível observar em Patinkin.

(...) The conclusion of the foregoing analysis are clearly those of long - run comparative statics analysis. It was this fact that led Keynes - even in his quantity-theory period as represented by his *Tract on Monetary Reform (1923)* - to disparage their policy implications with the famous remark that 'in the long run we are all dead' (1923, p.80, italics in original). It should therefore be emphasized that at the same time they demonstrated the long-run neutrality of money, quantity theorists (including Keynes of the *Tract*) also emphasized its non-neutrality in the short run (PATINKIN, 1972a).

Ainda que este capítulo não tenha por objetivo falar sobre as contribuições de Keynes, que será amplamente debatido no capítulo seguinte, veremos que no final de sua obra, ele nega a TQM no curto e no longo prazo. Podemos dividir o pensamento keynesiano em dois momentos: antes e depois da publicação da *Teoria Geral do Emprego, Juro e da Moeda (1936)* - que podem ser traduzidos também como pensamento ortodoxo e heterodoxo de Keynes, respectivamente.

## 2.1 Knut Wicksell (1851 - 1926)

Knut Wicksell, economista sueco neoclássico, possui diversas contribuições para a teoria econômica, sobretudo em teoria monetária, onde sem dúvidas, foi o local em que possuiu maior destaque (OHLIN, 1926). Wicksell percebe que dentro da ortodoxia, da qual ele fazia parte, dava-se pouca importância ao estudo da moeda, e logo debruça-se sobre o assunto.

Um dos pontos de partida para os estudos de Wicksell é o Paradoxo de Gibson (1930), que descreve, basicamente, uma forte correlação entre taxa de juros e preços, como pode ser visto na passagem abaixo, de Shiller e Siegel.

For the past quarter of a millennium for which British data are available, there is a strong positive correlation between the price level, as measured by a (log) price index, and the long-term interest rate, as measured by the yield to maturity of long term bonds. This phenomenon is named by Keynes (1930) the "Gibson Paradox," after A. H. Gibson (1923), the man Keynes thought had discovered the relationship. (SHILLER; SIEGEL, p.891, 1977)

O debate acerca do Paradoxo de Gibson remonta às discussões monetárias<sup>1</sup> do século XIX, entre bulionistas e anti bullionistas. Para Thornton<sup>2</sup> (1760 - 1815), *bullionista* - ortodoxo -, havia uma relação direta entre crédito e nível de preços, e uma relação inversamente proporcional entre crédito e taxa de juros - o que pode ser traduzido na aplicação da Teoria Quantitativa da Moeda.

↑ *Crédito* → ↓ *Taxa de Juros* → ↑ *Preços*

Ou seja, o aumento da oferta de moeda - ainda que em formato de crédito -, levava a uma queda da taxa de juros, o que levava ao aumento - proporcional ao aumento da quantidade de moeda ofertada - do nível de preços.

---

<sup>1</sup> Houve, no século XIX, controvérsias monetárias entre diferentes grupos. A primeira, ocorrida entre 1797 e 1825 se deu entre *bullionistas* e *anti bullionistas*. Os *bullionistas* pregavam que o prêmio do bullion - ouro em espécie - quando comparado ao ouro cunhado nada mais era do que sinal de depreciação das notas bancárias, por excesso de emissão das mesmas. Na contramão, haviam os *antibullionistas*, que não faziam esta defesa. *Bullionistas* são considerados ortodoxos, enquanto *antibullionistas* são heterodoxos (Mollo, 1994)

<sup>2</sup> Ainda que Thornton seja considerado um *bullionista*, por vezes possui ideias próximas ao dos antibullionistas, o que leva-o a ser, por vezes, classificado como heterodoxo. (Mollo, 1994)

Já para Tooke (1774 - 1858), teórico da *banking school*<sup>3</sup> - grupo monetarista heterodoxo do século XIX -, havia uma correlação diretamente proporcional entre taxa de juros e preços, contradizendo assim, a ideia de Thornton.

Buscando resolver este paradoxo, Wicksell propõe a existência de duas taxas de juros, a taxa de juros natural ou real e a taxa de juros bancária. A taxa de juros natural mede a rentabilidade do capital no mercado de fundos de empréstimos, já a taxa de juros bancária é aquela aplicada pelos bancos.

Para Wicksell, se a taxa natural de juros for maior do que a taxa de juros aplicada pelos bancos ( $i_n > i_b$ ), teremos um comportamento inflacionário, visto que neste caso, o valor pago pelos tomadores de empréstimos é menor do que o valor que eles preveem de rentabilidade do capital investido. Nesse sentido, haverá um aumento no nível do crédito, que conseqüentemente afetará o investimento, fazendo assim com que se tenha um aumento da demanda por fatores de produção. Ao afetar o nível do investimento, vemos que neste caso, a moeda não é neutra, ou seja, afeta variáveis reais (no caso específico, o investimento). Entretanto, isso ocorre apenas no curto prazo. Já no longo prazo, após a ação bancária, que é melhor explicada abaixo, a neutralidade da moeda é restabelecida, e conseqüentemente, a validade da TQM.

O comportamento inflacionário causado pelo desequilíbrio entre as duas taxas de juros estabelecidas por Wicksell persistirá até que os bancos percebam esta diferença e comecem a reagir - esta reação não é instantânea e pode levar tempo. A este fenômeno, Wicksell chama de passividade do sistema bancário.

O caso deflacionário, em que a taxa natural de juros é menor do que a taxa de juros bancária ( $i_n < i_b$ ), é verdadeiro, ocorrendo queda nos níveis de crédito e do investimento, levando a uma conseqüente queda da demanda por fatores de produção. Neste caso, similar ao que ocorre no processo inflacionário descrito acima, a moeda também não é neutra, havendo assim a manutenção do processo deflacionário até que o sistema bancário reaja, buscando equilibrar as taxas.

O tempo de reação dos bancos é algo importante de ser levado em consideração na teoria Wickselliana. A não equalização de  $i_n$  e  $i_b$  de forma rápida ou

---

<sup>3</sup> Posteriormente à controvérsia entre *bullionistas* e *antibullionistas*, ocorre entre os anos de 1825 e 1865, uma segunda controvérsia, agora entre *Currency School* e *Banking School*. Esta primeira, ortodoxa, pode ser considerada herdeira da escola *bullionista*. Problemas de deflação, observados no período, foram os principais de discussão. As escolas divergiam principalmente nas análises de curto-prazo, sobretudo no que se refere à quantidade adequada de moeda em circulação. (Mollo, 1994)

até instantânea, fazendo com que persista inflação ou deflação na economia, denota o caráter passivo atribuído aos bancos por Wicksell.

Em suma, Knut Wicksell, assim como outros autores neoclássicos, é um defensor da TQM, ainda que não em todos os prazos - visto que no curto prazo a moeda torna-se não-neutra ao afetar variáveis reais -, até que os bancos hajam para igualar as taxas de juros.

## **2.2 Milton Friedman (1912 - 2006)**

Milton Friedman, um dos fundadores e principais expoentes da escola monetarista, foi um dos grandes defensores da liberdade e autorregulação do mercado. No que tange à economia monetária, sua principal área de estudo e pesquisa, vivenciou uma época de mudanças, influenciado diretamente pelo impacto da publicação de *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936), de John Maynard Keynes (SNOWDON; VANE, 2005).

As ideias trazidas por Keynes em 1936 rompem drasticamente com os supostos ortodoxos que até então o próprio autor defendia - ainda que suas publicações anteriores já demonstravam inquietações -. Friedman, que passa a produzir em meados da década de 1940, ganha uma maior projeção na década de 1960, com diversas publicações em economia monetária, como *A Monetary History of the United States* (1963), em coautoria com Anna Schwartz, e *The Role of Monetary Policy* (1968), publicado na *American Economic Review*, em que foram tecidas críticas à Curva de Phillips - além de publicações como *The Methodology of Positive Economics*, de 1953, que recebeu também grande destaque.

A Teoria Quantitativa da Moeda pode ser considerada como um dos principais instrumentos para a escola monetarista, sendo utilizada frequentemente como sustentação para a defesa de argumentos trazidos por esses autores, como pode ser visto no trecho de *Snowdon e Vane*.

During the 1950s and 1960s, Milton Friedman, more than any other economist, was responsible for reviving the fortunes of the quantity theory of money. In 1968 Karl Brunner famously gave the label of 'monetarism' to the ideas of those economists, particularly Friedman, who adhered to the quantity theory of money. The quantity theory of money is the central plank to monetarism and this idea, according to Mark Blaug, 'the oldest surviving theory in economics' Blaug et al (1995)." (SNOWDON; VANE, p.163, 2005)

Ainda que a TQM seja um dos principais fundamentos da escola monetarista (CORAZZA; KREMER, 2003), ela só foi negada pelo argumento keynesiano de entesouramento após o lançamento da *Teoria Geral, em 1936* - este suposto é essencial para que ela seja válida -. Neste sentido, Friedman busca incorporar elementos keynesianos do início de sua carreira, antes de 1936, nesta versão alternativa da teoria, como pode ser visto em *Quantity Theory of Money (1987)*.

In this survey, we shall first present a formal statement of the quantity theory, then consider the Keynesian challenge to the quantity theory, recent developments, and some empirical evidence. We shall conclude with a discussion of policy implications, giving special attention to the likely implications of the worldwide fiat money standard that has prevailed since 1971. (FRIEDMAN, p.1, 1987)

A incerteza keynesiana - que é não-probabilizável ou previsível, o que a difere do risco, por exemplo -, foi um dos principais atributos trazidos por Keynes em 1936. Mas, Friedman, em 1956, propôs uma nova forma de calcular a demanda de moeda, tornando  $V$ , a velocidade de circulação da moeda, calculável, e conseqüentemente, previsível. Para tanto, Friedman utilizou variáveis esperadas para o cálculo de  $V$  - o que justamente permitia que fosse calculável e previsível - retirando, desta a forma, da equação de demanda por moeda, a incerteza keynesiana.

A Curva de Phillips - descoberta a partir de estudos empíricos de *Alban William Phillips (1914 - 1975)* - foi outro grande objeto de estudo de Friedman. A relação mostrou, a partir de dados referentes ao Reino Unido nos anos de 1861 a 1865, que havia uma relação inversa não-linear entre as taxas de crescimento nos salários nominais e o nível de desemprego (VELOSO et al, 2013). A correlação demonstrada por Phillips não era algo inédito, sendo objeto de análise de economistas de diferentes épocas, como é visto em Veloso et al, 2013.

Segundo Filho (2004), a existência de uma correlação inversa entre inflação salarial e nível de desemprego não é tão recente quanto parece. Karl Marx, já havia feito menção da mesma em seu livro *O Capital*, livro I, e também Irving Fisher estudou a relação em um artigo de 1926. No entanto, a discussão tornou-se relevante a partir do trabalho de A. W. Phillips, em 1958, e a partir deste, essa relação se difundiu e passou a ser chamada de "Curva de Phillips." (VELOSO et al, p. 8).

A relação inversa entre inflação e desemprego foi desafiada por Friedman e Edmund Phelps (1933) - que assim como Friedman, viria a ser agraciado com o Nobel

de Economia -. Friedman e Phelps negaram a existência de um *trade-off* permanente entre inflação e desemprego (SNOWDON; VANE, 2005). A Curva de Phillips, como citado anteriormente, supõe uma correlação inversa entre salários nominais (eixo das abscissas) e taxa de desemprego (eixo das ordenadas) - em sua versão original, proposta AW Phillips -. Já na versão proposta pela escola monetarista, que fora baseada a partir de dados dos EUA, o nível de preços - salários nominais - é substituído pela taxa de inflação, ou seja, a correlação se dá entre taxa de inflação (eixo das abscissas) e taxa de desemprego (eixo das ordenadas).

A lógica descrita por Friedman, que nega o que havia sido proposto por Phillips, traz em seu arcabouço a utilização do mercado de trabalho ortodoxo, ou seja, em que há desemprego voluntário. Para Friedman, a autoridade monetária, ao estimular a economia com injeção de moeda, provoca aumento da taxa de inflação. Podemos descrever este processo, de forma sucinta, da seguinte maneira: a autoridade monetária, a fim de estimular a economia, faz um aporte de moeda; os empresários, com essa grande oferta de moeda disponível, aumentam o nível de investimento, contratando trabalhadores a um maior nível de salários - os agentes reagem a incentivos -, visto que este necessariamente deve ser maior do que a desutilidade marginal do trabalho; desta forma, o nível de desemprego irá cair. Entretanto, após determinado intervalo de tempo, mesmo com salários maiores os trabalhadores percebem que este valor não compensa mais, ou seja, não pagam pela desutilidade marginal do trabalho que anteriormente faziam, visto que, com o aumento da quantidade de moeda houve também um aumento no nível geral de preços, ou seja, em termos reais o salário está menor.

Ao perceberem isso, os trabalhadores passam a recusar os empregos, fazendo com que a taxa de emprego volte para o nível inicial, também chamada de taxa de emprego natural, antes do aporte de moeda na economia. A este fenômeno, Friedman chama de ilusão monetária, no qual há uma ilusão dos trabalhadores pelos altos salários relativos, que em termos reais, não aumenta o bem-estar do trabalhador, já que o nível dos preços desta economia também aumenta proporcionalmente ao aumento dos salários nominais. O comportamento do trabalhador, ao perceber a ilusão monetária, de optar por ficar desempregado, demonstra seu caráter adaptativo. A isto, Friedman chama de expectativas adaptativas, na qual o trabalhador ao realizar-se da real situação da economia, se adapta. Desta forma, temos uma curva

vertical no longo prazo, após ser desfeita a ilusão monetária, que é transitória, visto que os agentes possuem expectativas adaptativas.

Ao analisar o fenômeno descrito acima, podemos ver que o arcabouço utilizado por Friedman (e pela escola monetarista de forma geral) é a TQM, onde o aumento de moeda na economia ( $M$ ), provoca aumento no nível de preço, ou seja, aumento inflacionário. Desta forma, no curto prazo, a moeda não é neutra, visto que altera o nível de desemprego - no período de ocorrência da ilusão monetária. Já no longo prazo, após ser desfeita a ilusão monetária e o nível natural de desemprego estabelecido, a moeda passa a ser neutra, atestando assim a defesa da TQM.

### 2.3 Novos-Clássicos

Os economistas novos-clássicos surgem, em meados da década de 70 do século XX, em reação às ideias trazidas por Keynes, e às expectativas adaptativas defendidas pelos monetaristas. Tendo como principais representantes *Robert Lucas Jr. (1937 - 2023)* - laureado com o Nobel de Economia em 1995 -, *Thomas Sargent (1943)* - também ganhador do prêmio Nobel, no ano de 2011 -, e *Neil Wallace (1939)*.

A escola novo-clássica, assim como a novo-keynesiana, que será discutida à frente, traz em seu arcabouço a microfundamentação da macroeconomia, ou seja, a utilização da abordagem microeconômica para compor fenômenos macroeconômicos. Podemos ver isso no trecho de Ferrari Filho.

Nos anos 70, a economia clássica sofre a sua própria "evolução": as expectativas racionais passam a ser incorporadas nos modelos de equilíbrio geral. Discutidas inicialmente por Muth (1961), as expectativas racionais foram difundidas na análise macroeconômica a partir, principalmente, dos trabalhos de Lucas Júnior (1972, 1973), Sargent (1973) e Sargent, Wallace (1975)." (FERRARI FILHO, p. 86-87, 1996)

A microfundamentação da macroeconomia e as expectativas racionais foram pontos centrais das críticas feitas pelos novos-clássicos aos monetaristas. As expectativas racionais pressupõem que os agentes econômicos antecipam o resultado do modelo relevante utilizado. Como estamos tratando de inflação, o modelo utilizado é a TQM. Entretanto, ainda que as expectativas racionais tenham sido um salto gigante para a construção dos modelos macroeconômicos de equilíbrio geral, Michael Woodford, grande estudioso do tema, ressalta suas limitações, classificando-as como instrumento norteador para evitar a utilização de políticas

arbitrárias, como pode ser visto no trecho de *Macroeconomic Analysis Without the Rational Expectations Hypothesis*.

“Although the assumption that an economy’s dynamics must necessarily correspond to a rational expectations equilibrium (REE) may seem unjustifiably strong—and, under some circumstances, is a heroic assumption indeed—it does not follow that we should then be equally willing to entertain all possible assumptions about the expectations of economic agents. It makes sense to assume that expectations should not be completely arbitrary and have no relation to the kind of world in which the agents live; indeed, it is appealing to assume that people’s beliefs should be rational, in the ordinary-language sense, although there is a large step from this to the RE hypothesis.” (WOODFORD, p.304, 2005)

Nesse sentido, diferentemente da ilusão monetária descrita por Friedman, na qual os trabalhadores aceitam postos de emprego num primeiro momento, no argumento novo-clássico este fato nem chega a acontecer, visto que estes agentes já sabem o que vai acontecer antecipadamente - via TQM - que os levam a não aceitar o emprego, evitando assim, em última instância o aumento da inflação. É possível observar em *"Expectations and Neutrality of Money"* (1972), de Robert Lucas Jr.

This paper provides a simple example of an economy in which equilibrium prices and quantities exhibit what may be the central feature of the modern business cycle: a systematic relation between the rate of change in nominal prices and the level of real output. The relationship, essentially a variant of the well-known Phillips curve, is derived within a framework from which all forms of “money illusion” are rigorously excluded: all prices are market clearing, all agents behave optimally in light of their objectives and expectations, and expectations are formed optimally (in a sense to be made precise below). (LUCAS JUNIOR, p.103, 1972)

A Curva de Phillips, que segundo Friedman, tornava-se vertical no longo prazo - após o fim da ilusão monetária -, no ideário novo clássico, possui comportamento vertical até mesmo no curto prazo, visto que as expectativas racionais não permitem que ocorra o fenômeno da ilusão monetária.

Ainda que já no curto prazo a economia tenda ao equilíbrio para os novos-clássicos, no curtíssimo prazo pode ser que haja algum desequilíbrio na economia, ou seja, um pequeno hiato até que o nível de desemprego natural seja alcançado. Isto se dá em função da informação imperfeita, fornecida pelo governo, quando ao aumentar a quantidade de moeda, afeta o nível de preços e faz os agentes confundirem o nível geral de preços com os preços relativos. Entretanto, isso ocorre apenas no curtíssimo prazo (MANKIWI, 1990).

A partir da análise da Curva de Phillips feita pelos autores novos-clássicos, que não só criticam a ideia original de A. W. Phillips - de orientação keynesiana -, mas também a visão neoclássica monetarista de Friedman, podemos concluir que a moeda permanece neutra no curto e no longo prazo, graças às expectativas racionais, que previnem que ela afete qualquer variável real da economia a partir da previsibilidade advinda com a utilização da Teoria Quantitativa da Moeda, que neste caso é o modelo relevante.

## 2.4 Novos-Keynesianos

Após o surgimento e a massiva difusão das ideias dos novos-clássicos, que incluem também os teóricos dos ciclos reais de negócios, com *Prescott (1940 - 2022)* e *Kydland (1943)* sendo dois de seus principais expoentes - ambos agraciados com o Nobel de Economia em 2004 -, surgem os novos-keynesianos, que ainda que possuam semelhança no nome, pouco se assemelham com Keynes e os pós keynesianos, como Snowdon e Vane ressaltam.

While 'new' Keynesian economists would agree with these 'old' Keynesian propositions, we shall see that the new Keynesian models are very different in many aspects from their distant (1960s) cousins. While new Keynesians disagree with the new classical explanations of instability, they do share two new classical methodological premises. (SNOWDON; VANE, p.360, 2005).

Ainda que com diferenças significativas, a abordagem novo-keynesiana muito mais se assemelha com a novo clássica do que com a pós keynesiana ou keynesiana propriamente dita, como o nome pode sugerir. Assim como os novos-clássicos, utilizam modelos macroeconômicos de equilíbrio geral, microfundamentação da macroeconomia e expectativas racionais (SNOWDON; VANE, 2005). De certa forma, os novos-keynesianos utilizam em seus modelos, uma visão mais realista do mercado, que inclua as suas imperfeições.

However, as Greenwald and Stiglitz (1993a) pointed out, real business cycle theorists adopt microfoundations that describe a world of perfect information, heterogeneous agents and imperfect and incomplete markets are assumed away. The essence of the new Keynesian approach is to recognize the importance of a whole variety of real-world imperfections (Stiglitz,2000;2002). By rebuilding the microfoundations of Keynesian economics utilizing the findings of modern microeconomic theory, new Keynesian theorists have established a research programme aimed at rectifying the theoretical flaws

which permeates the supply side of the 'old' Keynesian model (see Snowdon and Vane, 2005). (SNOWDON; VANE, p.360, 2005)

Ao compararmos novos-clássicos e novos-keynesianos, vemos que a rigidez de preços, presente no argumento novo-keynesiano, é um dos fatores que os diferenciam. Para os novos-clássicos, mesmo no curto prazo, o mercado tende ao equilíbrio, dadas as expectativas racionais e preços flexíveis, que logo se ajustam à nova realidade e reequilibram o mercado. Para os novos-keynesianos, isso não acontece no curto prazo, em função da rigidez de preços, que impede que o mercado se equilibre.

A lógica do pensamento novo-keynesiano, no curto prazo, ainda que por razões diferentes, funciona de forma semelhante a dos neoclássicos monetaristas, na qual um aumento na quantidade de moeda aumenta o nível de inflação, fazendo-os aceitar assim a Curva de Phillips, em formato tradicional e decrescente no curto prazo.

Para os novos-keynesianos, ao ocorrer aumento na quantidade de moeda na economia, mesmo com expectativas racionais, somente uma parte deste aporte reflete nos preços relativos no curto prazo, graças à rigidez de preços. Segundo Mankiw (1985), a rigidez de preços está ligada ao conceito de *custo de menu* - que é relacionado às dificuldades no ajuste de preços.

The act of altering a posted price is certainly costly. These costs include such items as printing new catalogs and informing salesmen of the new price. Yet these "menu" costs are small and, therefore, generally perceived as providing only a weak foundation for these fixed-price models. However, this inference is flawed. Small menu costs can cause large welfare losses. The claim that price adjustment costs are small does not rebut the claim that they are central to understanding economic fluctuations." (MANKIWI, p.1, 1985)

O argumento da rigidez já era trazido pelos modelos keynesianos. Entretanto, segundo os novos-keynesianos, a rigidez era apenas assumida pelos keynesianos, mas não explicadas, o que tornavam suas teorias fracas (MANKIWI; ROMER, 1991). Com a microfundamentação da macroeconomia, advinda a partir da década de 1960 com os novos-clássicos, e largamente utilizada pelos novos-keynesianos, os modelos passaram a explicar melhor essa rigidez de preços, a partir de modelos de equilíbrio geral.

Se no curto prazo, para os novos-keynesianos, a moeda pode influenciar variáveis reais, ainda que de forma proporcionalmente menor, podemos concluir que neste tempo, a moeda não é neutra, o que invalida a TQM.

Já no longo prazo, o equilíbrio é atingido, visto que mesmo com a rigidez de preços, após um certo período o mercado restabelece o nível natural de empregos, validando assim a TQM e consequentemente a defesa da neutralidade da moeda.

Dito isso, ao analisarmos a Curva de Phillips no curto prazo, vemos que ela possui o tradicional formato decrescente, aceito pós-keynesianos. Já no longo prazo, assemelha-se ao defendido pelos novos-clássicos, de forma vertical.

### 3. A VISÃO HETERODOXA À NEUTRALIDADE DA MOEDA

Quando focamos na heterodoxia, é importante destacarmos as características que os fazem heterodoxos, ainda que por argumentos diferentes, que no caso específico deste estudo, trata-se da negação, em qualquer tempo, da Teoria Quantitativa da Moeda. No caso da ortodoxia, há escolas e ou autores que a aceitam apenas no longo prazo, como é o caso de Wicksell, Friedman, novos-clássicos e novos-keynesianos; ou até mesmo no curto prazo, como é o caso dos novos-clássicos. Como veremos neste capítulo, a aceitação da TQM não ocorre em nenhum tempo por marxistas e pós-keynesianos, grupos que aqui serão trabalhados.

Para esses autores, a moeda possui uma grande importância no processo produtivo, sendo considerada mais do que apenas uma unidade de troca intermediária, como é feita na abordagem ortodoxa, como podemos observar no trecho abaixo.

A importância analítica dada à moeda, o seu papel na economia real e a concepção de possibilidade de crises e instabilidade ligadas à moeda são, pois, traços característicos dos heterodoxos, e são estes que se quer enfatizar na análise dos pensamentos de Marx e Keynes. (MOLLO, p.6, 1998)

Ainda que tenham vivido em épocas diferentes, Marx - século XIX - e Keynes - século XX (ainda que tenha nascido no século XIX, sua produção acadêmica se concentra na primeira metade do século XX) - negavam os supostos necessários para que a TQM fosse válida.

Ponto central disso, foi sem dúvidas, o entesouramento - sua negação estava implícita nos supostos da TQM. Tanto Marx como Keynes, ainda que por razões diferentes, viam possibilidade teórica da retenção de moeda (MOLLO, 1998), desacreditando assim, a exogeneidade da moeda - que defendia que a quantidade de moeda era controlada exclusivamente pela autoridade monetária; a neutralidade da moeda - que defendia a incapacidade da moeda de afetar variáveis reais; e a velocidade constante de circulação da moeda, todos estes supostos necessários para que a TQM seja válida.

Neste capítulo traremos os principais argumentos defendidos por marxistas, a partir da obra de Marx, e pós-keynesianos, a partir da produção de Keynes após a publicação da *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, em 1936.

### 3.1 Marxismo

Em sua obra de maior destaque, *O Capital*, que teve a publicação de seu primeiro volume no ano de 1867, Marx busca entender o sistema capitalista e seu funcionamento. Para tanto, logo no início da obra, Marx estabelece duas características fundamentais do capitalismo.

A primeira característica fundamental estabelecida por Marx é a de que o sistema capitalista é baseado na produção de mercadorias, diferentemente do que ocorria em outros modos de produção, como o feudal, por exemplo. No capitalismo, involuntariamente, todos são compradores e vendedores, e isso garante a existência das pessoas neste sistema. Já a segunda característica fundamental do sistema, diz respeito à produção de mais-valia, excedente produzido pelos trabalhadores do qual sai o lucro, objetivo principal de toda a dinâmica do sistema capitalista, assim como a renda fundiária e o juro.

Para entendermos melhor o conceito de mais-valia, faz-se necessário retornarmos a conceitos básicos trazidos por Marx, como por exemplo, a força de trabalho. Segundo Marx:

Por força de trabalho ou capacidade de trabalho entendemos o complexo [Inbegriff] das capacidades físicas e mentais que existem na corporeidade [Leiblichkeit], na personalidade viva de um homem e que ele põe em movimento sempre que produz valores de uso de qualquer tipo. (MARX, p.180, 2013)

Ainda que involuntariamente todos sejam compradores e vendedores, há no capitalismo, aqueles que não possuem o que vender ou comprar, exceto sua força de trabalho, o que leva a que ela se torne uma mercadoria. Segundo Marx (p.373, 2013), o trabalhador durante o primeiro período do processo de trabalho produz apenas o valor de sua força de trabalho, que é o valor, em termos médios, necessário para à (re)produção do trabalhador com sua força de trabalho. Já no segundo período do processo de trabalho, é onde ocorre a produção de mais-valia, advinda com a produção de mais-valor, que causa dispêndio em sua força de trabalho, mas não gera valor para o trabalhador, como é possível observarmos na passagem abaixo.

O segundo período do processo de trabalho, em que o trabalhador trabalha além dos limites do trabalho necessário, custa-lhe, de certo, trabalho, dispêndio de força de trabalho, porém não cria valor algum para o próprio

trabalhador. Ele gera mais-valor, que, para o capitalista tem todo o charme de uma criação a partir do nada. A essa parte da jornada de trabalho denomino tempo de trabalho excedente [Surplusarbeitszeit], e ao trabalho nela despendido denomino mais-trabalho [Mehrarbeit] (surplus labour). (MARX, p. 213, 2013)

Desta forma, podemos dizer, de forma resumida, que mais-valia corresponde ao fruto da capacidade de trabalho não-remunerada do trabalhador, que em última instância gera o lucro.

Para entender o capitalismo, Marx busca explicar a organização do sistema, que garante a existência humana. Logo, analisa o modo de trabalho da produção das mercadorias.

A produção de mercadorias se dá através de processos privados de trabalho, que são aparentemente independentes. Entretanto, vê-se uma dependência recíproca - que não aparece de imediato, uma vez que os processos são privados - entre estes processos, considerando que o objetivo final das mercadorias é a venda, como pode ser visto no trecho do capítulo 2 d'*O Capital*.

Cada possuidor de mercadorias só quer alienar sua mercadoria em troca de outra mercadoria cujo valor de uso satisfaça sua necessidade. Nessa medida, a troca é para ele apenas um processo individual. Por outro lado, ele quer realizar sua mercadoria como valor, portanto, em qualquer outra mercadoria do mesmo valor que seja de seu agrado, não importando se sua mercadoria tem ou não valor de uso para o possuidor da outra mercadoria. Nessa medida, a troca é para ele um processo social geral. (MARX, p. 130, 2013)

Com a dependência recíproca entre os processos de trabalho, é identificada uma divisão dos trabalhos, que é social. Ou seja, é vista no processo de produção de mercadorias uma contradição entre privado e social. Privado pelo fato dos processos de trabalho serem privados, e social pela questão da divisão do trabalho dentro da própria sociedade. A essa característica é dado o nome de contradição privado - social ligada ao trabalho nas produções de mercadorias.

A solução desta contradição, que garante a manutenção do sistema, implica no aparecimento do valor e do dinheiro como formas fundamentais do capitalismo (ainda que o dinheiro já existisse em períodos anteriores, adquire um sentido e importância diferentes), que são objetos principais deste estudo.

Marx, assim como Smith e Ricardo, foi um teórico do valor - trabalho. Em sua proposição, Marx traz conceitos importantes relacionados às mercadorias, como valor

de uso, valor de troca, trabalho concreto e trabalho humano abstrato. De forma resumida, podemos definir o valor de uso de uma mercadoria como a utilidade ou função desta mercadoria. Já o valor de troca é a proporção que uma mercadoria se troca por outras mercadorias. Os conceitos de trabalho concreto e abstrato, são relacionados. Por trabalho concreto podemos caracterizar o trabalho de fato empenhado naquele processo produtivo para produzir os valores de uso específicos. O trabalho humano abstrato, por sua vez, refere-se à forma de trabalho indiferenciada, ou seja, aquele que produz valor independente do valor de uso específico que produz. Assim, podemos entender que nesta modalidade de trabalho são abstraídas as condições concretas de trabalho, como pode ser visto no trecho abaixo.

Se abstraímos seu valor de uso, abstraímos também os componentes [Bestandteilen] e formas corpóreas que fazem dele um valor de uso. O produto não é mais uma mesa, uma casa, um fio ou qualquer outra coisa útil. Todas as suas qualidades sensíveis foram apagadas. E também já não é mais o produto do carpinteiro, do pedreiro, do fiandeiro ou de qualquer outro trabalho produtivo determinado. Com o caráter útil dos produtos do trabalho desaparece o caráter útil dos trabalhos neles representados e, portanto, também as diferentes formas concretas desses trabalhos, que não mais se distinguem uns dos outros, sendo todos reduzidos a trabalho humano igual, a trabalho humano abstrato. (MARX, p.98-99, 2013).

O trabalho humano abstrato, tido como “substância social” comum às mercadorias (Marx, p.99, 2013) por Marx, determina o valor dessas mercadorias. Entretanto, o que realmente determina o valor de uma mercadoria é o tempo de trabalho socialmente necessário para que ela seja produzida, e não todo o tempo gasto para que ela seja produzida ou seja, tempo de trabalho socialmente necessário determinando em termos médios. Assim, uma mercadoria que demore mais tempo para ser produzida não necessariamente terá um valor maior, como pode ser visto nos trechos abaixo.

Assim, um valor de uso ou bem só possui valor porque nele está objetivado ou materializado trabalho humano abstrato. Mas como medir a grandeza de seu valor? Por meio da quantidade de “substância formadora de valor”, isto é, da quantidade de trabalho nele contida. (MARX, p.99, 2013)

Poderia parecer que, se o valor de uma mercadoria é determinado pela quantidade de trabalho despendido durante sua produção, quanto mais preguiçoso ou inábil for um homem, tanto maior o valor de sua mercadoria, pois ele necessitará de mais tempo para produzi-la. No entanto, o trabalho que constitui a substância dos valores é trabalho humano igual, dispêndio da mesma força de trabalho humana. [...] Cada uma dessas forças de trabalho

individuais é a mesma força de trabalho humana que a outra, na medida em que possui o caráter de uma força de trabalho social média e atua como tal força de trabalho social média; portanto, na medida em que, para a produção de uma mercadoria, ela só precisa do tempo de trabalho em média necessário ou tempo de trabalho socialmente necessário. Tempo de trabalho socialmente necessário é aquele requerido para produzir um valor de uso qualquer sob as condições normais para uma dada sociedade e com o grau social médio de destreza e intensidade do trabalho. (MARX, p.99, 2013)

Dessa forma, podemos observar o seguinte fluxo presente no processo de troca de mercadorias no sistema capitalista:

*Mercadoria → Trabalho Abstrato → Valor → Valor de Troca → Dinheiro*

Neste processo, o valor não aparece de forma absoluta, mas de forma relativa, o valor de troca, tendo em vista que mercadorias são trocadas entre si. Posteriormente, essas mercadorias passam a ser trocadas por uma mercadoria específica que ganha generalidade, que se transforma em dinheiro - que é utilizado, de forma universal, como valor de troca pela sociedade.

Em última instância, o trabalho privado torna-se dinheiro. Em outras palavras, o trabalho privado se converte em trabalho socialmente validado. Assim, o dinheiro passa a ser representante do trabalho social, fato este que o faz possuir validade social reconhecida.

O processo de transformação da mercadoria em dinheiro foi fundamental para a validação social do trabalho privado da mercadoria, solucionando desta forma, a contradição privado-social ligada ao trabalho.

O surgimento do dinheiro, é visto por Marx como um processo social embrionário, em que mercadorias vão assumindo diferentes formas até que se chegue numa mercadoria específica que se torna equivalente geral, ou seja, é a base de troca para todas as outras mercadorias. A este processo de evolução social, Marx intitula de gênese do dinheiro, composto de etapas, que são: forma simples do valor; forma simples ou extensiva do valor; forma geral do valor; até chegar na forma dinheiro do valor.

Nesse sentido, podemos ver a importância do dinheiro na análise marxista - ainda que seja crítico à ele, já que as pessoas passam a depender dele, uma coisa, para validar os trabalhos realizados individualmente e, assim poder viver na

sociedade, visto que o sistema capitalista é caracterizado pela compra e venda de mercadorias.

Para que a TQM seja aceita, os supostos da neutralidade da moeda, da exogeneidade da moeda, e o da velocidade constante de circulação da moeda - que implicam na negação do entesouramento -, devem ser respeitados, o que resume a moeda a um mero intermediário no processo de troca, como é visto na visão de Smith e Ricardo.

Entretanto, na visão de Marx isso não é verdadeiro, dada a importância que o dinheiro ganha ao se tornar equivalente geral e validador social dos trabalhos privados. Diferentemente do que pensavam os clássicos ortodoxos, esta importância adquirida faz com o que o dinheiro seja desejado por ele mesmo, ou seja, entesourado quando necessário, com vias a garantir a existência daquele que o detém, como pode ser visto no trecho d' *O Capital*.

O impulso para o entesouramento é desmedido por natureza. Seja qualitativamente, seja segundo sua forma, o dinheiro é desprovido de limites, quer dizer, ele é o representante universal da riqueza material, pois pode ser imediatamente convertido em qualquer mercadoria. (MARX, 2013, p.159)

A não-neutralidade da moeda em Marx, pode ser vista justamente na capacidade do dinheiro influenciar na economia real, dado seu caráter validador social do trabalho privado, característica que faz com que os agentes busque-o, para garantir sua sobrevivência, como pode ser visto no trecho abaixo.

Esta noção de dinheiro com a relação social, articula, portanto, classes, processos de trabalho, etapas de produção, circulação e distribuição, fazendo da moeda algo inseparável das economias capitalistas. É por isso que, para Marx, a economia real é necessariamente monetária. Esta articulação entre a moeda e a economia real, na obra de Marx, é que vai ser responsável pela noção de não-neutralidade permanente da moeda e pelo caráter endógeno da mesma. No que se refere à não-neutralidade da moeda, ela significa que a moeda afeta a atividade produtiva. Tal não-neutralidade, na obra de Marx, aparece quando, resolvendo a contradição privado-social, a moeda permite que a economia mercantil funcione - apesar da contradição. (MOLLO, p.10, 1998)

Uma outra forma de se observar a não-neutralidade da moeda, em Marx, é através do crédito. Ao observarmos o ciclo completo de reprodução do capital, podemos ver como o capital é gerado a partir da força de trabalho - visto que os meios de produção somente aumentam a produtividade da força de trabalho. Neste

processo, o capitalista, que é detentor do dinheiro, compra a força de trabalho dos trabalhadores, que a vendem para terem acesso aos meios de produção do capitalista, para a produção. A partir da força de trabalho, mercadoria capaz de gerar excedente, são geradas mercadorias de maior valor, que conseqüentemente, são vendidas por valores maiores - o lucro -, como é possível observar na representação a seguir.

Onde:

$D = \text{Dinheiro}$

$M = \text{Mercadoria}$

$FT = \text{Força de trabalho}$

$MP = \text{Meios de produção}$

$P = \text{Processo de produção}$

$M' = \text{Mercadoria com valor aumentado}$

$D' = \text{Dinheiro com valor aumentado}$

$D - M (FT \text{ e } MP) \dots P \dots M' - D'$

A partir da obtenção do lucro com este processo produtivo, o capitalista sempre busca obter mais lucro, visto que o objetivo do sistema capitalista é o lucro máximo. Para que ele possa obter maior volume de lucro, ele deve aumentar sua capacidade produtiva. Esse aumento de capacidade é financiado com os lucros obtidos ao longo do tempo. Entretanto, há uma forma de antecipar esta expansão, em vias de se obter lucro maior com maior rapidez, através do crédito, como pode ser visto na representação abaixo, em que  $D^*$  representa o crédito tomado pelo capitalista antes do processo produtivo, e  $D^{**}$  representa esse mesmo crédito com valor aumentado após o processo produtivo.

$D^* - D - M (FT \text{ e } MP) \dots P \dots M' - D' - D^{**}$

Ao antecipar o aumento da capacidade produtiva do sistema, o capitalista aumenta o ritmo e a escala de produção. Nesse sentido, para Marx, o crédito potencializa o processo produtivo, na medida que amplia a escala de trabalho e reduz o tempo de produção e de circulação (MOLLO, 1998), demonstrando assim a não-neutralidade da moeda.

Diante do exposto, podemos ver na obra de Karl Marx, através de sua Teoria do Valor-Trabalho que muito difere das teorias de Smith e Ricardo, a contradição privado-social presente na produção de mercadorias, que implica no aparecimento do valor e do dinheiro, que permitem a transformação do trabalho privado em trabalho validado socialmente. Ademais, o entesouramento - que é visto como uma das funções da moeda para Marx - justificável na visão marxista, invalida a TQM e todos os seus supostos, inclusive o suposto de neutralidade da moeda, que também é invalidado pela visão do crédito por Marx e pelos marxistas.

### **3.2 Pós-keynesianismo**

O século XX foi um período marcado por diferentes eventos históricos. Particularmente, no ano de 1929, vem a acontecer o crash da Bolsa de Nova York, acontecimento simbólico que representa a crise de superprodução que eclodiu no mesmo ano nos Estados Unidos da América e tomou proporções mundiais. Marcado pela superprodução norte-americana, este fenômeno proporcionou uma grande produção literária econômica, frente ao grande desemprego, à estagnação econômica e, sobretudo, ao não-funcionamento das políticas econômicas liberais, que naquele momento eram amplamente utilizadas pelos governos.

É nesse contexto, que *John Maynard Keynes (1883 - 1946)* escreve grande parte de sua obra. Ao tratarmos da obra de Keynes, é necessário que seja estabelecido um marco, a publicação da *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, de 1936*, que inflexiona todo o pensamento keynesiano e dá origem ao pós-keynesianismo. Diante disso, faz-se necessário diferenciarmos as escolas que possuem keynesianismo - e seus derivados - em seus nomes. Os keynesianos da síntese e os novos-keynesianos são ortodoxos. Já os pós-keynesianos são heterodoxos (MOLLO, 2004). Antes desta publicação, Keynes já passara a discordar da teoria neoclássica, mas ainda seguia parte do *mainstream*. Somente com a publicação da Teoria Geral que ele rompe de forma definitiva com a ortodoxia. Desta forma, neste capítulo estudaremos a teoria keynesiana heterodoxa, ou seja, a partir de 1936.

O rompimento de Keynes com a economia neoclássica é causado, segundo ele mesmo, por seus postulados serem aplicáveis apenas a casos especiais, como pode ser visto no trecho da Teoria Geral.

I shall argue that the postulates of the classical theory are applicable to a special case only and not to the general case, the situation which it assumes being a limiting point of the possible positions of equilibrium. Moreover, the characteristics of the special case assumed by the classical theory happen not to be those of the economic society in which we actually live, with the result that its teaching is misleading and disastrous if we attempt to apply it to the facts of experience. (KEYNES, p.12, 1936)

O funcionamento previsível do mundo para os neoclássicos, sobretudo no que tange ao mercado de fundo de empréstimos, foi algo amplamente debatido por Keynes, que trouxe a incerteza como uma das principais características do seu pensamento. A incerteza, ora fruto de decisões descentralizadas, ora do futuro desconhecido (MOLLO, 1998), permeia toda a economia keynesiana, como diz Keynes.

...human decisions affecting the future, whether personal or political or economic, cannot depend on strict mathematical expectation, since the basis for making such calculations does not exist ... It is our innate urge to activity which makes the wheels go round, our rational selves choosing between the alternatives as best we are able, calculating where we can, but often falling back for our motive on whim or sentiment or chance. (KEYNES, p. 162-163, 1936)

Diferentemente do risco, a incerteza é não-probabilizável, o que a torna não previsível. Diante disso é que se dá a importância da moeda para Keynes, em função de sua liquidez (*M1*), que funciona como uma espécie de garantia contra a incerteza, porque dá flexibilidade de ação aos indivíduos. Deste modo, vemos que para Keynes, os agentes econômicos podem reter moeda, com vistas a se resguardar de qualquer intercorrência futura que possa ocorrer, como descreve Davidson.

Yet, people often desire to remain liquid to abstain from committing their resources even in the long run, and entrepreneurs often make spontaneous and seemingly arbitrary choices between alternate investments. Post Keynesians believe that this behavior is sensible and understandable only in a world where uncertainty is distinguished from probabilistic concepts. (DAVIDSON, p.130, 1991)

Deste modo, podemos ver a negação da TQM, visto que para que seja válida não pode ocorrer entesouramento - suposto este que afeta todos os outros da teoria, invalidando-a. Faz-se necessário ponderarmos que a preferência pela liquidez não deve ser confundida com reserva de valor. Esta é considerada estável e está

diretamente atrelada à renda, enquanto a preferência pela liquidez é instável e subjetiva.

A decisão de investir, para Keynes, é de extrema importância, visto que aumenta, de forma multiplicada - a partir dos efeitos do multiplicador keynesiano - a renda e o emprego da economia. Para o autor, o investimento é determinado por dois fatores: a eficiência marginal do capital (*EmgK*); e a taxa de juros da economia (*r*). Para que o investimento seja concretizado, faz-se necessário que *EmgK* seja maior do *r*, como pode ser visto no esquema a seguir.

$$EmgK > r \rightarrow \text{Investimento}$$

Entretanto, ao olharmos especificamente para cada um desses dois fatores, vemos que eles são determinados, em última instância, pela incerteza. Ao tratarmos da *EmgK*, diferentemente do que ocorre com a rentabilidade esperada encontrada no argumento ortodoxo, não pode ser calculada, sendo definida a partir de conjecturas. Já a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda de moeda, que dependem dos bancos comerciais e da disposição das pessoas de reter ou emprestar. Caso esses agentes estejam receosos ao emprestar, ou não o farão, ou elevarão a taxa de juros, no caso dos bancos. Diante disso, podemos dizer que os determinantes do investimento - *EmgK* e *r* - são definidos a partir da incerteza. Note que aqui estamos tratando da oferta de moeda pelos bancos comerciais, não àquela feita pela autoridade monetária, que não é influenciada pela incerteza. Desta forma, no mundo pós-keynesiano, o investimento torna-se volátil e flutuante, em função da incerteza presente em seus determinantes.

Ao compararmos o mercado de fundo de empréstimos ortodoxo com o keynesiano, vemos que as conclusões são diferentes. Na visão neoclássica, o equilíbrio garantido entre oferta e demanda faz com que a economia tenda a ser estável e tenda a chegar ao pleno emprego no longo prazo. Já para Keynes, a incerteza presente nos determinantes do investimento faz com que a renda e o emprego sejam instáveis, tornando assim a instabilidade como caso normal da economia.

Ainda se tratando do investimento, visto que esta é a decisão mais importante na visão pós-keynesiana, podemos notar outra diferença: os determinantes de poupança e investimento para Keynes e para os neoclássicos. Na visão neoclássica,

a poupança depende da taxa de juros. Já o investimento é determinado a partir da poupança que o financia, que finalmente culminará com o crescimento, como pode ser visto no esquema abaixo.

$$\text{Poupança (S)} \rightarrow \text{Investimento (I)} \rightarrow \text{Crescimento (g)}$$

Já na visão pós-keynesiana, só é possível para um indivíduo poupar caso sua renda seja mais do que suficiente para seu consumo. Ou seja, para que a poupança se concretize, é necessário que haja um excedente de renda após o consumo. Nesse sentido, a poupança para Keynes depende exclusivamente da renda. Isso não quer dizer que a taxa de juros não seja importante. Entretanto, sua importância se dá somente após a determinação da poupança a partir da renda, numa segunda decisão, em que o agente econômico decidirá o que fazer com essa poupança - que sofrerá influência da taxa de juros, como pode ser visto no esquema abaixo.

$$\text{renda} > \text{consumo} \rightarrow \text{poupança} \quad (1)$$

$$\text{poupança} \rightarrow \begin{array}{l} \text{taxa de juros influenciará na decisão do} \\ \text{poupador se vai reter moeda, emprestar} \\ \text{ou investir} \end{array} \quad (2)$$

Caso a taxa de juros esteja relativamente alta, esta poupança será emprestada, caso contrário, este dinheiro será retido, em forma de entesouramento. Em outras palavras, a taxa de juros determinará o destino da poupança, mas não a poupança em si.

Tendo isso em mente, podemos ver, a partir do esquema abaixo, que a poupança surge necessariamente após a concretização do investimento.

$$\text{Em}gK > r \rightarrow \text{Investimento} \rightarrow \underline{\text{renda}} \text{ e emprego (multiplicados via multiplicador keynesiano)}$$



determinante da poupança

Ainda que a natureza do investimento seja tipicamente de médio e longo prazo, para que se dê início ao processo descrito acima, é necessário que esse investimento seja financiado. Este financiamento é feito, inicialmente, a partir de crédito bancário de curto prazo, com vistas a literalmente construir o ciclo do investimento, ou seja, as ações necessárias para que ele aconteça. Estes fundos, que são relativamente pequenos, são os responsáveis pela multiplicação do investimento. A este processo, Keynes chama de *finance*. Mas estes recursos não precisam de lastro em poupança bancária. Podem vir, por exemplo, do multiplicador bancário.

Entretanto, como dito anteriormente, os investimentos possuem natureza de médio e longo prazo. Nesse sentido, faz-se necessário que, a partir das primeiras ações propiciadas pelo crédito de curto prazo, o investidor seja capaz de manter este investimento, trocando aquele crédito de curto prazo por um crédito de prazo adequado à maturação do investimento feito. Este processo é chamado de consolidação do investimento ou *funding*. Os processos de *finance* e *funding* podem ser vistos no trecho de um artigo publicado em 1937 por Keynes.

The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions. (KEYNES, p. 664, 1937)

O crédito de longo prazo, que consolida o investimento, surge a partir da poupança, visto que os poupadores podem vir a emprestar esta quantia ao prazo apropriado à maturação do investimento. Entretanto, este empréstimo ocorre, se e somente se, a preferência pela liquidez dos poupadores não os impedir. Caso sintam-se inseguros, os poupadores buscarão empenhar seus recursos em investimentos de curto ou até curtíssimo prazo, o que leva à não-concretização do investimento. Assim, o que vai determinar, em última instância, o sucesso do investimento é a preferência pela liquidez dos investidores, dos agentes econômicos e dos bancos fornecendo financiamento, e dos poupadores, e não a poupança propriamente dita.

If there is no change in the liquidity position, the public can save ex-ante, ex-post, ex-anything else, until they are blue in the face, without alleviating the problem in the least (KEYNES, p.222, 1973)

Após entendermos o Circuito *Finance* - Investimento - Poupança - *Funding*, que nos mostra desde o financiamento até a consolidação do investimento, podemos ver a importância da moeda no mundo keynesiano, presente no financiamento (*finance*) e também na consolidação (*funding*) do investimento. Ademais, nos diz sobre a neutralidade da moeda, visto que esta - via crédito - está estimulando o investimento, aumentando assim, renda, emprego, e toda a capacidade produtiva do sistema. Em outras palavras, a moeda afeta variáveis reais da economia, o que caracteriza sua não-neutralidade. Ainda sobre a importância da moeda, Keynes ressalta também a importância dos bancos - o que contrasta com a visão neoclássica, sobretudo de Wicksell, que os tratava apenas como agentes passivos - que são os controladores da oferta de moeda na economia.

The control of finance is, indeed, a potent, though sometimes dangerous, method for regulating the rate of investment... This is only another way of expressing the power of the banks through their control over the supply of Money – i.e. of liquidity. (KEYNES, p.210-211, 1973)

Diante das visões marxista e pós-keynesiana apresentadas, podemos ver algumas similaridades entre as duas visões, ainda que por razões diferentes. Na visão marxista, a importância da moeda se dá, sobretudo, por ela ser o que valida socialmente o trabalho privado, possuindo assim, um poder socialmente adquirido. Já para Keynes, a importância da moeda se dá, sobretudo, por sua liquidez frente à incerteza - instável e não probabilizável - presente na economia. São essas características que fazem com que os indivíduos entesourem dinheiro. Ambas as escolas veem o sistema capitalista como instável, em que a instabilidade é o caso normal da economia.

#### 4. A NEUTRALIDADE DA MOEDA NAS POLÍTICAS ECONÔMICAS

A aceitação ou não-aceitação da neutralidade da moeda tem influenciado a prescrição de políticas econômicas nas mais diversas economias. A noção da neutralidade da moeda, ortodoxa, diz que alterações na quantidade de moeda causam, em última instância, aumento inflacionário. Desse modo, este grupo prioriza o controle inflacionário, para que não haja qualquer distorção no nível de preços, em vias a garantir o crescimento econômico. Nesta visão o mercado é o regulador mais eficiente (MOLLO, 2004).

Já a noção da não-neutralidade da moeda, heterodoxa, vê a possibilidade de alterações na economia real a partir da alteração da quantidade de moeda, isto é, para os heterodoxos a moeda pode afetar a capacidade produtiva (MOLLO, 1998), podendo desta forma aumentar, de forma multiplicada, a renda e o emprego - no argumento pós-keynesiano. As diferenças entre ortodoxia e heterodoxia em relação à neutralidade podem ser vistas no trecho abaixo.

A idéia de moeda não neutra, para os heterodoxos, relaciona-se com o papel que concebem para a moeda e o crédito, bem diferente do atribuído pelos ortodoxos. Enquanto para os ortodoxos a moeda é um véu e a concessão de crédito é uma transferência de fundos poupados para financiar o investimento, com os bancos funcionando como meros intermediários, para os heterodoxos, tanto marxistas quanto pós-keynesianos, a moeda é fundamental na conexão ou coordenação da economia e o crédito rompe a restrição orçamentária e tem um papel ativo, potencializando a produção. (MOLLO, p.333, 2004)

Ao olharmos especificamente para o Brasil, podemos ver a importância da noção da neutralidade e não-neutralidade da moeda para as prescrições de política econômica que foram adotadas.

Ao longo da história brasileira, temos visto governos e instituições com orientação econômica mais conservadora e governos e instituições com orientação econômica menos conservadora, sobretudo no que tange à política monetária. Tradicionalmente, governos ortodoxos são mais céticos a políticas expansionistas, ou seja, políticas que aumentam a quantidade de moeda na economia. No sentido oposto, governos heterodoxos são mais suscetíveis à adoção dessas políticas, visto que acreditam que este aumento pode alterar a capacidade produtiva, e então ter efeitos duradouros sobre renda e emprego.

Ademais, podemos ver também essas diferentes orientações nas gestões do Banco Central (Bacen), geralmente mais conservador, mas por vezes menos. O Bacen é a autoridade monetária brasileira máxima, e possui as seguintes atribuições: executa a política monetária; formula e executa a política de reservas internacionais, bem como administra as mesmas; empresta, em última instância, recursos para o sistema financeiro quando ocorre uma crise de liquidez; regulamenta e supervisiona o sistema financeiro; administra e supervisiona o sistema de pagamentos e recebimentos da economia; e funciona como banco do governo (BARBOSA, 2011).

As diferentes orientações econômicas dependem, em grande medida, da indicação do Presidente do Bacen ser feita pelo Presidente da República, o que de certo modo alinha sua atuação à do Executivo Federal. Ainda que no ano de 2021, através da Lei Complementar 179/2021, o Bacen tenha ganhado uma notória autonomia, visto que a partir deste dispositivo seu Presidente passa a ter mandato fixo definido, sua nomeação ainda é de atribuição do Presidente da República em exercício, que em seu terceiro ano de mandato faz essa indicação, como estabelece o parágrafo primeiro do artigo 4º desta lei: “O mandato do Presidente do Banco Central do Brasil terá duração de 4 (quatro) anos, com início no dia 1º de janeiro do terceiro ano de mandato do Presidente da República.”

Ao tomarmos como ponto de partida, em ordem cronológica, os dois primeiros mandatos do governo Lula (2003 - 2011), podemos ver uma orientação mais expansionista. Exemplo disto é o lançamento, no ano de 2007, do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). O PAC, conforme apresentação feita pelo então Ministro da Fazenda Guido Mantega em seu lançamento, foi um programa de desenvolvimento que buscou promover a aceleração do crescimento econômico, o aumento do emprego, e a melhoria das condições de vida da população brasileira. (BRASIL, p.2, 2007). Além disso, as medidas do PAC estavam organizadas em cinco blocos, que são: investimento em infraestrutura, estímulo ao crédito e ao financiamento; melhora no ambiente de investimento; desoneração e aperfeiçoamento do sistema tributário; e medidas fiscais de longo prazo.

O Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) é um programa do Governo Federal Brasileiro, anunciado em janeiro de 2007, com uma previsão de investimento de R\$ 503 bilhões, para o período 2007-2010, nas áreas de transporte, energia, saneamento, habitação e recursos hídricos. No final do ano de 2008, foi anunciado o aumento do montante de recursos

destinado ao PAC que passou a ser de R\$ 656,5 bilhões (BRASIL, 2007). (RODRIGUES; SALVADOR, p.130, 2011)

Ao focarmos mais no bloco de estímulo ao crédito e ao financiamento, podemos ver claramente motivações econômicas heterodoxas. Ao citarmos Marx, estudado no capítulo anterior, recordamos que para ele o crédito potencializa o processo produtivo, ampliando a escala e reduzindo o tempo de produção e de circulação das mercadorias (MOLLO, 1998). Já para Keynes, também visto anteriormente, o crédito tem papel fundamental para o início e a consolidação do investimento - principal decisão para o desenvolvimento - que são o *finance* e o *funding*, respectivamente.

Ao lembrarmos dos objetivos do programa, sobretudo o de acelerar o crescimento econômico e o de aumentar o emprego, vemos que o estímulo ao crédito e ao financiamento, que é um dos blocos de atuação do PAC, utiliza elementos heterodoxos em sua construção, o que caracteriza a não-neutralidade da moeda nesta visão, visto que afetam (ou buscam afetar) variáveis reais da economia, como investimento, renda e emprego.

O Programa de Aceleração do Crescimento teve ainda uma segunda etapa, visto que a primeira foi de 2007-2010, sendo lançada no ano de 2010, com duração prevista até o ano de 2014 e recursos programados que ultrapassavam a casa dos trilhões de reais (Brasil, 2010). Neste meio tempo, com a eleição de Dilma Rousseff para a Presidência da República, o programa foi continuado, visto que esta possuía uma orientação política e econômica semelhante à do governo anterior. Ainda sobre o programa, foram tecidas críticas por parte dos economistas, sobretudo em função da demora na execução do programa e da burocracia brasileira. (NOVA, 2007; KÜNZEL, 2007)

Já em 2019, durante o Governo Bolsonaro, Roberto Campos Neto toma posse como Presidente do Banco Central, por indicação do Presidente da República. A trajetória de Campos Neto à frente do Bacen é caracterizada por grandes desafios e mudanças, como a autonomia da autarquia, ocorrida em 2021 por meio da Lei Complementar 179/2021, pandemia do novo coronavírus, digitalização dos meios de pagamento (PIX), e a grande polarização política (MOLITERNO, 2024).

A gestão de Campos Neto na presidência do Bacen foi marcada, em grande parte, pelas altas na taxa básica de juros brasileira, a Selic, o que gerou bastante

discussão no meio político e econômico, sobretudo após Luiz Inácio Lula da Silva retornar à Presidência da República no início de 2024.

A Selic, abreviação para Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, é a taxa básica de juros da economia brasileira. É definida pelo Comitê de Política Monetária, o Copom - composto pelo Presidente do Bacen e mais oito diretores da autarquia. É um importante instrumento para controle da inflação. Podemos ver sua definição, feita pelo próprio Bacen abaixo.

A taxa Selic é a taxa básica de juros da economia, que influencia outras taxas de juros do país, como taxas de empréstimos, financiamentos e aplicações financeiras. A definição da taxa Selic é o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central (BC) para controlar a inflação. [...] O nome da taxa Selic vem da sigla do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, que é uma infraestrutura do mercado financeiro administrada pelo BC. Nesses sistemas são depositados e transacionados títulos públicos federais. (BCB, 2025)

Para a definição da SELIC são utilizados três parâmetros norteadores: a inflação corrente; as expectativas de inflação; e o hiato do produto (diferença entre o produto efetivo e o produto potencial da economia). As altas da Selic são, em grande medida, como pode ser visto na citação trazida acima do próprio Bacen, para tentar conter o aumento inflacionário, visto que este é o principal instrumento para controle da inflação.

O Brasil, desde o ano 1999, adota o regime de metas de inflação, que propõe uma meta de crescimento para algum índice de inflação, que é anunciada no início de algum determinado período (SICSÚ, 2002). Sobre as metas de inflação:

A meta é estabelecida pelo governo e/ou parlamento e deve ser perseguida pelo banco central, cuja política monetária passa a ter um único objetivo: alcançar a meta inflacionária determinada. [...] No Brasil, as metas são anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que é presidido pelo ministro da Fazenda [...]. Caso a meta não seja atingida, o presidente do Bacen terá que enviar uma carta (que deve ser de conhecimento público) ao ministro da Fazenda justificando as razões do fracasso. Em tese, o não-cumprimento da meta pode provocar até mesmo a demissão do presidente do Bacen e da sua diretoria. (SICSÚ, p. 25, 2002)

Ao focarmos no intervalo de tempo compreendido entre 2019 e 2024, período em que Campos Neto esteve à frente do Bacen, temos os seguintes dados:

SELIC				Metas de Inflação			
Reunião Copom nº	Data	Meta (%)	Selic (%) a.a.	Ano	Meta (%)	Intervalo de tolerância (%)	Inflação Efetiva (%)
221	20/03/2019	6,5	6,4				
228	05/02/2020	4,25	4,15	2019	4,25	2,75 - 5,75	4,3
236	20/01/2021	2	1,9				
237	17/03/2021	2,75	2,65				
238	05/05/2021	3,5	3,4	2020	4	2,5 - 5,5	4,52
239	16/06/2021	4,25	4,15				
240	04/08/2021	5,25	5,15				
241	22/09/2021	6,25	6,15	2021	3,75	2,25 - 5,25	10,06
242	27/10/2021	7,75	7,65				
243	08/12/2021	9,25	9,15				
244	02/02/2022	10,75	10,65	2022	3,5	2,0 - 5,0	5,79
245	16/03/2022	11,75	11,65				
246	04/05/2022	12,75	12,65				
247	15/06/2022	13,25	13,15	2023	3,25	1,75 - 4,75	4,62
248	03/08/2022	13,75	13,65				
249	21/09/2022	13,75	13,65				
250	26/10/2022	13,75	13,65	2024	3	1,5 - 4,5	4,83
263	19/06/2024	10,5	10,4				
265	18/09/2024	10,75	10,65				
266	06/11/2024	11,25	11,15	2025	3	1,5 - 4,5	-
267	12/12/2024	12,25	-				

Fonte: Bacen, 2025. Elaborado pelo autor

Ao analisarmos as metas de inflação estabelecidas (à direita na tabela acima), em todos os anos citados (2019 – 2024) a inflação efetiva esteve acima da meta estabelecida para aquele ano. Entretanto, ao olharmos mais cuidadosamente, vemos que em alguns anos, ainda que esteja acima da meta definida, a inflação efetiva ficou próxima ao limite superior do intervalo de tolerância – variações dentro deste intervalo são vistas como não-alarmantes. Podemos ver isso nos anos de 2019, 2020 e 2023.

Já o ano de 2021 pode ser considerado atípico, visto que a inflação efetiva neste período ultrapassou os dois dígitos, ficando em 10,06% a.a., o que a afastou significativamente da meta estabelecida pelo CMN (Conselho Monetário Nacional). Segundo Weiss e Sampaio (p.134, 2022), neste período a economia mundial passou por um choque negativo simultâneo de oferta e demanda, o que impactou diretamente a inflação. Os anos 2023 e 2024 ainda que as taxas de inflação registradas tenham sido acima da meta – e do intervalo de tolerância – ficaram bem próximas ao limite superior tolerável.

Ao partimos para as taxas básicas de juros, a Selic, registradas neste período, vemos que sua alta começa justamente em 2021, não por acaso, visto que ela é o

principal instrumento de política monetária para controlar a inflação (BCB, 2025), como pode ser visto no trecho abaixo de Feijó, Araújo e Bresser – Pereira.

Mesmo reconhecendo que o aumento da inflação em 2021 teve com uma das principais causas pressões de custo, o comitê de política monetária não tentou reverter o choque primário dos preços e procurou, com o aumento da taxa básica de juros em 0,75 ponto percentual e a sinalização de que a taxa continuaria a aumentar ao longo de 2021, neutralizar os efeitos secundários do choque na taxa de inflação. (FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER – PEREIRA; 2022)

Já no ano seguinte, 2022, foi registrada uma taxa de inflação próxima a meta estabelecida. Entretanto, mesmo com este melhor desempenho econômico, a taxa Selic praticada pelo Bacen continuara alta, sendo mantida em nível alto por aproximadamente um ano (NAKAMURA, 2024).

Essa manutenção da taxa básica de juros em patamares altos visa conter qualquer aumento inflacionário a qualquer custo. Podemos ver isso em algumas declarações de Campos Neto durante o período. Diz Campos Neto, em 2023, ano em que a taxa Selic esteve entre 12,15% a.a. e 13,65% a.a.:

Todos os diretores estão adotando nosso discurso oficial. Estamos reforçando que não estamos dando nenhum guidance, mas que faremos o que for necessário para levar a inflação à meta" [...] "Elevaremos a taxa de juros se for necessário. (CAMPOS NETO, Roberto. Participação no evento Barclays Day. 2023)

Ainda no ano de 2023, numa audiência realizada na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado Federal, Roberto Campos enfatizou, mais uma vez, em resposta a um questionamento feito pelo Senador Cid Gomes, a prioridade absoluta de sua gestão à frente do Bacen: a de perseguir a meta de inflação estabelecida.

Lembro que nós temos um mandato, que é dado pelo Governo. O mandato é "persiga a meta de inflação", que hoje está em 3%, que também é determinada pelo Governo. Então, a menos que alguém ache que a gente possa ter menos inflação com menos juros, ou seja, que tenha a reação adversa, e tem gente que acredita nisso, mas nós não acreditamos - os experimentos que foram feitos com isso recentemente não deram certo, haja vista o exemplo da Argentina e da Turquia... Mas, sim, nós temos uma meta de inflação e perseguimos a meta. (CAMPOS NETO, Roberto. Audiência CAE/Senado Federal. 2023)

Na mesma ocasião, Campos Neto trata ainda sobre a questão do fomento ao emprego, que na visão heterodoxa é tratado como temática central, mas na visão ortodoxa, fica coadjuvante à questão inflacionária, como podemos ver na fala de Campos Neto:

E temos uma meta secundária, que é de suavizar o ciclo e de fomentar o emprego, olhamos para isso e, inclusive, em todas as comunicações oficiais, nós descrevemos o que está acontecendo nessas outras dimensões. (CAMPOS NETO, Roberto. Audiência CAE/Senado Federal. 2023)

A visão adotada por Campos Neto, como podemos ver, contrasta com a versão heterodoxa, sobretudo a pós-keynesiana, e isso fica bem visível no trecho acima. Ao relembrarmos o capítulo anterior, vemos que à luz de Keynes a decisão de investir é a mais importante na economia, visto que, multiplica a renda e o emprego – via multiplicador keynesiano. À luz da macroeconomia pós-keynesiana, o estabelecimento de uma taxa de juros elevada mantém a economia com baixo ritmo de crescimento e baixa taxa de investimento (FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER – PEREIRA, 2022).

Como citado anteriormente, as críticas à gestão de Campos Neto à frente do Bacen se intensificaram após a posse de um novo governo – sobretudo à alta da Selic -, que historicamente é mais favorável a políticas econômicas expansionistas. Muitas vezes, essas críticas partiram do próprio Presidente da República, como pode ser visto em entrevista concedida à TV Globo em dezembro de 2024:

Vou repetir: ninguém nesse país, do mercado, tem mais responsabilidade fiscal do que eu. Entreguei esse país numa situação muito privilegiada, e é isso que eu quero fazer outra vez. Não é o mercado que tem que ficar preocupado com os gastos do governo, é o governo. O que está errado é a taxa de juros estar acima de 12% — isso é o que não tem explicação. (LULA, Luiz Inácio. Entrevista concedida ao *Fantástico*, TV Globo. 2024)

Na mesma entrevista, Lula cita sua preocupação com a dificuldade de investir no país com a alta da taxa de juros e a geração de emprego, como podemos ver:

Precisamos de juros mais baixos para que o Brasil cresça, gere emprego e alivie o peso sobre a população. Essa será uma prioridade no próximo ano. (LULA, Luiz Inácio. Entrevista concedida ao *Fantástico*, TV Globo. 2024)

Analisando as falas do Presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, e do Presidente da República, Luiz Inácio Lula da Silva, podemos ver as diferentes prioridades de cada agenda, que nos mostra também a abordagem econômica do Bacen e do Governo Federal.

Enquanto o Bacen “persegue as metas de inflação” – mesmo que para isso tenha que aumentar substancialmente a taxa básica de juros da economia, o Governo Federal busca crescimento econômico, que se traduz em investimento, que conseqüentemente necessita de uma taxa de juros razoável para que este seja concretizado.

Essas divergências vistas entre a autoridade monetária e o Governo Federal nos mostram que embora o debate sobre neutralidade seja antigo e tenha sofrido diversas sofisticções em seus argumentos ao longo do tempo (MOLLO, 2004), ele ainda continua influenciando as prescrições de políticas econômicas.

Exemplo disso pode ser visto no PAC, programa que visava o aumento do crescimento econômico e o aumento do emprego (BRASIL, 2007) via investimento. Para a realização desses investimentos, foram disponibilizados volumes de crédito com melhores condições, ou seja, subsidiados. Assim, o crédito influenciará, de forma real, a economia, visão esta que é defendida por marxistas e pós-keynesianos, que veem o crédito como potencializador da capacidade produtiva, e como possibilitador do investimento, respectivamente, evidenciando assim a não-neutralidade da moeda, como podemos ver nos trechos abaixo sobre Marx e Keynes, respectivamente:

Uma outra forma de Marx analisar a não-neutralidade da moeda é quando se refere ao crédito. Este, para Marx, potencializa o processo de acumulação ao ampliar-lhe a escala, ao reduzir o tempo de produção e de circulação e ao sincronizar as várias etapas do processo. Ao mesmo tempo que o crédito potencializa o processo de acumulação, amplia também as conseqüências das contradições inerentes a ele, como é o caso das possibilidades de crise abertas pelo uso da moeda, o que é outra forma de ver a não-neutralidade da mesma. (MOLLO, p.10, 1998)

Aos olhos de Keynes, os resultados que poderiam ser obtidos por uma redução da taxa de juros seriam duradouros. Mais fábricas, por exemplo, seriam abertas e parte daqueles que estavam involuntariamente desempregados encontrariam trabalho. A política monetária poderia, dessa forma, estimular o crescimento econômico. A redução do desemprego, portanto, também deve ser um objetivo da política monetária, já que ela é capaz de alcançá-lo. (SICSÚ, p.26, 2002)

Já a visão ortodoxa, que aceita a neutralidade da moeda, pode ser vista na prática nas altas da taxa básica de juros da economia, a Selic, com vias a garantir

que o viés inflacionário que políticas monetárias expansionistas possuem, afetem a economia. Diz Sicsú a este respeito:

Os defensores da adoção de metas de inflação acreditam que a política monetária não é um instrumento que pode estimular o investimento e, conseqüentemente, reduzir o desemprego. Apoiam suas crenças na hipótese da existência da taxa natural de desemprego, na curva-expectacional de Phillips e no chamado *viés inflacionário*. Postulam que uma política monetária que aumente a liquidez da economia (e/ou reduza os juros) objetivando estimular o crescimento somente pode causar efeitos reais passageiros e efeitos inflacionários permanentes — tal como defendem Robert Lucas, Robert Barro e David Gordon em inúmeros trabalhos. Alguns, como Finn Kydland e Edward Prescott (1994), consideram que nem sequer efeitos passageiros seriam produzidos, somente inflação seria gerada. (SICSÚ, p.22, 2002)

Ainda sobre o regime de metas de inflação, citado acima por Sicsú (2002), há uma forte crítica pós-keynesiana a ele (ainda que esta crítica não seja consenso entre os pós-keynesianos), sobretudo no que tange à neutralidade da moeda (LOPES; MOLLO; COLBANO, 2012). Este regime pressupõe a neutralidade da moeda (LOPES et al, 2012). Entretanto, Resende e Lima (2007) e Pelicioni e Resende (2007) após estudarem casos de dezessete países que adotam este regime – incluindo o Brasil – mostram o impacto desta política monetária sobre a economia real, afetando diretamente o investimento (LOPES et al, 2012). Assim, podemos ver que dentro desta política ortodoxa, que pressupõe a neutralidade da moeda, há uma contradição. Sobre isso, dizem Resende e Lima (2007) e Pelicioni e Resende (2009):

Segundo os autores, o uso do regime conduz a que, em situação de inflação alta observada, a expectativa de contração monetária, em função do regime de metas inflacionárias em vigor, leve à queda da rentabilidade esperada para o investimento, desestimulando o investimento corrente. (LOPES et al; p. 283, 2012)

Ao olharmos para a ortodoxia, vemos que há consenso em evitar qualquer caráter inflacionário que possa ocorrer em função da política monetária. Entretanto, o que não vemos dentro da mesma ortodoxia é um consenso acerca da intensidade da utilização da taxa de juros para o combate à inflação – ainda que este instrumento seja o principal instrumento de política monetária no regime de metas de inflação. Podemos ver isto na fala de Joseph Stiglitz, ganhador do Nobel em Economia no ano de 2001, que durante um seminário promovido pelo BNDES no ano de 2023, disse:

A taxa de juros de vocês é de fato chocante. Os números que vocês estão falando, de 13,7%, ou 8% real, é o tipo de taxa de juros que vai matar qualquer economia. O que é impressionante no Brasil é que sobreviveu ao que seria, de fato, uma pena de morte. [...] Eu diria que, se vocês tivessem uma política monetária mais razoável, estariam com um crescimento econômico muito maior. [...] Quando você aumenta a taxa de juros, você desconta mais do futuro. (STIGLITZ, Joseph. Seminário “Estratégias de Desenvolvimento Sustentável para o Século XXI”, proferido em 20 de março de 2023)

Ao compararmos as políticas monetárias explicitadas aqui neste capítulo, vemos que a adoção de políticas heterodoxas no contexto brasileiro surtiu um maior efeito positivo na economia brasileira. Ao pegarmos os anos de execução do PAC (2007 – 2010), podemos observar que o aumento na quantidade de moeda e o estímulo ao crédito na economia proporcionados pelo programa afetaram, de fato, as variáveis reais da economia. Ao pegarmos os relatórios anuais do Banco Central deste período, vemos que os níveis médios anuais de desemprego nas seis principais regiões metropolitanas do país registraram baixas. Em 2007 esta taxa foi de 9,5% a.a.; já em 2008 foi 7,9% a.a.; em 2009 8,1% a.a.; e em 2010 6,7% a.a., registrando assim uma queda quando comparado com a taxa de desemprego do ano anterior ao início do programa, 2006, que foi de 10% a.a. Associado a isso, temos as taxas médias de crescimento do período, extraídas da plataforma *Trading Economics*, que no ano de 2007 registrou 6,1% a.a., em 2008 5,1% a.a., já no ano de 2009 foi registrado a taxa de -0,1% a.a.; e em 2010 7,5% a.a. Não podemos esquecer de fatores conjunturais externos que inegavelmente influenciaram essas taxas, como é o caso da Crise Financeira de 2008, que empurrou significativamente a taxa de crescimento do ano de 2009 para baixo, assim como o *boom das commodities* propiciado pela ascensão da economia chinesa, que puxou as demais taxas do período para cima. Ademais, é necessário notarmos as taxas médias da Selic registradas neste intervalo pelo Bacen. Ao tomarmos a média das taxas anuais dos quatro anos (2007 – 2010), vemos que a Selic foi de 0,87% a.a. (sendo todas as taxas médias anuais do período inferiores a 1% a.a.), o que foi determinante para a consolidação do investimento e conseqüentemente para os níveis de emprego e renda atingidos.

Já na contramão, podemos ver que a abordagem ortodoxa explicitada, sobretudo durante a gestão de Roberto Campos Neto à frente do Bacen (2019 – 2024), além de repelir investimentos em função da alta taxa básica de juros, não foi

capaz de cumprir as metas inflacionárias definidas pelo CMN entre os anos de 2019 e 2024.

Desta forma, podemos ver que o debate acerca da aceitação ou não da neutralidade da moeda permeia até os dias atuais a formulação de políticas econômicas. Sejam elas mais ortodoxas, a exemplo da atuação do Banco Central do Brasil durante a gestão de Roberto Campos Neto, que via aumento da taxa de juros buscou conter a inflação – o que na visão heterodoxa causa alto custo social com a queda multiplicada da renda e do emprego –. Sejam elas mais heterodoxas, a exemplo de programas como o PAC, que via expansão monetária buscou aumento da renda e do emprego de forma multiplicada – o que na visão ortodoxa possui viés inflacionário. Podemos ver essa sintetização em MOLLO (p.333, 2004):

Enquanto para os ortodoxos a moeda é um véu e a concessão de crédito é uma transferência de fundos poupados para financiar o investimento, com os bancos funcionando como meros intermediários, para os heterodoxos, tanto marxistas quanto pós-keynesianos, a moeda é fundamental na conexão ou coordenação da economia e o crédito rompe a restrição orçamentária e tem um papel ativo, potencializando a produção.

## 5. CONCLUSÃO

A abordagem ortodoxa da política monetária, que pressupõe a neutralidade da moeda, utiliza-se do sistema de metas de inflação - instrumento este adotado no novo consenso em política monetária. Neste modelo, a taxa de juros é o instrumento principal da política monetária. Não há discordância entre economistas sobre os efeitos que a elevação na taxa de juros causa: ela reduz a quantidade da moeda circulante na economia, o que deprime a demanda e conseqüentemente derruba o nível de preços.

Entretanto, a abordagem ortodoxa traz um alto custo social para a sociedade. Com a diminuição da quantidade da moeda, diminui-se também o nível de investimento - que na visão pós-keynesiana é determinante para a melhora da qualidade de vida das pessoas, visto que aumenta, de forma multiplicada, a renda e o emprego. Ainda sobre esta abordagem, podemos ver ainda os prejuízos causados também ao produto da economia, que foram demonstrados por Lopes *et al* (2012) através da utilização de modelos econométricos VAR.

Como para os pós-keynesianos a moeda não é neutra, a taxa de juros afeta negativamente o produto potencial, da mesma forma que afeta também o produto efetivo. Uma situação como essa mostra que o regime de metas inflacionárias opera a partir de uma regra, a regra de Taylor, que, apesar de reduzir a inflação, o faz com um custo social muito elevado e desnecessário, porque, além de reduzir a produção corrente e o emprego, ao reduzir o produto potencial, ou a capacidade produtiva da economia, induz desnecessariamente a novos aumentos de juros, tornando a política monetária resistente à sua queda. (LOPES et al, p.297, 2012)

A queda da inflação trazida pela elevação da taxa de juros pode dar a sensação de melhora na qualidade de vida, visto que o nível geral de preços da economia cai. Porém, neste movimento, não é só a taxa de inflação que cai. O produto desta economia também tende a cair, ainda que em menor velocidade. Ou seja, a população logo percebe a queda da inflação - com a queda de preços -, mas só percebe o impacto causado pelas altas taxas de juros no crescimento da economia num maior hiato de tempo, o que torna difícil a verificação de qual política traz maior benefício por parte da população.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico de taxas de juros**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 25 jan. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório anual 2007**. Brasília, DF: BCB, 2008. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2007/rel2007p.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório anual 2008**. Brasília, DF: BCB, 2009. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2008/rel2008p.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório anual 2009**. Brasília, DF: BCB, 2010. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorios-anuais-historico/relatorio-anual-do-banco-central-2009.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório anual 2010**. Brasília, DF: BCB, 2011. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorios-anuais-historico/relatorio-anual-do-banco-central-2010.pdf>. Acesso em: 11 fev. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxa Selic**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Acesso em: 25 jan. 2025.

BARBOSA, Fernando de Holanda. **O Banco Central no governo Lula**. Revista Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, v. 65, n. 1, p. 41-45, jan. 2011.

BOIANOVSKY, Mauro. **Knut Wicksell**. In: DIMAND, Robert W.; GIGLIO, Harald Hagemann (orgs.). **The Elgar companion to John Maynard Keynes**. Cheltenham: Edward Elgar, 2019. p. 103-109.

BRASIL. **Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021**. Dispõe sobre a autonomia do Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 25 fev. 2021.

BRASIL. **Plano de Aceleração do Crescimento (PAC)**. Disponível em: [https://www.gov.br/fazenda/pt-br/aceso-a-informacao/acoes-e-programas/plano-de-aceleracao-do-crescimento-pac/r220107\\_pac.pdf](https://www.gov.br/fazenda/pt-br/aceso-a-informacao/acoes-e-programas/plano-de-aceleracao-do-crescimento-pac/r220107_pac.pdf). Acesso em: 23 jan. 2025.

BRASIL. **Relatório de Lançamento do PAC 2**. Biblioteca Digital da Economia, Brasília: Ministério da Fazenda, 2010. Disponível em: <https://bibliotecadigital.economia.gov.br/bitstream/777/355/1/Relat%c3%B3rio%20-%20Lan%ca7amento%20PAC%202.pdf>. Acesso em: 23 jan. 2025.

CAMPOS, Renato Silverio; FERREIRA, Alex Luiz; NOGUEIRA JUNIOR, Reginaldo Pinto. **Uma investigação sobre a neutralidade da moeda no Brasil**. *Análise Econômica*, v. 30, n. 57, 2012.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária**. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1988. 27 p. (Texto para discussão, n. 176).

COMISSÃO DE ASSUNTOS ECONÔMICOS. **8ª Reunião Extraordinária - CAE**. Comissão Permanente, 25 abr. 2023. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/atividade/comissoes/comissao/38/reuniao/11223>. Acesso em: 28 jan. 2025.

CORAZZA, Gentil; KREMER, Rodrigo L. **Friedman e o monetarismo: A velha teoria quantitativa da moeda e a moderna escola monetarista**. Revista Análise Econômica, Porto Alegre: Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS, ano 21, n. 39, março, 2003.

DAVIDSON, Paul. **Can, or should, a central bank inflation target?** Journal of Post Keynesian Economics, v. 28, n. 4, p. 689-703, 2006.

DAVIDSON, Paul. **Is probability theory relevant for uncertainty? A post Keynesian perspective**. Journal of Economic Perspectives, v. 5, n. 1, p. 129–143, Winter 1991.

DOMINGUES, Edson Paulo; MAGALHÃES, Aline Souza; FARIA, Weslem Rodrigues. **Infraestrutura, crescimento e desigualdade regional: uma projeção dos impactos dos investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) em Minas Gerais**. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, v. 39, n. 1, p. 121-158, abr. 2009.

FEIJÓ, Carmem; ARAÚJO, Eliane Cristina; BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Política monetária no Brasil em tempos de pandemia**. Revista de Economia Política, v. 42, n. 1, p. 150-171, 2022.

FERRARI FILHO, Fernando. **Keynesianos, monetaristas, novos-clássicos e novos-keynesianos: uma crítica pós-keynesiana**. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 17, 1996.

FRIEDMAN, Milton. **Quantity Theory of Money**. In: EATWELL, John; MILGATE, Murray; NEWMAN, Peter (ed.). The New Palgrave: A Dictionary of Economics. Vol. 4. New York: Stockton Press; London: Macmillan, 1987. p. 3-20.

GUSMÃO, Arthur; CONSIDERA, Claudio; ANDRADE, Elisa; KELLY, Isabela; TRECE, Juliana. **O hiato do produto e as produtividades**. Textos para Discussão nº 14. Rio de Janeiro: FGV IBRE, 2024.

HARVEY, David. **Para entender O Capital: Livro I**. Tradução de Armando Boito. São Paulo: Boitempo, 2013.

HOBBSBAWM, Eric. **O breve século XX: 1914-1991**. 1. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

KEYNES, J. M. **The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest.** The Economic Journal, Oxford University Press on behalf of the Royal Economic Society, v. 47, n. 188, p. 663-669, dez. 1937.

KEYNES, John Maynard. **The collected writings of John Maynard Keynes: The general theory and after – Part II. Defence and development.** v. 14. Edited by Donald Moggridge. Cambridge: Cambridge University Press, 1973.

KEYNES, John Maynard. **The general theory of employment, interest, and money.** London: Macmillan, 1936.

KÜNZEL, Patrícia. **PAC gera críticas e pessimismo antes de sair.** Gazeta do Povo, Curitiba, 14 jan. 2007. Economia. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/economia/pac-gera-criticas-e-pessimismo-antes-de-sair-ac1o5amgtd83kj62rbueamki6/>. Acesso em: 25 jan. 2025.

LAIDLER, David. **Fabricating the Keynesian revolution: studies of the inter-war literature on money, the cycle, and unemployment.** Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

LOPES, Mariana de Lourdes Moreira; MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg; COLBANO, Fabiano Silvio. **Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana.** Revista de Economia Política, São Paulo, v. 32, n. 2, p. 282-304, abr./jun. 2012.

LUCAS, Robert E. Jr. **Expectations and the neutrality of money.** Journal of Economic Theory, v. 4, n. 2, p. 103-124, 1972.

MANKIWI, N. Gregory. A quick refresher course in macroeconomics. Journal of Economic Literature, v. 28, n. 4, p. 1645-1660, 1990.

MANKIWI, N. Gregory. **Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly.** Quarterly Journal of Economics, v. 100, n. 2, p. 529-538, 1985.

MANKIWI, N. Gregory; ROMER, David. **New Keynesian Economics, Volume 1: Imperfect Competition and Sticky Prices.** Cambridge: MIT Press, 1991.

MARX, Karl. **O capital: crítica da economia política. Livro I: o processo de produção do capital.** Tradução de Rubens Enderle. São Paulo: Boitempo, 2013.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **A importância analítica da moeda em Marx e Keynes.** Análise Econômica, v. 16, n. 29, p. 5-20, 1998.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **Ortodoxia e Heterodoxia Monetária: a Questão da Neutralidade da Moeda.** Revista de Economia Política, v. 24, n. 3, p. 323-339, jul./set. 2004.

MOLITERNO, Danilo. **Da autonomia ao Pix: a trajetória de Campos Neto no BC em 10 episódios.** CNN Brasil, São Paulo, 11 dez. 2024. Disponível

em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/da-autonomia-ao-pix-a-trajetoria-de-campos-neto-no-bc-em-10-episodios/>. Acesso em: 25 jan. 2025.

NAKAMURA, João. **Não seria positivo dar guidance dos juros neste momento, diz Campos Neto: presidente do Banco Central argumenta que cenário pressionado requer análise de diversos dados.** CNN Brasil, São Paulo, 23 out. 2024. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/nao-seria-positivo-dar-guidance-dos-juros-neste-momento-diz-campos-neto/>. Acesso em: 26 jan. 2025.

NOVA, Aguinaldo. **Economistas e empresários criticam demora nos projetos do PAC.** O Globo, Rio de Janeiro, 20 set. 2007. Economia. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/economistas-empresarios-criticam-demora-nos-projetos-do-pac-4152713>. Acesso em: 25 jan. 2025.

OHLIN, Bertil. **Obituary: Knut Wicksell (1851-1926).** The Economic Journal, v. 36, n. 143, p. 503-512, set. 1926.

PATINKIN, Don. **Neutrality of money.** Palgrave Macmillan Dictionary of Economics. London: Palgrave Macmillan, 1987.

RODRIGUES, Talla Albuquerque; SALVADOR, Evilásio. **As implicações do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) nas Políticas Sociais.** SER Social, Brasília, v. 13, n. 28, p. 129–156, 2011.

SHILLER, Robert J.; SIEGEL, Jeremy J. **The Gibson Paradox and Historical Movements in Real Interest Rates.** Journal of Political Economy, v. 85, n. 5, p. 891-908, out. 1977.

SILVA, José Alderir da. **A política monetária nos governos Lula e Dilma.** Revista de Economia da UEG, v. 13, n. 2, p. 25-42, jul./dez. 2017.

SICSÚ, João. **Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias.** Revista de Economia Política, v. 22, n. 1 (89), p. 24-35, jan./mar. 2002.

SNOWDON, Brian; VANE, Howard R. **Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State.** Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

STIGLITZ, Joseph. Fala proferida no seminário "**Estratégias de Desenvolvimento Sustentável para o Século XXI**". 20 mar. 2023. Disponível em: [Joseph Stiglitz da ICRICT participa do debate sobre Desenvolvimento Sustentável do BNDES.](#)

TRADING ECONOMICS. **Brazil Full Year GDP Growth.** Disponível em: <https://pt.tradingeconomics.com/brazil/full-year-gdp-growth>. Acesso em: 11 fev. 2025.

VELOSO, Gilberto de Oliveira et al. **A Curva de Phillips: Uma análise da economia brasileira de 2002 a 2012.** Revista Economia & Tecnologia, Curitiba, v. 9, n. 2, p. 5-19, abr./jun. 2013.

WALSH, Carl E. **Resenha de: WOODFORD, Michael. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy.** Princeton: Princeton University Press, 2003. *Macroeconomic Dynamics*, v. 9, p. 462–468, 2005.

WEISS, Maurício Andrade; SAMPAIO, Adriano Vilela. **Inflação brasileira a partir do advento da pandemia e as limitações do regime de metas de inflação: uma abordagem pós-keynesiana.** *Cadernos do Desenvolvimento*, v. 17, n. 33, p. 130-172, set./dez. 2022.

WOODFORD, Michael. **Macroeconomic Analysis Without the Rational Expectations Hypothesis.** *Annual Review of Economics*, v. 5, p. 303-346, 2013.