

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Daniel César Stumm

INFLAÇÃO:
ORIGENS E ABORDAGENS TEÓRICAS

Santa Maria, RS
2023

Daniel César Stumm

**INFLAÇÃO:
ORIGENS E ABORDAGENS TEÓRICAS**

Trabalho de Conclusão apresentado ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof^o Dr. Júlio Eduardo Rohenkohl

Santa Maria, RS
2023

Daniel César Stumm

INFLAÇÃO:
ORIGENS E ABORDAGENS TEÓRICAS

Trabalho de Conclusão apresentado ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para obtenção do título de **Bacharel em Ciências Econômicas**.

Aprovada em 07 de dezembro de 2023:

Júlio Eduardo Rohenkohl, Dr.º em Desenvolvimento Rural (UFSM)
(Presidente/Orientador)

Rita Inês Paetzhold Pauli, Dr.ª em Ciências Econômicas (UFSM)

Irina Mikhailova, Dr.ª em Economia (UFSM)

Santa Maria, RS
2023

RESUMO

INFLAÇÃO: ORIGENS E ABORDAGENS TEÓRICAS

AUTOR: Daniel César Stumm

ORIENTADOR: Profº Dr. Júlio Eduardo Rohenkohl

Historicamente, a inflação tem sido motivo de controvérsia entre os economistas, especialmente, no que diz respeito ao papel da moeda nesse processo. Assim, a pesquisa tem por objetivo identificar as causas de inflação para as abordagens teóricas convencional/neoclássica e pós-keynesiana, assim como, compreender suas respectivas sugestões contra o aumento geral do nível de preços. Identificou-se que enquanto a perspectiva convencional esteve historicamente atrelada à Teoria Quantitativa da Moeda e, assim, entende a inflação como um fenômeno monetário que implica excesso de demanda, para a análise pós-keynesiana os surtos inflacionários surgem, em geral, na estrutura de oferta da economia, podendo ser identificadas sete origens. O motivo dessa distinta compreensão decorre, principalmente, da admissão - ou não - da neutralidade da moeda. Entendendo a moeda como neutra, os teóricos neoclássicos recomendam o aumento da taxa de juros para combater a inflação. Por outro lado, os pós-keynesianos - contrários à neutralidade da moeda - recomendam instrumentos específicos para cada tipo de inflação e entendem o aumento da taxa de juros como um remédio generalizado para um sintoma localizado, dessa forma, limitando o potencial de crescimento das economias.

Palavras-chave: inflação, moeda, política monetária, taxa de juros, pós-keynesianismo.

ABSTRACT**INFLATION: ORIGINS AND THEORETICAL APPROACHES**

AUTHOR: Daniel César Stumm

ADVISOR: Prof^o Dr. Júlio Eduardo Rohenkohl

Historically, inflation has been a reason for controversy between economists, especially talking about the role of money in this process. Therefore, the research aims to identify the causes of inflation in the conventional/neoclassical and post-keynesian theoretical approaches as well as to comprehend its respective suggestions against the rise of general price-level. It has been identified that the conventional perspective has been historically connected to the Quantity Theory of Money and it understands that inflation is a monetary phenomenon that implies in demand excess. To the post-keynesian analysis the inflationary outbreaks arise in general in the economy supply structure, being possible to identify seven origins. The motive of this distinctive comprehension occurs mostly in the admission - or not - of monetary neutrality. Understanding the money as neutral, the neoclassical theoreticals recommend the rise of interest rates to fight inflation. On the other hand, the post-keynesians - contrary to the money neutrality - recommend specific instruments to each kind of inflation and understand the rise of interest rates as a generalized medicine to a local symptom, thus limiting the economy's potential growth.

Keywords: inflation, money, monetary policy, interest rates, post-keynesianism.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	7
2. MÉTODO.....	11
3. A ABORDAGEM NEOCLÁSSICA DA INFLAÇÃO.....	13
3.1 OS ANTECEDENTES CLÁSSICOS DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA.....	13
3.2 A FORMALIZAÇÃO DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA.....	15
3.3 O MONETARISMO.....	19
3.4 O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO.....	23
4. A ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA DA INFLAÇÃO.....	31
4.1 A ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO DE KEYNES.....	31
4.2 A INFLAÇÃO E A TAXA DE JUROS PARA OS PÓS-KEYNESIANOS.....	36
5. COMPARAÇÃO ENTRE AS ABORDAGENS MACROECONÔMICAS.....	43
6. CONCLUSÕES.....	48
BIBLIOGRAFIA.....	50

1. INTRODUÇÃO

A inflação é definida pelo Banco Central do Brasil (2023) como “o aumento dos preços de bens e serviços, que implica a diminuição do poder de compra da moeda”. Ademais, essa elevação do nível de preços ocorre de forma geral e é contínua no tempo, ou seja, não se manifesta em um único produto, nem possui caráter esporádico (Luque; Vasconcellos, 2006). Para além da definição, no entanto, diferentes são os impactos do aumento geral do nível de preços nos distintos estratos da população e variadas foram as experiências históricas nacionais com o aumento geral do nível de preços. Ademais, distintas são as controvérsias entre os economistas no que tange a essa temática.

No contexto inflacionário vivido pelos nascentes Estados Unidos da América, entre 1673 e 1682, Galbraith (1982, p. 12) indica que “não pela última vez, a inflação exerceu um efeito particular sobre a distribuição de renda. Perdas dos assalariados, constituíam ganhos dos capitalistas que recebiam os preços altos e crescentes”. Já em relação à moeda, a proibição de emissão de papel-moeda era motivo de fortes tensões entre a metrópole inglesa e a colônia americana. A título de exemplo da mentalidade monetária americana da época, em 1736, Benjamin Franklin - um dos *founding fathers* de maior destaque - pediu desculpas ao público de seu jornal pelos atrasos nas entregas. Sua justificativa era de que estava “usando a prensa para o bem público, tornando o dinheiro mais abundante” (Galbraith, 1983, p. 58). Percebe-se, assim, que a emissão monetária naquele momento carecia de centralização, assim como, de regulação de quantidades, culminando no fato dúbio de que

[...] os Estados Unidos surgiram não numa maré de inflação, mas de hiperinflação
[...] O que é certo, porém, é que não havia qualquer alternativa” (Galbraith, 1983, p. 65).

No que diz respeito à emissão monetária e à revolução, Galbraith (1983) identifica na França, situação semelhante à verificada nos EUA. A Revolução Francesa teria sido possibilitada pelos *assignats* - papel-moeda lastreado nas terras francesas. Em 1789, o governo autorizou a emissão de *assignats* em valor equivalente a 400 milhões de libras, com o objetivo de liquidar a dívida pública, estimular a indústria e gerar melhor aproveitamento das terras agricultáveis. Nesse sentido, “se os cidadãos franceses tivessem sido obrigados a agir segundo os cânones financeiros convencionais, não poderiam ter agido, e tampouco os americanos [...]” (Galbraith, 1983, p. 67).

Perpassando séculos, a Alemanha viveu no período posterior à Primeira Guerra Mundial uma das experiências inflacionárias históricas mais dramáticas. Obrigada a pagar

vultosas indenizações decorrentes do Tratado de Versalhes - que estabeleceu a paz e impôs a culpa e os custos da guerra aos alemães - a Alemanha verificou, a partir de 1921, o que se convencionou chamar de hiperinflação. Enquanto em 1921, o nível de preços estava 35x (vezes) superior ao ano base de 1913, em 1922 esse número aumentou para 1.475x e em 1923 para 1.422.900.000.000x (1 trilhão, 422 bilhões e 900 milhões de vezes). “Em 20 de novembro de 1923 [...] foi declarado que o velho marco não tinha mais valor como dinheiro” (Galbraith, 1983, p. 168).

O Brasil, por sua vez, conviveu com a inflação crônica em boa parte da sua história, pelo menos no período após 1850, para o qual constam dados confiáveis (Contador, 1989). Entre as décadas de 1950 e 80, especialmente, essa inflação foi concomitante a um vigoroso processo de crescimento econômico, levantando debates em torno da sua “funcionalidade” para a industrialização contrapostos à ideia de que essa se deu apesar das distorções causadas pelo aumento do nível de preços (Carvalho, 1990; Contador, 1989). Ao longo da década de 80, no entanto, com a aceleração da inflação para patamares até então nunca vivenciados pela economia brasileira - que culminaram em uma hiperinflação na virada da década (média de 1321,27% a.a. entre 1990 e 1994) - solucionar a questão inflacionária tornou-se o objetivo principal de economistas e governantes (Gremaud, 2016). Solução, por conseguinte, que viria a ser alcançada por meio do Plano Real.

No âmbito das Ciências Econômicas, por sua vez, a evolução do pensamento em economia monetária esteve atrelada às distintas experiências históricas e às dificuldades reais enfrentadas pelos formuladores de políticas econômicas, buscando conter pressões inflacionárias e deflacionárias (Carvalho, 2015). Evolução essa que não ocorreu sem controvérsias, especialmente, na forma como os economistas entendem a moeda na economia e, conseqüentemente, como se dá (ou não) a relação desta com o aumento geral do nível de preços, a taxa de juros e o crescimento econômico. Mais precisamente, o seio dos debates dá-se a partir da capacidade da moeda exercer efeito sobre as variáveis reais da economia, vide o consumo, investimento, nível de emprego e o produto. Em outras palavras, trata-se de admitir ou não, a neutralidade da moeda (Lopes, Mollo e Colbano, 2012).

Em termos históricos, a evolução do pensamento econômico acerca do efeito da moeda nas variáveis reais esteve situada em torno da evolução e das críticas à Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Conforme Friedman (1989)

Uma coisa é certa: a teoria quantitativa da moeda continuará a provocar acordos, controvérsias, repúdios e análises científicas, bem como continuará a desempenhar

seu papel na política governamental durante o próximo século, como o fez nos últimos três (Friedman, 1989, p. 36).

De modo geral, a TQM correlaciona a quantidade de moeda em circulação na economia ao nível de preços e para chegar a essa conclusão pressupõe, entre outras coisas, que a moeda seja neutra (Lopes; Mollo; Colbano, 2012). John Maynard Keynes, por sua vez, adquiriu papel central na crítica à TQM:

O ponto central da crítica de Keynes à TQM se refere à sua hipótese básica de que a economia funciona à plena capacidade, o que ficou demonstrado ser falso na Grande Depressão de 1930. Se a economia não opera no pleno emprego, isto implica que variações na quantidade de moeda podem drenar o produto e o emprego antes de afetarem os preços. Como não há forças econômicas que assegurem por si mesmas o pleno emprego dos fatores, Keynes inverte as hipóteses da TQM, considerando que possam ocorrer variações no nível da renda e do produto e que preços e salários podem ser rígidos devido a fatores institucionais, como a ação dos sindicatos e a administração de preços. Para ele, o nível de preços deve refletir mais o custo de produção do que a variação da quantidade de moeda (Corazza, 2007, p. 5).

Contemporaneamente, enquanto que o novo consenso de política monetária entende a moeda como neutra no longo prazo - pressuposto herdado da TQM - para os pós-keynesianos - herdeiros da crítica à TQM de Keynes - a moeda tem papel fundamental na determinação do investimento, através da preferência pela liquidez (Lopes; Mollo; Colbano, 2012; Corazza, 2007). Essa compreensão distinta da moeda, por conseguinte, implica entendimentos diferentes da inflação, suas causas, formas de mitigação e/ou tratamento.

A regra convencional de política monetária adotada pelo BACEN indica que na existência de pressões inflacionárias, a autoridade monetária deve responder com aumento da taxa de juros (Sicsú, 2007). Esse aumento da taxa de juros impacta, no curto prazo, o consumo, as decisões de investimento, o nível de desemprego, a dívida pública e a distribuição de renda, entre outros. Ademais, conforme Lopes, Mollo e Colbano (2012) apontam, a taxa de juros presente pode afetar o produto potencial da economia, ou seja, as perspectivas de crescimento para o futuro. Dessa forma, discutir inflação e as consequências da política monetária, não é trivial. Seus desdobramentos têm impacto tanto no Brasil atual, como nas suas perspectivas de desenvolvimento econômico.

Diante do contexto histórico e econômico abordado, a presente monografia busca explorar distintas compreensões do processo inflacionário e responder ao seguinte problema: quais são as causas e formas de tratamento da inflação? Para tal, são contrapostos, tanto os aspectos e pressupostos teóricos a partir dos quais derivam as conclusões dos economistas, assim como, as consequências práticas das medidas adotadas no tratamento da inflação. Conforme Corazza (2007, p. 8), “uma teoria monetária não é apenas uma teoria da moeda,

mas inclui uma determinada concepção de economia”. Assim, propõe-se o estudo de duas correntes do pensamento econômico, tanto a convencional - que entendendo a inflação como um fenômeno de demanda, recomenda extensivamente a elevação da taxa de juros como resposta ao aumento do nível de geral de preços da economia - assim como, a corrente pós keynesiana - que enxerga a inflação de forma multifacetada, relacionada à estrutura de oferta da economia, grau de concorrência, fatores externos, entre outros (Sicsú, 2007).

Para a definição do que seria a economia convencional, adota-se o conceito de “saber convencional”, elaborado por Galbraith (1987). Esse saber convencional seriam as ideias aceitáveis, que são utilizadas frequentemente pelos indivíduos, gerando um ambiente de estabilidade. No que tange às Ciências Econômicas, por sua vez,

“[...] os escritores clássicos britânicos, sua releitura neoclássica e, mais recentemente, a síntese que incorporou algumas ideias atribuídas a Keynes, proporcionam uma base interpretativa amplamente compartilhada da vida econômica e social. Galbraith (1987) denomina este substrato econômico do saber convencional de *tradição econômica central*. Ao aderir a ela, a maioria dos indivíduos encontra o sossego de partilhar de ideias de eruditos” (Ripka; Krauser; Rohenkohl, 2017, p. 4).

Para a definição do que seria o pós-keynesianismo, Carvalho (1991, p. 15) utiliza a noção de “leituras da obra de Keynes não-neoclássicas”. Nesse contexto, no entanto, poderiam ser identificados três grupos distintos. No primeiro grupo - conhecido como a tradição do crescimento econômico - se destacaram autores como Roy Harrod, Nicholas Kaldor, Joan Robinson e Luigi Pasinetti. Já o segundo - que relaciona deficiências de demanda efetiva com o modelo de preços de Piero Sraffa, sendo assim conhecido como sraffiano - ficou especialmente conhecido nas obras de Pierangelo Garegnani e John Eatwell. Por fim, uma terceira corrente seria aquela que possui interesse especial pelas variáveis monetárias, sendo assim, a abordagem pós-keynesiana a ser utilizada ao longo desta pesquisa. Os autores mais conhecidos que aprofundam a noção de Keynes de “economia monetária de produção” seriam Paul Davidson, Jan Kregel, Hyman Minsky, Victoria Chick e Sidney Weintraub (Carvalho, 1991).

Dessa forma, o objetivo geral da pesquisa é identificar as causas da inflação e as medidas para evitá-la e combatê-la segundo as abordagens econômicas convencional (clássica, neoclássica e sínteses) e pós-keynesiana. Ademais, somam-se como objetivos específicos comparar as definições de moeda da teoria convencional e da abordagem pós-keynesiana, e identificar os causadores de inflação segundo cada uma das duas abordagens teóricas referidas, assim como, apresentar como se deu a evolução dessas compreensões.

De modo geral, entende-se que lançar luz aos pressupostos teóricos da economia convencional comparativamente à abordagem pós-keynesiana, pode permitir a compreensão da inflação de modo a minimizar os impactos sociais e econômicos decorrentes do seu tratamento.

Por fim, em relação à sua estrutura, a monografia é dividida da seguinte forma. Além dessa introdução, no segundo capítulo é abordado o método da pesquisa. Já no terceiro e quarto capítulos são apresentadas, respectivamente, as duas vertentes teóricas, especialmente, as suas respectivas compreensões sobre a moeda e em relação às origens e formas de tratamento da inflação. Por sua vez, na quinta parte, são construídos quadros comparativos e sumarizadas as diferenças entre as teorias, assim como, apresentada a linha do tempo de evolução das abordagens. Por fim, são apresentadas as conclusões e as referências bibliográficas utilizadas na construção do trabalho.

2. MÉTODO

Tendo em vista os objetivos da monografia, é utilizado como método de pesquisa a comparação entre as proposições de duas abordagens teóricas macroeconômicas no que se refere ao papel da moeda na economia e às causas e consequências de processos inflacionários. Segundo Fachin (2005), o método comparativo

Consiste em investigar coisas ou fatos e explicá-los segundo suas semelhanças e suas diferenças. Geralmente, o método comparativo aborda duas séries ou fatos de natureza análoga, tomados de meios sociais ou de outra área do saber, a fim de se detectar o que é comum a ambos. [...] Permite a análise de dados concretos e a dedução de semelhanças e divergências de elementos constantes, abstratos e gerais, propiciando investigações de caráter indireto. (Fachin, 2001, p. 40)

Para a operacionalização da comparação, por sua vez, são combinados procedimentos de revisão bibliográfica narrativa (ou tradicional) com a construção de quadros comparativos entre as proposições das teorias. A revisão bibliográfica narrativa, de acordo com Pais Ribeiro (2014, p. 676)

É uma revisão qualitativa que fornece sínteses narrativas, compreensivas, de informação publicada anteriormente. [...] Constituem instrumentos educativos úteis dado juntarem muita informação num formato legível, e apresentarem uma perspectiva alargada do tópico em revisão. São estudos apropriados para descrever e discutir o desenvolvimento ou o "estado da arte" de um determinado assunto, tanto do ponto de vista teórico como do ponto de vista contextual.

Ao diferenciar a revisão narrativa da sistemática, Pais Ribeiro (2014, p. 677) indica que enquanto a revisão sistemática “procura respostas específicas aprofundadas para questões com frequência muito restritas”, a revisão narrativa “foca um conjunto alargado de questões relacionadas com um tópico específico (em vez de abordar uma questão específica em profundidade)”. Dessa forma, tendo por tópico a inflação e as questões relacionadas a ela, anteriormente apresentadas, a revisão narrativa torna-se ideal para a realização desta monografia. Ademais, esse tipo de revisão, além de ser adequado para a fundamentação de artigos, teses, dissertações e trabalhos de conclusão, caracteriza-se por não esgotar as fontes bibliográficas relacionadas à temática, não sendo necessária a aplicação de métodos sistemáticos de avaliação e seleção de trabalhos (UNESP, 2015). Assim, permite ao autor maior liberdade na escolha e interpretação crítica das informações obtidas.

Em relação aos procedimentos a serem realizados, Souza *et al* (2021) aponta seis passos para a realização da revisão narrativa: 1) a escolha do tema; 2) busca na literatura; 3) seleção de fontes; 4) leitura transversal; 5) redação; 6) referências, os quais são seguidos..

Ademais, a fim de possibilitar melhor sistematização das informações obtidas por meio da revisão realizada, pretende-se - a partir do estabelecimento de categorias comuns entre as correntes econômicas analisadas - realizar a criação de quadros comparativos, entendidos como

um esquema que nos permite comparar e contrastar diferentes elementos em relação a duas ou mais categorias similares sobre determinado tema. [...] Os quadros comparativos ajudam a organizar e facilitar a identificação de características semelhantes ou destoantes. Em outras palavras, trata-se de uma técnica que facilita a compreensão de um assunto por meio da visualização esquemática das informações. [...] Por isso, o quadro comparativo é uma interessante ferramenta que nos permite organizar as teorias em seus principais conceitos [...], de forma que possamos visualizá-las e diferenciá-las com maior facilidade (Modenuti, 2019, p. 1).

Quadro 1 - Conceitos seleccionados para comparação

	Economia convencional			Economia keynesiana
	TQM Clássica	Monetarismo	Novo Consenso Macroeconômico	Pós-keynesianos
Concepção de moeda				
Neutralidade da moeda				
Demanda por moeda				
Oferta de moeda				
Origens da inflação				
Tratamento da inflação				
Regras X Discricionariiedade				
Expectativas				

Fonte: Elaboração própria

No Quadro 1 são apresentadas as abordagens a serem comparadas, assim como, os conceitos que efetivam essa comparação. A escolha dos conceitos se deu a partir da revisão narrativa, por meio da qual foi possível identificar as categorias principais que diferenciam as abordagens econômicas apresentadas e, por conseguinte, embasam suas respectivas interpretações da inflação. Em relação à moeda, verificou-se, inicialmente, que a sua concepção implica em assumir ou não a sua neutralidade, seja no curto ou no longo prazo. A assunção da neutralidade, por sua vez, acarreta que a inflação manifesta-se, essencialmente,

como um fenômeno monetário, enquanto a sua negação resulta no impacto da política monetária sobre as variáveis reais da economia. Para tal compreensão, é decisivo o fato da demanda do público por moeda ser constante ou variável, assim como, a sua elasticidade. A oferta por moeda, por conseguinte, quando considerada como exógena equivale a entender que a autoridade monetária possui total controle sobre a quantidade de moeda em circulação e, assim, sobre a inflação, o que não ocorre quando admitidos componentes endógenos nesse processo. Ademais, a identificação das origens da inflação e sua relação - ou não - com a moeda, geram formas de tratamento correspondentes às suas causas. Assim, a identificação de origens distintas acarreta medidas também diferentes de combatê-la - ou evitá-la. Por outro lado, a forma como se considera que as expectativas dos agentes são formadas, implica em maior ou menor capacidade da autoridade monetária em influenciá-las, tal como, na escolha pelo uso de regras ou de discricionariedade para que a política monetária cumpra com o que se propõe. Por fim, foi possível observar evoluções em determinadas compreensões, de modo que as abordagens são subdivididas de modo a facilitar a observação desses desenvolvimentos.

3. A ABORDAGEM CONVENCIONAL DA INFLAÇÃO

3.1 OS ANTECEDENTES CLÁSSICOS DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA

Segundo Marques (1987), a TQM (Teoria Quantitativa da Moeda) que indica, de modo geral, que a taxa de variação do nível de preços seria proporcional ao aumento dos meios de pagamento, é uma das mais antigas teorias de inflação. Já no século XVI, Jean Bodin - filósofo e jurista francês - em explicação sobre o processo inflacionário vivido pela França à época, indicava ser a maior quantidade de ouro disponível no país o principal fator causador da inflação (CORAZZA; KREMER, 2003). Assim como nesse primeiro exemplo, a evolução do pensamento econômico em economia monetária nos períodos seguintes esteve atrelada às dificuldades reais enfrentadas pelos formuladores de políticas econômicas, especialmente, com o objetivo de evitar pressões inflacionárias e deflacionárias (Carvalho, 2015).

Em obra de 1752, David Hume foi um dos pioneiros ao relacionar variáveis reais e monetárias (Marques, 1987). Sua teorização baseava-se ainda em uma moeda puramente metálica e no processo de industrialização em aceleração e argumentava que

É verdade que a indústria tem-se incrementado em todas as nações da Europa desde o descobrimento das minas na América [...] e isto pode ser atribuído, entre outras razões, ao aumento do ouro e da prata. Assim, pois, vemos que em um reino onde começa a fluir dinheiro em maior abundância do que antes, tudo muda; o trabalho e a indústria se avivam; o comerciante se torna mais empreendedor, e até o agricultor maneja o seu arado com maior entusiasmo e atenção [...]. Para explicar este fenômeno devemos considerar que ainda que o novo preço alto das mercadorias é uma consequência necessária do aumento do ouro e da prata, tal aumento não ocorre de imediato [...] A princípio não se percebe nenhuma alteração; gradualmente os preços vão subindo, primeiro o de algumas mercadorias, logo o de outras, até que o total alcança a proporção de aumento apropriada à nova quantidade de dinheiro que há no reino. Em minha opinião, é somente no intervalo, no período intermediário entre a aquisição do dinheiro e o aumento dos preços, que o aumento na quantidade de ouro e prata favorece a indústria (Hume, 1752, *apud* Carvalho, 2015, p. 27).

Diante desse escrito, Carvalho (2015) argumenta que as elaborações de Hume vão além da relação simplista e proporcional entre o aumento da quantidade de moeda em circulação e o nível de preços. Ou seja, no curto prazo variações no nível de moeda em circulação poderiam estimular a atividade econômica, enquanto a TQM seria uma condição de longo prazo.

Ao final do século XVIII e início do século seguinte, os debates relacionando emissão monetária, nível de preços e atividade econômica intensificaram-se, especialmente, na Inglaterra e em decorrência dos esforços de guerra contra a França (Carvalho, 2015). Em

1797, com as necessidades de emissão monetária e criação de crédito decorrentes das guerras, o Banco da Inglaterra rompeu com o lastro automático entre as notas bancárias e os metais preciosos - que mantinham a oferta de moeda na economia limitada. Esse fato, somado à desvalorização da libra esterlina em relação ao ouro na primeira década do século XIX, deu origem a uma longa controvérsia, conhecida como “controvérsia bullionista”. Por um lado, os bullionistas, dentre os quais estavam David Ricardo, Henry Thornton e Thomas Malthus, argumentavam que a depreciação da libra decorria de uma política inflacionária do Banco da Inglaterra, que teria emitido papel-moeda em excesso. Assim, propunham o retorno à conversibilidade do papel-moeda em ouro. A conversibilidade, ao limitar as emissões, restauraria a estabilidade do nível de preços e do câmbio. Os anti bullionistas, por sua vez, lotados em grande parte no Banco da Inglaterra e no gabinete inglês, entendiam que a desvalorização era circunstancial e decorria, concomitantemente, das inevitáveis despesas externas com a guerra e da queda das exportações inglesas naquele momento. Ademais, indicavam a impossibilidade das notas serem emitidas em nível superior às necessidades dos tomadores de crédito, tendo em vista que só tomariam emprestado o que seria lucrativo aos seus negócios (Carvalho, 2015).

As divergências do período, no entanto, não se restringiam à simples dicotomia bullionista. Thornton e Ricardo, ambos identificados como “bullionistas”, discordavam em relação à capacidade da moeda de gerar efeitos no produto real (Carvalho, 2015). Por um lado Thornton, banqueiro e parlamentar inglês, argumentava que, no curto prazo, variáveis monetárias poderiam afetar variáveis reais e vice-versa. O sistema de crédito e a emissão de moeda, por exemplo, cresceriam a partir do crescimento dos negócios de forma que a emissão de notas por parte do Banco da Inglaterra deveria se dar de forma discricionária, adaptando-se às condições da economia. Ricardo, por sua vez, negava que o aumento das notas poderia gerar algum efeito sobre a produção, defendendo regras que limitassem o crédito a funcionar assim como funcionava o dinheiro metálico.

Ademais, as controvérsias citadas tiveram desdobramentos posteriores. Iniciada nos anos 20 do século XIX, a oposição entre as Escolas do Meio Circulante, Bancária e dos Bancos Livres, expôs distintas compreensões acerca do monopólio da emissão de moeda e da necessidade de regras, ou não, para a oferta de moeda (Carvalho, 2015). Enquanto as escolas do Meio Circulante - com inspirações em Ricardo - e a Bancária - influenciada por Thornton - argumentavam em favor do monopólio de emissão de moeda por parte do Banco Central a fim de assegurar a estabilidade financeira da Nação, impedindo a emissão excessiva de moeda, a escola dos Bancos Livres defendia que somente a livre concorrência bancária garantiria a

estabilidade monetária. Para os adeptos dessa última corrente, a estratégia competitiva dos bancos requer a confiança do público nas emissões, de modo que não haveria oferta de moeda em demasia e seriam dispensáveis regras para regulá-la. Sobre a necessidade de regras para regular a oferta monetária, a Escola Bancária tinha posição semelhante à dos Bancos Livres, argumentando que o volume de notas em circulação dependeria da demanda, aumentando em períodos de aquecimento da atividade produtiva e diminuindo quando da desaceleração. Nesse contexto, expansões monetárias só ocorreriam de forma efêmera, pois as notas retornariam aos bancos no momento do pagamento dos empréstimos. Já para os adeptos do meio circulante, a estabilidade financeira só seria alcançada por meio da limitação da emissão monetária às flutuações das reservas de ouro, no que ficou conhecido como “padrão-ouro”.

O resultado da série dos debates anteriores foi a promulgação da Lei Bancária de 1844, que adotava o “padrão ouro” e estabelecia o monopólio de emissão de moeda para o Banco da Inglaterra. Na prática, no entanto, Carvalho (2015) indica que a operacionalização do modelo era possível pelos elevados superávits comerciais ingleses e, mesmo assim, em períodos de pânico, emissões fiduciárias eram permitidas a fim de conter os ânimos. Para esse momento, Galbraith (1983, p. 41) indica que “Ricardo triunfou em termos de princípio, mas perdeu somente por questões de necessidade prática”.

3.2 A FORMALIZAÇÃO DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA

A formalização da TQM, por sua vez, data do final do século XIX, e tem origem na obra de autores como Marshall, Fisher e Wicksell (Marques, 1987). Criada por Simon Newcomb, em 1885, mas popularizada por Irving Fisher no início do século XX, a primeira versão da TQM baseia-se na

identidade existente entre o total de pagamentos em moeda e o total de bens transacionados. Note-se que, em cada ato de compra e venda de um bem ou serviço qualquer, os pagamentos em moeda e o valor monetário dos bens e serviços trocados são iguais. Logo, o total de moeda paga nas transações é igual ao valor monetário total dos bens e serviços comprados (Corazza; Kremer, p. 68, 2003).

Assim, essa primeira versão ficou conhecida como “equação de trocas” - por destacar o papel da moeda como meio de troca - ou “equação de Fisher” e estabeleceu a seguinte equação:

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

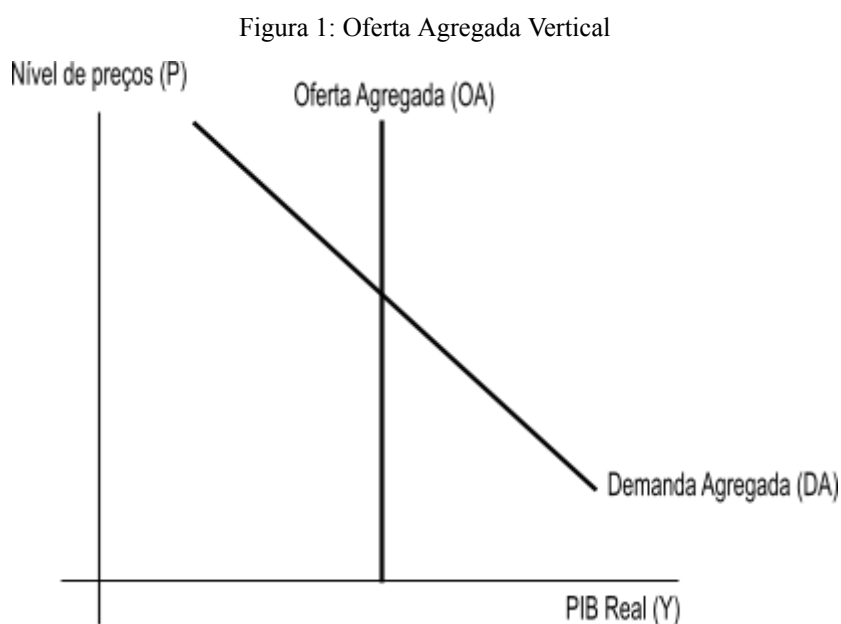
onde M corresponde ao estoque monetário, V é igual a velocidade de circulação da moeda, P é o nível geral de preços e T é a quantidade de transações físicas de bens e serviços. Assim, MV corresponderia ao total das transferências de moeda para pagamento e PT seria o total de transferências de bens e serviços (Corazza; Kremer, 2003).

Posteriormente, a fim de lidar com dificuldades estatísticas e conceituais de cálculo do volume de transações (T), James Angel, da Universidade de Columbia, desenvolveu a TQM na sua forma renda, substituindo T pelo Produto Interno Bruto (Y) e estabelecendo a equação:

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

onde Y seria o PIB real (Carvalho, 2015).

Como para os clássicos os preços seriam flexíveis tanto no curto como no longo prazo e a Lei de Say¹ sempre seria válida, o produto da economia seria aquele correspondente ao pleno emprego, ou seja, a curva de oferta agregada seria vertical, conforme Figura 1.



Fonte: Elaboração própria baseada em Gremaud *et al* (1997)

¹ Conforme Gremaud *et al* (1997, p. 97), o mundo da Lei de Say é aquele no qual a “oferta cria sua própria procura”. “De acordo com esta, toda a renda criada no processo de produção seria gasta, de forma a adquirir toda produção. Ou seja, não seria possível uma situação de insuficiência generalizada de demanda [...]. Para que a Lei de Say seja válida, considera-se que só haja demanda por moeda pelo motivo transação [...]. Toda a renda ganha pelas pessoas é gasta apenas na compra de bens e serviços. Ou seja, a Lei de Say não prevê demanda por moeda pelo motivo portfólio, já que não supõe algum tipo de especulação financeira”.

Ademais, supondo a velocidade de circulação da moeda (V) fixa no curto prazo devido a fatores institucionais, se estabelece a relação geral da TQM: variações na quantidade de moeda ofertada (M) apenas provocam alteração no nível de preços (P), sem qualquer efeito sobre o produto (Corazza; Kremer, 2003).

Para chegar à relação obtida, Corazza e Kremer (2003) enfatizam que as conclusões da TQM derivam das seguintes hipóteses:

- a) plena flexibilidade de preços, tanto de bens e serviços como de salários;
- b) o produto real das economias a preços constantes depende somente de fatores reais, a exemplo da qualidade e quantidade da mão de obra, o estoque de capital e o nível de tecnologia;
- c) a velocidade da moeda apresenta comportamento lento e previsível.

Se confirmadas as hipóteses, estaria configurada a dicotomia entre o lado real e o monetário da economia - mais conhecida como “dicotomia clássica” - segundo a qual a moeda seria neutra, sem efeitos sobre as variáveis reais, somente sobre o nível de preços. Dessa forma, a TQM indica como principal instrumento de combate à inflação o controle da oferta de moeda. Ou seja, a diminuição da quantidade de moeda em circulação reduziria o patamar inflacionário na mesma proporção e sem alterar o produto real da economia (Marques, 1987).

Outra abordagem da TQM, de fundamental importância para entender seus desenvolvimentos posteriores, conforme Carvalho (2015), é a abordagem dos saldos monetários, também conhecida como “equação de Cambridge”. Essa versão da TQM enfatiza a capacidade da moeda de ser a “residência temporária” do poder de compra, permitindo recebimentos e pagamentos em momentos distintos (Carvalho, 2015; Corazza; Kremer, 2003). É importante ressaltar, conforme Corazza e Kremer (2003), que a abordagem dos saldos monetários não considera a demanda especulativa por moeda proposta por Keynes, de forma que o papel destacado da moeda segue sendo o de facilitadora de trocas. Nesse contexto, a quantidade de moeda retida pelos agentes dependeria, em média, das suas respectivas rendas nominais e da mesma forma, para a economia como um todo. Assim, a demanda por moeda poderia ser considerada uma função da renda (Y), conforme a equação:

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

onde M corresponde à quantia desejada de moeda e k é a razão entre a oferta de moeda e a renda nominal e equivale ao inverso da velocidade da moeda (Carvalho, 2015;

Corazza; Kremer, 2003). Ademais, admite-se que k apresenta elasticidade-renda unitária e é independente da oferta de moeda.

Para o equilíbrio do mercado monetário, por sua vez, oferta e demanda de moeda precisariam se igualar, de modo que:

$$M = M_d = M_s \quad (4)$$

onde M_d corresponde à demanda por moeda e M_s é convencionada como a oferta monetária (Corazza; Kremer, 2003). Nesse contexto, considerando a Lei de Say válida, assim como, a velocidade de circulação da moeda (V) constante, a equação de Cambridge admite a causalidade entre oferta monetária e nível de preços. Essa conclusão, no entanto, só seria válida para o longo prazo, o que a diferencia da equação de trocas e das elaborações clássicas anteriores da TQM e, ao mesmo tempo, a aproxima da abordagem monetarista a ser desenvolvida posteriormente (Corazza; Kremer, 2003; Carvalho, 2015). Já as prescrições de política econômica não se distinguem, recomendando que o crescimento da disponibilidade de moeda deveria ser suave e acompanhar o crescimento da renda real.

Levando em consideração as evoluções da TQM até a equação de Cambridge, Corazza e Kremer (2003), assim como, Carvalho (2015), estabelecem cinco postulados básicos para que se chegue a conclusão de que o nível de preços é uma função da oferta de moeda, os quais:

- 1) proporcionalidade: o nível de preços varia na mesma proporção que o estoque de moeda na economia.
- 2) causalidade: aumentos da oferta de moeda são anteriores à subida geral do nível de preços, sendo a moeda a variável ativa e o nível de preços a variável passiva.
- 3) neutralidade: é válida a dicotomia clássica, segundo a qual, variáveis monetárias não possuem efeitos nas dimensões reais da economia, especialmente, no produto.
- 4) teoria monetária do nível de preços: o nível geral de preços varia somente devido a oscilações na oferta de moeda, não sendo a inflação causada por choques reais.
- 5) exogeneidade: a oferta de moeda é determinada pelas autoridades monetárias a partir da base monetária, ou seja, independe da quantidade demandada.

Em relação à validade do postulado (1), é necessária a aceitação das hipóteses de estabilidade na demanda por saldos reais ($\frac{M}{P}$), assim como, de invariabilidade da velocidade de circulação da moeda (V). Caso contrário, a proporcionalidade não se verificaria.

Já no que tange aos pressupostos (2) e (3), são identificadas diferenças relevantes na abordagem clássica da TQM e na abordagem de Cambridge. Para os clássicos, a neutralidade da moeda seria sempre válida, mesmo no curto prazo, e o processo de ajustamento entre a quantidade de moeda e o nível de preços seria instantâneo. Já para a abordagem dos saldos monetários, no curto prazo, a moeda teria efeitos nas variáveis reais e o ajuste se daria de forma dinâmica e defasada, restabelecendo o equilíbrio por duas vias. Pela via direta, com o aumento da oferta de moeda os saldos reais possuídos pelos agentes seriam maiores do que os desejados, de forma a aumentar o gasto com bens e serviços. Com o aumento do consumo e considerando a economia em pleno uso dos fatores de produção, os preços se elevariam até o ponto em que os saldos reais efetivos se iguallassem aos saldos desejados. Por sua vez, de forma indireta, o aumento da oferta de moeda implicaria a queda da taxa de juros - a qual se estivesse situada abaixo do nível de retorno médio do investimento em capital fixo - estimularia o aumento do investimento agregado e levaria ao aumento do nível de preços.

Por fim, em relação ao postulado (4), o seu surgimento decorre do fato de que o postulado (3) é condição necessária, mas não suficiente para a determinação do nível de preços. Choques reais, a exemplo das quebras de safra, alterariam somente os preços relativos, mas o resultado seria um jogo de soma zero, de modo que o nível geral de preços permaneceria inalterado. Assim, alterações no nível geral de preços só aconteceriam se sancionadas por variações na oferta de moeda.

3.3 O MONETARISMO

Em suas versões clássicas, a TQM caiu em descrédito durante o período da Grande Recessão, iniciada em 1929 (Marques, 1987). Esse descrédito se deu pela percepção de que a renda nominal apresentou queda muito superior aos meios de pagamento, assim como, verificou-se a instabilidade da velocidade de circulação da moeda (Souza *et al*, 2020; Marques, 1987). Em meados da década de 50, no entanto, com o ressurgimento das preocupações com a inflação, a TQM adquiriu nova roupagem, especialmente, através da obra de Milton Friedman. Para Marques (1987), a diferença mais marcante entre a abordagem

clássica e a moderna da TQM - mais conhecida como monetarismo - diz respeito à neutralidade da moeda:

Enquanto os neoclássicos pregavam a dicotomia entre o setor real e o setor monetário, o que impossibilitava estimular a economia através da política monetária, mas, em contrapartida, eliminava a crise de estabilização, os quantitativistas modernos acreditam que apenas a longo prazo a taxa de inflação será igual à taxa de expansão monetária. Neste caso, a moeda afeta transitoriamente o nível de atividade econômica (Marques, 1987, p. 90).

Por sua vez, Corazza e Kramer (2003), assim como, Carvalho (2015), destacam que a abordagem monetarista da TQM representa uma retomada, em bases mais sólidas, da abordagem de Cambridge. Essa retomada materializa-se, especialmente, pela compreensão de que a TQM é, em primeiro lugar, uma teoria de demanda por moeda, não do nível de preços ou do produto (Friedman, 1956). Ademais, a moeda é destacada como um ativo, uma das possibilidades de alocação de portfólio dos agentes.

A visão monetarista trata a moeda como um ativo que rende um fluxo particular de serviços para o seu possuidor e dependente de valores permanentes da riqueza, da renda e da taxa de juros. O tratamento dado à demanda por moeda é similar à demanda por estoque de outros ativos. Em particular, a demanda por moeda depende do volume de transações, das frações da renda e da riqueza que o público deseja manter sob a forma de saldos monetários e dos custos de oportunidade de reter moeda em vez de outros ativos que produzem juros, como ativos financeiros, ativos físicos (bens de consumo duráveis, entre outros) etc. Neste modelo, é aceita a substitutibilidade da moeda em relação a um conjunto de alternativas (Carvalho, 2015, p. 79).

Além disso, admitindo que o importante para os agentes é a quantidade real de moeda (M/P), não a quantidade nominal (M), a função demanda por moeda - mais precisamente, por saldos monetários reais - é estabelecida da seguinte forma:

$$\frac{M}{P} = f\left(w, R_a, R_b, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, y, u\right) \quad (5)$$

na qual M é o estoque de moeda, P é o nível de preços, w a relação entre riqueza humana e não humana, R_a a taxa de retorno esperada dos ativos de renda fixa, R_b a taxa de retorno esperada dos ativos de renda variável, $\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$ a taxa esperada de variação dos preços dos bens, y a renda permanente e u os gostos e preferências que podem afetar a utilidade da demanda por moeda (Carvalho, 2015).

Nesse ponto, avalia-se que o importante não é explicar o significado específico de cada uma dessas variáveis que afetam a demanda por moeda, mas sim, explicitar que a

equação (5) é a equação $M = kPY$ em uma forma expandida. São acrescentadas variáveis antes não consideradas, em especial, a renda permanente - que seria uma boa aproximação da riqueza dos agentes e a principal determinante da demanda por saldos reais (Carvalho, 2015; Corazza; Kremer, 2003). O k , por sua vez, embora não seja mais considerado fixo, seria uma função estável das variáveis que determinam a demanda por moeda, de modo que a velocidade de circulação da moeda seria previsível, ainda que não fosse constante (Carvalho, 2015). Assim, as conclusões monetaristas são muito semelhantes às abordagens anteriores da TQM, especialmente à de Cambridge:

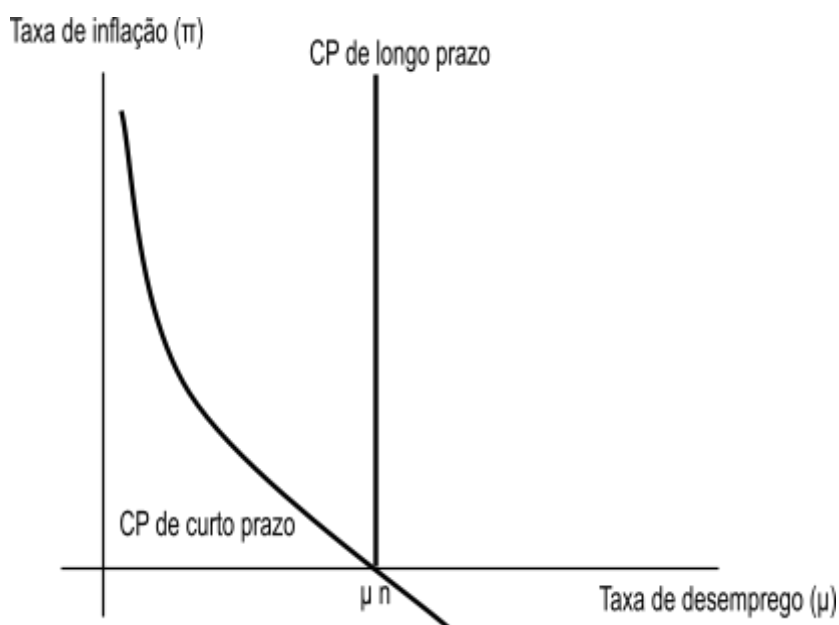
Mesmo que os monetaristas discordem dos economistas clássicos no que tange ao axioma da proporcionalidade, ambas as escolas advogam o mesmo princípio de política monetária. A de que a expansão na oferta monetária deva ser igual à taxa de crescimento do produto real, para evitar aumento no nível geral de preços. A discordância sobre o axioma da proporcionalidade surge, pois a Escola Clássica supõe existir uma estabilidade perfeita da demanda por saldos reais, isto é, qualquer expansão na oferta monetária é imediatamente repassada para o nível geral de preços. Já a Escola Monetarista aceita o fato de que a demanda por saldos reais não seja perfeitamente estável no curto prazo - ainda que sua variância seja muito pequena, e, em consequência disto, o processo de ajustamento temporal não seja imediato, e sim dinâmico (Corazza; Kremer, p. 82, 2003).

Nesse contexto de ajustamento dinâmico, políticas de expansão monetária poderiam reduzir a taxa de desemprego somente de forma temporária (Carvalho, 2015). Para justificar esse fenômeno, Friedman e Phelps apresentaram uma alternativa crítica à Curva de Phillips da síntese neoclássica² - que apontava para um *trade-off* estável entre a taxa de inflação e o desemprego - argumentando que o seu erro teórico era não realizar a diferenciação entre salários nominais e reais. Para tal, Friedman e Phelps, desenvolvem a ideia de uma “taxa natural de desemprego”, que estabilizaria o mercado de trabalho e a produção e na qual o desemprego seria somente friccional e voluntário (Neves; Oreiro, 2006). Essa taxa, por sua vez, seria determinada por fatores reais, a exemplo do desenvolvimento tecnológico e da disponibilidade de recursos naturais (Corazza, 2007). No curto prazo, no entanto, emissões monetárias poderiam levar os empresários a ofertarem salários nominais superiores que, por sua vez, ocasionariam o aumento da oferta de mão de obra - devido à ilusão monetária. Esse aumento dos salários nominais, porém, seria acompanhado de aumentos nos preços e a

² A curva de Phillips tem sua origem na obra do economista neozelandês Alban William Housego "Bill" Phillips, a partir de uma análise empírica do Reino Unido, entre os anos de 1861 e 1957 (Marques, 1987). Nesse contexto, Phillips observou que a taxa de variação dos salários nominais (W) teve sentido inverso à taxa de desemprego (μ), ou seja, queda em μ implicava em aumentos de W e vice-versa. Posteriormente, W foi substituído pelo nível de preços (P), a partir da ideia de que as firmas definem seus preços de venda a partir do custo unitário de mão de obra. Dessa forma, foi estabelecida a relação geral da Curva de Phillips, que estabelece um *trade-off* entre desemprego e inflação a ser explorado pela autoridade monetária. “Desta forma, a sustentação de baixas taxas de desemprego implica altas taxas de inflação e ganhos no combate à inflação têm como contrapartida taxas de desemprego crescentes” (Marques, 1987, p. 204).

consequente corrosão do poder de compra dos trabalhadores. Com o passar do tempo, as percepções dos trabalhadores se ajustariam e a oferta de emprego seria reduzida, com a economia retornando à taxa natural de desemprego, mas com nível de preços superior ao verificado anteriormente à expansão monetária inicial (Neves; Oreiro, 2006). Assim, fica estabelecida uma das características mais marcantes da abordagem monetarista: a Curva de Phillips com expectativas adaptativas³, vertical no longo prazo, ou seja, sem *trade-off* entre inflação e desemprego, conforme Figura 2. Ademais, a exemplo das abordagens anteriores da TQM, o monetarismo acaba por admitir a neutralidade da moeda no longo prazo.

Figura 2: Curva de Phillips (CP) de curto e longo prazo



Fonte: Elaboração própria baseada em Marques (1987)

A partir do contexto abordado, Friedman (1970, p. 25) resume as causas da inflação - ou melhor, a causa - naquela que, possivelmente, ficou conhecida como a sua mais célebre frase: "[...] *inflation is always and everywhere a monetary phenomenon - in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output*".

No que tange à política econômica, o controle da oferta de moeda - entendida como uma variável independente e, portanto, passível de ser estabelecida e gerida pela autoridade

³ No monetarismo, os agentes formam suas expectativas baseados no nível de preços passado, de forma que a expectativa de inflação para o presente (t) é igual a inflação verificada no período anterior (t-1). "Partindo-se de uma situação de equilíbrio, em que o estoque de moeda tenha sido mantido constante por vários períodos, uma expansão monetária provocará uma redução da taxa corrente de desemprego em relação à taxa natural" (Carvalho, 2015, p. 117). Com o passar do tempo, no entanto, haverá uma decepção de expectativas - pois não esperava-se que houvesse aumento do nível de preços - de forma que a ilusão monetária acaba e a taxa de desemprego retorna ao seu nível natural.

monetária - teria papel central (Corazza, 2007). Por outro lado, em relação às taxas de juros, assim como na visão clássica, a taxa de juros real seria determinada pela oferta e demanda de poupança e investimento, ou seja, com origens reais, não monetárias (Corazza; Kremer, 2003). Dessa forma, o controle das taxas de juros por parte da autoridade monetária alteraria as condições de crédito normais da economia, sendo desaconselhado em prol do controle da oferta de moeda. Assim,

Em A Program for Monetary Stability (1960), Friedman propõe que as autoridades monetárias adotem uma política de crescimento constante da oferta monetária como forma mais simples e eficiente para estabilizar a economia. Na ótica monetarista, as autoridades monetárias devem utilizar as médias históricas das taxas de crescimento do produto real como guia para aumentos na oferta monetária. [...] A receita monetarista é simples: a adoção de uma regra clara e objetiva de política monetária é mais eficiente do que o uso de práticas discricionárias por parte das autoridades monetárias (Corazza; Kremer, p. 83, 2003).

Historicamente, o monetarismo friedmaniano alcançou seu auge na década de 1970 (Corazza; Kremer, 2003). Em termos de pensamento econômico, não aderir ao ideário monetarista significava estar à margem da economia *mainstream*. Nesse período, por exemplo, Brunner e Meltzer, dois dos economistas pioneiros da tradição monetarista, criaram o Shadow Open Market Committee, que tinha por objetivo influenciar a conduta de política monetária do FED. Assim, distintos foram os países a adotar as ideias de política monetária propostas, especialmente o FED e o Banco da Inglaterra, mas também países latinos, a exemplo de Chile e Bolívia (Corazza, 2007; Corazza; Kremer, 2003).

3.4 O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

Até o início da década de 80, as ideias monetaristas predominaram na condução dos bancos centrais, de modo que o objetivo de evitar inflações e deflações era buscado por meio do controle do volume de algum agregado monetário (Sicsú, 2007). Ao longo da mesma década, no entanto, o receituário friedmaniano enfraqueceu-se na teoria e na prática. Esse enfraquecimento ocorreu pela incapacidade dos bancos centrais de atingir ambas as metas: tanto as de agregado monetário, assim como, as de inflação (Sicsú, 2007). Para essa incapacidade de controlar os agregados monetários por parte dos bancos centrais, teve papel fundamental o fato de que

[...] o sistema financeiro evoluiu muito na segunda metade do século XX, principalmente em decorrência das inovações financeiras, proporcionando a

ocorrência de choques na demanda por moeda, ou seja, a velocidade do estoque de moeda sofreu variações significativas, o que tornou a relação entre o agregado monetário e a taxa de inflação instável. Com isso, as condições necessárias para o sucesso do controle dos agregados monetários não se mantiveram, e o uso da regra tornou-se ineficaz (Neves; Oreiro, 2008).

Segundo estimativas econométricas de Bordo e Jonung (1981), por exemplo, após a Segunda Guerra Mundial a velocidade da moeda apresentou forma de U, especialmente, em decorrência das inovações financeiras.

Para a teoria econômica, por sua vez,

abriu-se um vácuo na discussão sobre as regras que disciplinariam a política monetária e manteriam a inflação sob controle. Em 1983, na palestra intitulada Money, Credit and Banking realizada nos encontros da Western Economic Association dos Estados Unidos, o Prêmio Nobel James Tobin (1996, p. 471) disse: "um grande número de arquitetos monetários está pronto para preencher esse vácuo" (Sicsú, 2007, p. 4).

Em um primeiro momento, esse espaço foi ocupado pela escola de pensamento Novo Clássica, surgida da revolução das expectativas racionais e na qual foram proeminentes as elaborações de Muth e Lucas Jr (Neves; Oreiro, 2008). O entendimento novo clássico é de que no processo de tomada de decisões - buscando maximizar a sua utilidade - os indivíduos não utilizariam somente as informações do passado, mas também as do presente, de modo a não cometer erros de previsão (Carvalho, 2015). Assim, rejeitam a hipótese monetarista das expectativas adaptativas - com foco no passado - e conseqüentemente, advogam contra a possibilidade da ilusão monetária, estabelecendo a neutralidade da moeda, inclusive para o curto prazo. Dessa forma, aproximam-se da TQM na sua forma clássica, advogando pela ineficácia das políticas monetárias no que tange aos impactos sobre as variáveis reais (Mendonça, 2021; Neves; Oreiro, 2008). A exceção para a regra, aconteceria somente se a política monetária fosse capaz de surpreender os agentes, mas mesmo nessa situação, os efeitos ficariam restritos ao processo de reformulação das expectativas, enquanto que o resultado permanente seria somente o aumento da inflação.

Ademais, as elaborações dos novos clássicos focaram na melhor forma de reduzir os custos econômicos das políticas monetárias, seja por meio do uso de regras ou da discricionariedade (Neves; Oreiro, 2008). Suas conclusões apontaram para as regras, pois a inflação decorreria da perda de confiança dos agentes no governo, ou seja, da deterioração das expectativas. Nesse contexto, regras evitariam o viés inflacionário passível de ocorrer em contextos de discricionariedade

O conceito de viés inflacionário deriva do argumento de ineficácia das políticas. O âmago do conceito pode ser entendido como a tentação que os governos têm de buscar um aumento do produto e/ou redução do nível de desemprego por meio do uso de políticas monetárias expansionistas. Em outras palavras, os governos são propensos a fazer uso do chamado princípio aceleracionista da Curva de Phillips (versão Friedman-Phelps), cujo resultado de longo prazo é apenas um aumento da taxa de inflação. Daí o termo viés inflacionário — má condução da política monetária, que acarreta como único resultado maior inflação (Mendonça, 2002, p. 46).

Reagindo à conclusão de ineficácia das políticas macroeconômicas proposta pelos novos clássicos, surgiu em meados da década de 80 a corrente de pensamento Novo-Keynesiana⁴. Embora aceitassem a hipótese das expectativas racionais - de modo a não romper com o *mainstream* econômico - advogavam que imperfeições de mercado ocasionariam rigidez de preços e salários no curto prazo (Neves; Oreiro, 2008). Essa rigidez de preços, por sua vez, faria com que alterações na demanda, não gerassem mudança automática nos preços - alteração essa que ocorreria ao longo do tempo - e distanciariam a economia do pleno uso dos fatores de produção (Mendonça, 2021). Nesse contexto, a política monetária seria temporariamente eficaz no estímulo à economia, embora, no longo prazo, a moeda também fosse considerada neutra. Em outras palavras, admitir-se-ia o *trade-off* entre a inflação e o desemprego no curto prazo, enquanto a Curva de Phillips vertical seria uma condição de longo prazo.

Já ao final da década de 80, iniciaram-se esforços para a sistematização das ideias das principais correntes do *mainstream* econômico, no que ficou inicialmente conhecido como Nova Síntese Neoclássica e, contemporaneamente, como Novo Consenso Macroeconômico (NCM) ou Novo Consenso em Política Monetária (NCPM) (Mikhailova; Piper, 2012; Modenesi, 2008). Embora não seja entendido como uma nova escola de pensamento econômico

[...] parece implícita a idéia de que o NCM consista em uma massa cognocente resultante do trabalho de estudiosos que buscaram congregar os elementos de diferentes linhas de pensamento que são aceitos de modo amplo entre os macroeconomistas. O NCM tem sido também retratado como uma tentativa de incorporação das principais idéias dentro do arcabouço teórico neoclássico, dada uma busca pela construção de um corpo teórico unificado que congregue as idéias largamente difundidas de diferentes linhas de pensamento, mas tenha como base a teoria *mainstream* dominante; daí ter sido inicialmente designado Nova Síntese Neoclássica (Mikhailova e Piper, 2012, p. 205 e 206)

⁴ Para Carvalho (2006), embora os novos keynesianos utilizem conceitos provenientes de Keynes - especialmente o desemprego involuntário - suas conclusões - como é o caso da neutralidade da moeda - são distintas das obtidas pela obra de Keynes por partirem de pressupostos diferentes. A “visão de mundo” de Keynes estaria mais próxima da abordagem pós-keynesiana, a ser apresentada no cap. 4.

Especificamente, conforme Modenesi (2008), o NCM marca um duplo movimento na teoria convencional. Por um lado, representa a rejeição do “verticalismo” de Friedman, o qual considerava a oferta de moeda exogenamente determinada pelo Banco Central. Por outro, significa a aceitação da teoria da moeda endógena, segundo a qual a base monetária é subproduto da atuação dos bancos centrais no mercado de reservas bancárias⁵. Assim, o instrumento principal de condução da política monetária passa a ser a taxa de juros nominal, não mais os agregados monetários.

Já de modo geral, a fundamentação do NCM decorre da união de elementos teóricos e empíricos das correntes monetarista, Novo Clássica, Novo Keynesiana e dos Ciclos Reais de Negócios (Carvalho, 2015). Nesse contexto, Mikhailova e Piper (2012), a partir de uma revisão da literatura, propõe a existência dos seguintes pilares teóricos para o NCM:

- 1) no curto prazo, a curva de Phillips é negativamente inclinada, de forma que a demanda agregada determina o produto e o emprego;
- 2) no longo prazo, por sua vez, a curva de Phillips apresenta formato vertical, ou seja, não há trade-off entre inflação e desemprego e o produto e o nível de emprego são determinados pelo lado da oferta da economia;
- 3) a política econômica deve centrar-se no controle do nível de preços, tendo em vista que o crescimento econômico é determinado pela oferta, conforme pilar 2;
- 4) para o controle do nível de preços, por sua vez, o papel central está a cargo da política monetária, em detrimento da fiscal;
- 5) opção por regras - a Regra de Taylor⁶ ou derivadas - ao invés da discricionariedade.

⁵ As reservas bancárias são como uma conta corrente dos bancos comerciais nos BCs, pela qual são realizadas transações entre bancos e com o próprio banco central (BACEN, 1999). A demanda por reservas deve-se a dois fatores: a obrigação de manter compulsoriamente uma parcela dos depósitos recebidos e a necessidade de realizar transações rotineiras entre bancos. A oferta de reservas, por sua vez, é monopólio dos BCs e realizada por meio do *open market* e da taxa de redesconto, de forma que “[...] Apenas o Banco Central pode afetar a liquidez do sistema como um todo, dado que operações entre bancos apenas representam troca de titularidade de reservas bancárias e não criação ou destruição das mesmas” (BACEN, 1999).

⁶ A Regra de Taylor tem origem em Taylor (1993), a partir de observação empírica da função de reação utilizada pelo FED entre os anos de 1987 e 1992. Nesse contexto, foi possível observar que o “comportamento das taxas de juros nos EUA poderia ser muito bem representado por uma relação linear com a taxa de inflação (π), uma taxa de juros de equilíbrio (r^*) mais uma soma ponderada entre dois desvios: a diferença entre taxa de inflação (medida pelo deflator do PIB) e a meta de inflação e o desvio percentual entre o PIB efetivo (observado) e o PIB potencial” (Lopes; Colbano; Mollo, 2012). Assumindo a taxa de juros de equilíbrio e a meta de inflação iguais a 2% e que o desvio em um ponto percentual da inflação e do produto, implicava, respectivamente, em mudanças de 1,5% e 0,5% da taxa de juros nominais, Taylor obteve alto grau de ajuste para o período observado. Em termos matemáticos, a Regra de Taylor modificada é apresentada na equação (8), na p. 28.

- 6) a formação das expectativas se dá de forma racional, ou seja, os agentes antecipam as medidas a serem adotadas pela autoridade monetária. Dessa forma, a independência do Banco Central torna-se central para evitar o viés inflacionário e manter a credibilidade e a transparência da política monetária;

Conforme Neves e Oreiro (2008), por sua vez, os pilares apresentados relacionam-se com outras questões teóricas pretéritas da teoria econômica. Nomeadamente, se o papel da política monetária é o controle do nível de preços a fim de amparar o crescimento econômico, fica implícita a hipótese de neutralidade da moeda. Por outro lado, sendo o crescimento de longo prazo determinado pelo lado da oferta, a Lei de Say acaba por prevalecer em detrimento da demanda efetiva.

Em relação às origens dos pilares teóricos nas escolas constituintes do NCM, Mikhailova e Piper (2012) elaboram a seguinte classificação:

- Novo-Keynesianismo: no curto prazo, produto determinado pela demanda agregada e curva de Phillips negativamente inclinada (pilar 1);
- Ciclos Reais de Negócios: no longo prazo, ineficácia da política monetária e oferta determinante do crescimento (2)
- Monetarismo: no longo prazo, curva de Phillips vertical e oferta determinante do crescimento (2), política monetária centrada no controle do nível de preços (3), política monetária, em detrimento da fiscal (4) e opção pela regra em relação à discricionariedade (5);
- Novos clássicos: expectativas racionais e independência do Banco Central (6).

Tendo em vista a classificação realizada, na qual predominam elementos com origem monetarista, Mikhailova e Piper (2012) indicam que o NCM poderia ser considerado como uma teoria “Novo-Monetarista”. A novidade consistiria na introdução das expectativas racionais e da utilização de regras ativas - a Regra de Taylor - ao invés de passivas - como era o crescimento dos agregados monetários. Complementarmente, embora o instrumento de política monetária predominantemente utilizado no NCM seja a taxa de juros - não mais o controle de algum agregado monetário - nas palavras do próprio criador da Regra de Taylor: *“The policy rule is, of course, quite different from the quantity equation of money, but it is closely connected to the quantity equation. In fact it can be easily derived from the quantity equation”* (Taylor, 1998, p.9). Segundo Lopes, Mollo e Colbano (2012), essa conexão com a TQM se dá especialmente pelo pressuposto da neutralidade da moeda, que pode ser

percebido, pelo produto potencial⁷ da economia ser considerado como invariável às taxas de juros.

Outro ponto importante para a compreensão do NCM, diz respeito à sua formalização, composta por três equações fundamentais (Mikhailova; Piper, 2012; Neves; Oreiro, 2008):

- uma curva IS, que determina a produção da economia;
- uma curva de Phillips, com as variáveis explicativas da inflação;
- uma Regra de Taylor, que determina a condução da política monetária.

Essas equações, são comuns - embora com diferenças sutis na apresentação das variáveis - nas elaborações de Clarida, Galí e Gertler (1999), McCallum (1999), Meyer (2001) e Arestis e Sawyer (2002), autores referência do NCM. Piper e Mikhailova (2012), por sua vez, se propõe a sintetizar os elementos comuns dessas abordagens, de modo a obter as seguintes equações estruturais para o NCM:

$$Y_t^* = \alpha_1 + \alpha_2(i_t - E_t \pi_{t+1}) + \alpha_3 E_t Y_{t+1}^* + e_t \quad (6)$$

$$\pi_t = \beta_1 E_t \pi_{t+1} + \beta_2 Y_t^* + v_t \quad (7)$$

$$i_t = \beta_1 + \beta_2 E_t \pi_{t+1} + \beta_3 (\pi_t - \pi^*) + \beta_4 Y_t^* + u_t \quad (8)$$

Nas quais Y_t^* é o hiato do produto no tempo atual (t), ou seja, a diferença entre o produto potencial \bar{Y}_t e o produto efetivo Y_t ; $E_t Y_{t+1}^*$ é a expectativa atual para o hiato produto no período seguinte ($t + 1$); i_t é a taxa de juros nominal atual; $E_t \pi_{t+1}$ é a expectativa de inflação atual para o período seguinte; π_t é a inflação atual; $\pi_t - \pi^*$ é a diferença entre a inflação efetiva π_t e a meta de inflação π^* e e_t , v_t e u_t , são os termos de erro estocásticos (Piper e Mikhailova, 2012).

⁷ Conforme Lopes, Colbano e Mollo (2012), o produto potencial pode ser entendido como uma tentativa de estimação da capacidade produtiva de uma economia. No entanto, embora dependa do estoque de máquinas, equipamentos, construções, mão de obra e pela produtividade destes, não é passível de ser observado diretamente, assim são necessárias técnicas de mensuração dentre as quais: a extração da tendência temporal, a utilização de filtros para suavizar a série do PIB, uso de filtros de Kalman e estimativas de função de produção (Souza Junior; Caetano, 2013). Essas técnicas, por sua vez, apresentam cada uma delas, vantagens e desvantagens, o que por si só, transforma o produto potencial num campo de disputas e contestações, tendo em vista que a sua estimativa tem impacto direto na determinação da taxa de juros, conforme equação (8).

A partir das equações, por sua vez, podem ser estabelecidas as seguintes relações para as variáveis dependentes apresentadas em (6), (7) e (8), respectivamente :

- hiato do produto atual Y_t^* : depende da taxa real de juros atual i_t e da expectativa do hiato do produto para o período seguinte $E_t Y_{t+1}^*$;
- inflação atual π_t : depende da expectativa de inflação para o período seguinte $E_t \pi_{t+1}$ e do hiato do produto atual Y_t^* ;
- taxa de juros nominal atual i_t : depende da expectativa de inflação para o período seguinte $E_t \pi_{t+1}$, da diferença entre a meta e a inflação atual $\pi_t - \pi^*$ e do hiato do produto atual Y_t^* .

Em relação às variáveis apresentadas, Arestis e Sawyer (2003) ressaltam o fato do estoque de moeda não ser modelado no NCM, sendo mero resíduo do processo econômico. Já quanto à dinâmica de interação entre as equações, Neves e Oreiro (2008) assinalam o seguinte comportamento geral de condução da política monetária proposto pelo NCM:

Se, por exemplo, a inflação está acima da meta estipulada *ex ante*, as autoridades monetárias aumentarão a taxa nominal de juros de curto prazo via Equação 3, com a intenção de assegurar a convergência da inflação para a sua meta. No curto prazo, a elevação da taxa nominal de juros reduz a demanda agregada através da Equação 1, e a magnitude dessa redução vai depender da elasticidade intertemporal de substituição. Quanto maior for esse parâmetro, maior será o sacrifício da demanda hoje, em prol de uma maior demanda no futuro. Como resultado, a inflação no período será menor, conforme a Equação 2 (Neves e Oreiro, 2008, p. 115).

Complementarmente, no que diz respeito ao hiato do produto (6), a expectativa é de que a inflação cresça quando o produto efetivo ultrapassa o produto potencial (Lopes, Mollo e Colbano, 2012). Nesse contexto, a Regra de Taylor aponta para o aumento da taxa de juros nominais, de modo a ocasionar queda na demanda nominal e, conseqüentemente, na produção e na inflação. Por outro lado, quando o produto efetivo está aquém do produto potencial, é possível a redução da taxa de juros, tendo em vista que o nível de produto verificado acomoda-se nas condições de produção, sem gerar pressões inflacionárias.

Em linha gerais, quanto à evolução da teoria monetária no período que tange à conformação do NCM, Sicsú (2007) indica que

O vácuo aberto pela derrocada monetarista foi preenchido pelo estabelecimento de uma nova regra que deve disciplinar a política monetária e buscar manter a inflação sob controle - tal regra está também baseada nos fundamentos teóricos da ciência econômica convencional. [...] A regra convencional que deve disciplinar a política

monetária que vigora nos dias de hoje é simples: se pressões inflacionárias ou a própria inflação estão presentes, eleva-se a taxa de juros - se a inflação ou as pressões inflacionárias desapareceram, a taxa de juros deve ser reduzida (Sicsú, 2007, p. 94).

Ademais, Sicsú (2007) argumenta que essa regra convencional - mais conhecida como Regra de Taylor - foi reforçada pelo estabelecimento do Regime de Metas de Inflação (RMI), que estabelece uma nova meta quantitativa a ser atingida pelos Bancos Centrais: dessa vez, a própria taxa de inflação.

Por fim, quanto às causas de inflação nos modelos convencionais

Na concepção ortodoxa, a inflação é sempre de demanda e um fenômeno monetário, ocasionado pela demanda excessivamente aquecida por impulsões monetárias em relação à capacidade de oferta da economia ou em relação ao nível de pleno emprego. Uma vez assumida a neutralidade da moeda, impulsões monetárias como as provocadas por política monetária expansionista levam apenas ao aumento da inflação, uma vez que a moeda é neutra e não pode afetar de forma permanente as variáveis reais da economia, ou a oferta. Daí por que variações na taxa de juros não podem afetar, na regra de Taylor, o produto potencial, ou a capacidade produtiva da economia, que é suposto estar no seu nível de pleno emprego (Mollo, 2004). Neste tipo de regime monetário, o hiato do produto é visto como o principal referencial para a existência de pressões de demanda. Mudar a capacidade produtiva de forma duradoura requer mudanças nas variáveis reais, preferências e tecnologias. Sem essas, ou a partir de impulsões monetárias, o único resultado permanente, segundo essa concepção econômica, é o aumento do nível geral de preços (Lopes; Mollo; Colbano, 2012, p. 287).

4. A ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA DA INFLAÇÃO

4.1 A ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO DE KEYNES

Para a abordagem pós-keynesiana - que procura recuperar discussões propostas por Keynes a fim de compreender as economias contemporâneas - o traço mais distintivo da teoria econômica elaborada por John Maynard Keynes é a forma como a moeda e a dinâmica subjacente à ela são concebidas em economias capitalistas modernas (Carvalho, 2006). Nesse contexto, compreender a moeda em Keynes é fundamental para entender como os pós-keynesianos concebem a inflação e porque se diferenciam da abordagem convencional apresentada no capítulo anterior.

Enquanto para os clássicos a moeda era entendida exclusivamente como uma conveniência - um meio de tornar as trocas mais eficientes e, para além disso, seus efeitos se resumiriam ao aumento do nível de preços - para Keynes a moeda teria implicações mais complexas através dos seus distintos papéis (Carvalho, 1991). Da mesma forma, diferentemente da síntese neoclássica, assim como, das elaborações novo-keynesianas - que incorporam conceitos de Keynes, a exemplo do desemprego involuntário e da deficiência de demanda efetiva, mas não o seu diagnóstico para as flutuações da economia - em Keynes a moeda teria papel central na determinação da produção e, assim, da capacidade de crescimento das economias. Nesse contexto, a denominação precisa para as economias capitalistas modernas seria a de “economias monetárias de produção”, enfatizando a moeda e a sua relação com a decisão de produzir - ou não.

Na concepção de Keynes, uma economia monetária é aquela em que a moeda afeta motivações e comportamentos dos agentes econômicos, tanto em curto como em longo termo. A moeda não é vista apenas como um facilitador de trocas, o lubrificante da roda do comércio, como Mill a concebia. Para Keynes, não apenas a existência de uma moeda com características modernas e das instituições que a acompanham altera as possibilidades e as oportunidades abertas aos agentes, permitindo-lhes criar arranjos produtivos inacessíveis à comunidades menos sofisticadas, mas também ela muda a perspectiva pela qual esses agentes encaram sua vida econômica, ao mudar suas oportunidades de acumulação de riqueza. A própria tese pela qual Keynes é mais reconhecido, a da possibilidade de uma deficiência de demanda efetiva levar a economia a um estado de depressão e desemprego, se deve ao papel especial da moeda nessa classe de economias (Carvalho, 2006, p 29).

Embora Keynes tenha se destacado na crítica à TQM e a partir disso criado uma nova forma de pensar a economia, essa trajetória não se deu de forma linear (Corazza, 2007; Carvalho, 1991). No começo da sua trajetória, especialmente na obra *Tratado sobre a*

Reforma Monetária, de 1923, Keynes era descrito como um “crente fanático” do quantitativismo, trabalhando no âmbito da versão de Cambridge da TQM (Carvalho, 1991 *apud* Kahn, 1984). Entendendo a TQM como uma teoria da demanda por moeda, advogava que, embora no curto prazo o aumento da quantidade de moeda em circulação pudesse alterar o k e gerar flutuações no produto real, no longo prazo, os preços se ajustariam à expansão monetária. Para tal, admitia a moeda como neutra, assim como, que o seu papel exclusivo era o de circular a produção.

Já no *Tratado sobre a moeda*, de 1930, embora ainda admitisse que no equilíbrio de longo prazo a TQM seria válida, Keynes apresentou uma nova forma de pensar a moeda (Carvalho, 1991). Além do papel de circular a produção, a moeda também possibilitaria a manutenção do poder de compra ao longo do tempo. Assim, a moeda poderia ser tratada como um ativo, uma das formas sob as quais acumular riqueza, de modo que a decisão sob o ritmo e a acumulação de moeda em relação a outros ativos - especialmente, os bens de capital - teria implicações no próprio processo de acumulação de capital. Nesse contexto, criam-se duas leis de circulação para a moeda: a industrial e a financeira. Enquanto na circulação industrial a moeda segue sendo entendida como um meio de troca de bens e serviços, na circulação financeira seu papel é o de girar ativos. Para o giro de ativos, por sua vez, contextos potencialmente adversos poderiam levar à preferência por reter moeda ao invés da realização de investimentos produtivos. Nesse contexto, a moeda seria não-neutra por determinar o próprio ritmo de acumulação de capital, o que conforme Carvalho (1991, p. 18) leva Keynes a um impasse: “Como poderiam os efeitos das variáveis monetárias sobre a acumulação de capital serem simplesmente revertidas para que, no longo prazo, a neutralidade fosse restaurada, como queria a teoria clássica?”. É nesse momento que os pós-keynesianos indicam o início do rompimento de Keynes com a ortodoxia monetária, a qual ele passa a julgar inadequada em termos de concepção (Carvalho, 2006).

O paradigma econômico dominante até aquele momento (e ainda hoje), é aquele denominado por Minsky (1986) como *paradigma da firma da aldeia*, sob o qual os princípios de funcionamento das economias modernas seriam muito semelhantes àqueles nos quais as trocas se davam de forma direta e individual, cada qual buscando satisfazer suas próprias necessidades, estabelecendo, assim, a divisão do trabalho. A moeda, por sua vez - embora diferenciasse a economia de trocas naturais das economias monetárias por facilitar o ato da permuta e, assim, proporcionasse maior satisfação aos agentes - seria pela própria definição da sua função, neutra. Reter moeda, portanto, seria irracional por não impedir a aquisição de bens e serviços para satisfação das necessidades. Embora irracional na “feira da aldeia”,

Keynes observa que essa retenção teria a capacidade de deter a “maior máquina produtiva já criada pela humanidade”, de modo que uma teoria que não fosse capaz de explicá-la, deveria ser substituída por outra, a ser elaborada embasada em fatos mais consistentes com a realidade.

[...] A teoria que desejo lidaria, em contraste com esta, com uma economia em que a moeda joga um papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em resumo, um dos fatores operativos na situação, de modo que o curso dos eventos não possa ser predito, seja no longo período como no curto, sem um conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro estado e o último. Isto é o que deveríamos querer dizer quando falamos de uma economia monetária (Carvalho, 1991, p. 19 *apud* Keynes, 1964, p. 408-409).

A partir desse momento, entendendo que a não-neutralidade da moeda é um fato que a teoria econômica precisaria explicar, Keynes rompeu com a ortodoxia e passou a construir um novo modo de pensar a economia baseado em cinco princípios, que definem o que seria uma economia monetária (Carvalho, 1991; Oreiro, 2011). Esses princípios da teoria keynesiana são os seguintes:

- produção: as firmas produzem para a venda em mercado e o seu objetivo principal é a obtenção de lucros em termos monetários. Assim, a firma não produz para gerar utilidade, mas para gerar riqueza, “terminar com mais dinheiro do que iniciou” (Keynes, 1964). Esse objetivo, deve-se à flexibilidade - em termos de liquidez - que o dinheiro proporciona. No entanto, a decisão de produzir acontece anteriormente à colocação do produto no mercado, realizada, portanto, baseada em expectativas, o que torna a produção um processo especulativo;
- decisão/estratégia dominante: a decisão em economias capitalistas apresenta caráter assimétrico, em favor das empresas, tendo em vista que o capital é escasso em relação ao trabalho. São as firmas que tomam as decisões cruciais na economia, a exemplo da definição do nível de emprego e de poupança. Esse poder manifesta-se tanto no mercado de trabalho - com a decisão de contratar ou não - como no de capitais - tendo as firmas preferência no acesso ao crédito bancário devido aos ativos que dispõem.
- não pré-conciliação de planos/coordenação: não havendo mecanismos de controle central que definem o que as empresas devem produzir, a coordenação se dá através do mercado, que define quem tomou as decisões certas - gerando mais dinheiro - ou erradas - impondo perdas. Nesse contexto, as decisões são

tomadas baseadas em expectativas - não em informações - de forma que os agentes procuram meios de reduzir a incerteza, especialmente os contratos monetários⁸.

- irreversibilidade do tempo/não-ergodicidade: enquanto que a teoria tradicional entende os processos econômicos como repetitivos, permitindo, assim, a aprendizagem, para Keynes determinados processos são irreversíveis e unidirecionais, só podendo ser parados às custas de grandes perdas. Nessas situações seria impossível “ ‘descobrir’ a distribuição de probabilidades objetiva dos eventos”⁹ (Oreiro, 2011, p. 7). Seria o caso, especialmente, das decisões que levam em conta horizontes distantes, nos quais a informação é frágil e a incerteza emerge - com destaque para a decisão de investir, que exige altas inversões em bens de baixa liquidez.
- propriedades da moeda: exercer o papel de unidade de conta e ser o meio de liquidar contratos - que, por sua vez, garantem o fluxo de produtos e serviços entre compradores e vendedores e, assim, possibilitam processos continuados de produção - é a função primordial da moeda em economias capitalistas modernas. Da capacidade de liquidar contratos ao longo do tempo, por conseguinte, surge a propriedade de reserva de valor da moeda, a qual, no entanto, só é garantida por meio da estabilidade de preços.

Além de estabelecer conceitos fundamentais para compreender a economia - especialmente a importância da incerteza no processo decisório capitalista e como o sistema de contratos monetários tem a capacidade de reduzi-la - a construção teórica de Keynes o colocou como um crítico frontal da TQM (Corazza, 2007). O ponto central dessa crítica, por

⁸ Conforme Carvalho (2006, p. 33), “a existência de contratos dá sentido à moeda moderna”. Nesse contexto, a moeda serve tanto como unidade de conta das obrigações e recebíveis da empresa, assim como, é o meio de pagamento pela qual são liquidados os contratos que dizem respeito às atividades produtivas. Incertezas elevadas acerca do comportamento futuro dos custos e receitas das empresas poderiam levar a decisões que minam a capacidade produtiva das economias. Os contratos - a exemplo de salários e encomendas de bens - permitem que determinados valores sejam predeterminados, reduzindo as incertezas.

⁹ À impossibilidade de conhecer os resultados *a priori* somada ao desconhecimento da distribuição de probabilidade do evento, costuma-se atribuir a noção de “incerteza knightiana”, derivada da obra do economista americano Frank Knight (Werlang, 1998). A incerteza diferencia-se do risco, no qual embora os resultados também não sejam conhecidos com antecedência, a distribuição de probabilidades dos eventos está posta, a exemplo dos seis resultados possíveis a partir do lançamento de um dado. Conforme Carvalho, Rodrigues e Carvalho (2018, p. 23) “Keynes e Knight, cada um da sua maneira, procuraram esclarecer de modo pioneiro a propagação conceitual de risco e incerteza ao alimentarem, positivamente, a literatura para uma abordagem sobre o assunto em questão. Diante da perspectiva sobre um ambiente não-ergódico, não existe previsibilidade exata de cenários econômicos futuros, pois as informações *a priori* não são, satisfatoriamente, suficientes para formatação de probabilidades aceitáveis que determinam quaisquer tipos de eventos, bem como e a criticidade dos seus efeitos sobre a economia, portanto em qualquer hipótese plausível de cálculo probabilístico, haverá sempre um grau de incerteza que predomina sobre a escolha do agente.”

sua vez, baseou-se no pressuposto da TQM, segundo o qual a economia opera em plena capacidade, sendo o desemprego voluntário. A realidade vista por Keynes, no entanto, era muito diferente, com o desemprego assolando em massa os trabalhadores ingleses (Carvalho, 2006). Nesse contexto, Keynes inverteu as hipóteses da TQM, ou seja, indicou que o nível do produto e da renda poderiam variar - tendo em vista a incerteza e a preferência pela liquidez que poderia inibir o investimento - enquanto os preços e salários seriam rígidos por questões institucionais - a exemplo dos contratos salariais.

Prosseguindo a sua crítica à TQM, Keynes a identificou como tautológica, limitada à sua lógica interna, pois variações na quantidade de moeda poderiam alterar a velocidade de circulação monetária, não somente o nível de preços (Corazza, 2007). Por outro lado, a política monetária em si apresentaria limitações no que tange à regulação da atividade econômica. Keynes entende a taxa de juros como a recompensa pelo não-entresouramento, uma gratificação por abrir mão da riqueza na sua forma monetária, diferentemente dos neoclássicos - nos quais a taxa de juros é o preço que equilibra a demanda por recursos para investimentos com a abstenção do consumo presente, ou seja, em um mercado não-monetário (Naves; Terra, 2021). Assim, dependendo da preferência pela liquidez dos agentes, variações na quantidade de moeda em circulação poderiam não gerar variações na taxa de juros. Ou mesmo em situações em que a taxa de juros se reduzisse, caso ainda estivesse situada acima da eficiência marginal do capital - que depende das expectativas quanto ao retorno do investimento - as inversões produtivas não se concretizariam. Assim, “a cadeia causal que ligaria um aumento de M ao volume do gasto, ao nível de P e à renda nominal, conforme a TQM, ficaria muito enfraquecida” (Corazza, 2007, p. 6).

As flutuações econômicas, por sua vez, estariam muito mais atreladas aos gastos com investimento - ou seja, com fatores reais que dependem fundamentalmente das expectativas - do que com a administração da oferta de moeda (Corazza, 2007). Isso não faz de Keynes, no entanto, uma figura condescendente com a inflação (Heilbroner, 1996). Pelo contrário, ao identificar a aceleração da inflação na década de 1940, Keynes a entendeu como o oposto do desemprego que havia assolado os países no período posterior à Grande Recessão. Nesse caso, ao invés da sustentação dos investimentos para recuperar a atividade econômica, seria necessário estimular o aumento da poupança. Em relação à própria moeda,

Um sistema de contratos cria a necessidade de uma moeda estável. Sendo uma unidade de medida de valor, a moeda seria inútil se seu próprio valor fosse errático. Mas também como meio de pagamento a moeda seria inútil se seu valor não fosse estável, já que ninguém aceitaria direitos a liquidar por meio de algo cujo valor à data de liquidação fosse totalmente imprevisível. Isso significa, portanto, que uma

moeda estável é o fundamento de um sistema contratual moderno. É por isso mesmo que conjunturas de inflação intensa são destrutivas para esse tipo de economia. Como o cálculo econômico, por sua própria natureza, nunca é inteiramente preciso, alguma variação no valor da moeda é absorvível, mas, para além de certo limiar, a inflação (e também a deflação) ameaça a sobrevivência do sistema de contratos e, por meio dele, a operação da economia monetária (Carvalho, 2006, p. 33 e 34).

Assim, Keynes não trata de negar a inflação como um problema importante nas economias capitalistas. Mas sim, de identificar que os processos econômicos - dentre os quais a inflação e também a deflação - teriam interação muito mais complexa com a moeda do que a relação direta proposta pela TQM - na qual essa relação ocorreria somente via nível geral de preços. Assim, os efeitos da moeda na economia não seriam neutros no que tange às variáveis reais, além de que se manifestariam de formas diferentes em momentos distintos.

Com isso, Keynes chega ao ponto desejado: a incerteza que cerca as decisões individuais numa economia empresarial torna a demanda por moeda, enquanto forma de riqueza, racional. Assim, se a demanda dos acumuladores de riqueza se volta para a moeda em detrimento de bens reprodutíveis, como bens de capital, a queda do emprego na produção destes últimos não é compensada pela expansão de emprego na produção da moeda. Esse é o desemprego involuntário, na denominação de Keynes, que se torna, em conjunturas especiais, mas não necessariamente infreqüentes, um fenômeno de massa (Carvalho, 2006, p. 35).

4.2 A INFLAÇÃO E A TAXA DE JUROS PARA OS PÓS-KEYNESIANOS

Para os pós-keynesianos - que procuram desenvolver a “visão de mundo” de Keynes, especialmente, a partir do papel da moeda na dinâmica econômica - a inflação seria, na maioria das vezes, um problema do lado da oferta por se manifestar quando a economia encontra-se aquém do pleno emprego (Sicsú, 2007). Ademais,

Na visão pós-keynesiana é reconhecido que o sistema monetário não possui freios próprios para conter a inflação; existe, portanto, a necessidade de sufocar as pressões inflacionárias onde quer que elas surjam, porque se se permitir que elas floresçam, serão mais provavelmente validadas que reprimidas pelas variáveis monetárias (Cardim de Carvalho, 1992, p. 230). Então, o método pós-keynesiano é o de busca das causas (identificação das pressões na origem) para construir uma agenda-positiva de controle da inflação. O método pós-keynesiano é minucioso; identificada a origem da inflação, busca-se desenhar políticas específicas que possam sufocar a pressão inflacionária sem atingir outros setores que estão tendo um comportamento compatível com a estabilidade de preços (SICSÚ, 2007, p. 9).

Nesse contexto, a partir de uma revisão de autores referência do pós-keynesianismo - nomeadamente, Davidson (1994), Lavoie (1992) e Minsky (1986) - Sicsú (2007) propõe que o processo de identificação das causas permitiria estabelecer sete tipos de inflação, os quais:

- 1) inflação de salários: esse tipo de inflação verificar-se-ia, especialmente, em momentos em que o hiato de emprego fosse baixo. Nessas situações, o poder de barganha dos trabalhadores seria superior, assim como, a capacidade dos capitalistas de repassar os aumentos de custos estaria facilitada, devido a demanda crescente pelos produtos. Mantidas as demais variáveis da economia constantes - principalmente, o nível de produtividade - aumentos dos salários nominais levariam ao aumento da inflação.
- 2) inflação de lucros: seria correspondente ao nível do grau de monopólio na economia, ou seja, quanto maior a concentração em um mercado, maior a capacidade dos empresários nesse setor de aumentarem seu mark-up. Ademais, esse movimento se intensificaria quando as condições de demanda apresentassem elasticidade favorável ao aumento das margens de lucro.
- 3) inflação de rendimentos decrescentes: para uma grande faixa do hiato de emprego, os custos das empresas seriam constantes. No entanto, quando a economia se aproxima do pleno emprego, trabalhadores menos qualificados seriam contratados, de forma a diminuir a eficiência de uso do capital. Estariam caracterizados, assim, a existência de retornos decrescentes, que implicariam aumentos dos custos de produção.
- 4) inflação importada: ocorreria a partir do aumento dos preços internacionais, assim como, da desvalorização da taxa de câmbio e a sua intensidade dependeria do grau de abertura comercial da economia. Quanto maior a abertura, ou seja, a quantidade relativa de produtos de origem externa na cesta de consumo nacional, mais intensos tenderiam a ser as mudanças nos preços internos.
- 5) choques de oferta inflacionários: choques de oferta internos, a exemplo de quebras de safra e escassez de energia elétrica, que ocasionariam aumentos dos custos das empresas.
- 6) inflação de impostos: *ceteris paribus*, aumentos da alíquota de impostos por parte do governo, implicariam em aumentos dos preços dos produtos.
- 7) inflação de demanda: identificada quando o hiato de emprego desaparece, ou seja, quando a economia se encontra em pleno emprego. Nesse contexto, aumentos dos salários reais demandados pelos trabalhadores com favorecido poder de barganha, impactariam no nível de preços. Por sua vez, caso os salários nominais crescessem acima do nível de preços, decorreria desse

processo uma diminuição das margens de lucro e vice-versa - caso os preços aumentassem em nível superior.

A respeito dos tipos de inflação identificados, somente o último poderia ser identificado como tendo origem na demanda, enquanto os seis primeiros poderiam ser considerados como “inflação de custos”, ou seja, decorrentes de problemas na capacidade de oferta da economia (Sicsú, 2007). Além disso, o impacto de cada um desses focos inflacionários no nível de preços geral dependeria da conjuntura econômica, especialmente do hiato de emprego, do grau de abertura comercial e financeira e do grau de monopólio interno. Especialmente o hiato de emprego teria papel fundamental na intensidade dos choques, de forma que, em geral, quanto menor o hiato, maior a capacidade dos empresários de repassar aumentos de custos aos preços. Por outro lado, a propagação de uma inflação importada, de impostos ou de choques de oferta, seriam intensificadas quanto maior o poder de mercado das empresas, pois maior seria a capacidade da firma importadora de diluir os custos nos preços, inclusive, aumentando suas margens de lucro.

A partir disso e seguindo o método pós-keynesiano de “busca das causas para propor um remédio adequado”, Sicsú (2007) indica na literatura pós keynesiana as seguintes propostas para evitar cada tipo de inflação:

- 1) inflação de salários
- 2) e de lucros: a partir da compreensão de que aumentos salariais e/ou das margens de lucro em nível superior ao crescimento da produtividade implicariam um dano geral para a economia - a inflação - incorpora-se a ideia de instituição de uma TIP (tax based incomes policy, também conhecidas como políticas de rendas). Esse imposto - a exemplo de impostos que buscam evitar externalidades negativas, como a poluição - seria aplicado somente sobre empresas que realizam esse tipo de aumento em níveis superiores aos da produtividade, diferenciando-as daquelas que não.
- 3) inflação de rendimentos decrescentes: a solução para esse tipo de inflação se daria no longo prazo, por meio de políticas permanentes de qualificação do trabalho e de desenvolvimento tecnológico que evitassem que as empresas entrassem na faixa de rendimentos decrescentes;
- 4) inflação importada: no curto prazo, pode ser amenizada por meio de políticas cambiais, tributárias e monetárias executadas de forma conjunta a impedir a desvalorização da moeda. No longo prazo e mais importante, políticas voltadas para a substituição de importações, assim como, para a diversificação e

aumento das exportações, diminuiriam a dependência de produtos externos e as respectivas oscilações decorrentes dessa e reduziriam a escassez de dólar, respectivamente. Assim, o país estaria menos suscetível a alta dos preços internacionais em si, assim como, da desvalorização cambial.

- 5) choques inflacionários: poderiam ser evitadas por meio de “organizações não voltadas para o auto-interesse”, nas palavras de Davidson (1994), especialmente estoques de *commodities*, que procuram estabilizar os preços em relação às mudanças repentinas de oferta comuns nesses mercados;
- 6) inflação de impostos: caberia ao próprio governo preveni-la, trabalhando conjuntamente com o banco central para garantir a estabilidade da moeda. Nesse ponto, os pós-keynesianos são contrários à autonomia dos BCs em relação à execução das políticas econômicas governamentais, argumentando que as políticas fiscais e monetárias deveriam ser coordenadas. Ademais, em momentos de choques, o governo poderia reduzir os impostos dos setores afetados, reduzindo a possibilidade de passagem do aumento de custos aos preços.
- 7) inflação de demanda: nesse caso, as medidas de expansão econômica deveriam ser afrouxadas quando a economia estivesse se aproximando do pleno emprego, especialmente, através da contenção dos gastos governamentais. Nessa situação específica, a taxa de juros também se mostraria eficaz.

Ademais, a fim de que as políticas acima propostas se concretizem, a literatura pós-keynesiana indica a necessidade de um “ambiente de cooperação” - de busca de consenso entre o banco central, o governo, os empresários e os trabalhadores - que evite o surgimento das pressões inflacionárias (Sicsú, 2007, p, 21). Nesse contexto, as políticas tributária, fiscal, monetária e cambial devem ser utilizadas conjuntamente, não ficando o combate da inflação restrita ao banco central e à sua política monetária - conforme proposto pela abordagem tradicional.

No que tange ao manejo da inflação via taxa de juros, os pós-keynesianos entendem que seu uso acaba por afetar a economia como um todo, enquanto, muitas vezes as origens da inflação são localizadas. Portanto,

[...] Não há dúvida de que tal política será bem-sucedida na medida em que reduz o nível de investimentos privados e (pelo efeito multiplicador) resfria toda a demanda da economia. Com o aumento do hiato do emprego, dificulta a passagem de custos aos preços e quebra-se a tendência inflacionária. [...] Mas o custo de se manter a estabilidade monetária é manter a economia em estado permanente *stop-and-go* ou,

na média, *semideprimida*, com uma elevada taxa de desemprego média. A alternativa pós-keynesiana de controle da inflação não é o resfriamento de toda a economia [...] mas sim políticas que atingem a economia pelo lado da oferta, atacando diretamente o foco inflacionário (Sicsú, 2007, p. 105).

Nesse ponto, assim como Sicsú (2007), Neves (2007) e Lopes, Mollo e Colbano (2012), o que diferenciaria na essência a abordagem pós-keynesiana da teoria convencional, seria a possibilidade da política monetária afetar a economia no longo termo - em decorrência da não-neutralidade da moeda. Dessa forma, os esforços da autoridade monetária deveriam focalizar no manejo da liquidez disponível que, por sua vez, aumentaria os investimentos e diminuiria a taxa de desemprego (Neves, 2007). Para o alcance desses objetivos centrais, os bancos centrais disporiam de três ferramentas: os depósitos compulsórios, a taxa de redesconto e as operações de *open-market*. Os investidores, por outro lado, poderiam escolher entre alocar seu capital na cadeia produtiva (circuito industrial) ou em ativos financeiros (circuito financeiro), escolha essa que dependeria das expectativas de retorno de ambos.

Em relação às ferramentas disponíveis para utilização por parte dos bancos centrais, enquanto o compulsório e a taxa de redesconto teriam a capacidade de impactar o crédito - e conseqüentemente, as decisões de produzir no curto prazo - o *open market* seria mais adequado para estimular o investimento de longo prazo, ao alterar as taxas de juros longas e favorecer a demanda por bens de capital em detrimento dos ativos financeiros (Neves, 2007). Embora os títulos negociados pelos bancos centrais no mercado de reservas bancárias sejam de curto prazo, seus efeitos são propagados para prazos mais longos. Esse processo ocorre pois ao resgatar títulos e colocar moeda em circulação, há uma queda na taxa de juros de longo prazo, ou seja, da rentabilidade esperada para períodos mais distantes. Assim, fica favorecida a passagem do dinheiro do circuito financeiro em que se encontrava, para o circuito industrial, ou seja, para projetos de investimento. Nesse contexto, a arte da política monetária seria induzir a viagem da moeda do circuito financeiro para o industrial, ou em outras palavras, transformar a moeda de ativo para meio de troca (Sicsú, 1997). Esse processo, embora induzido pelos bancos centrais através da determinação da taxa de juros básica no mercado de reservas bancárias, depende também da estratégia dos bancos comerciais - em contato direto com o público - os quais tomam suas decisões baseados na demanda por crédito, assim como, do perfil de risco dos tomadores. Dessa forma, os bancos comerciais buscam atingir dois objetivos mutuamente: lucratividade e liquidez (Neves, 2007).

A partir do contexto abordado e da relevância dos bancos centrais para promover a liquidez no sistema econômico e, assim, estimular investimentos que geram crescimento econômico, os pós-keynesianos rejeitam a ideia de autonomia dos bancos centrais (Neves,

2007; Carvalho, 2015). Para tal, argumentam que a ideia de um viés inflacionário não seria válida teoricamente por supor erroneamente que os agentes têm conhecimento total da estrutura econômica e, assim, são capazes de alcançar uma meta de inflação. Na verdade, se introduzida a incerteza nos modelos, os resultados seriam sensivelmente alterados (Mendonça, 2002). Assim,

na visão pós-keynesiana, em que a incerteza habilita a moeda a afetar as variáveis reais como forma de proteção quanto aos acontecimentos futuros, o banco central não pode ter como único objetivo explícito a perseguição de metas nominais, como faz dentro do regime de metas de inflação, a partir do momento em que suas decisões sobre a determinação das taxas de juros têm impactos distintos sobre a inflação e o produto. Se por um lado uma elevação da taxa de juros restringe o acesso ao crédito com conseqüente redução da inflação, por outro lado afeta negativamente a demanda agregada no curto prazo e, mais importante, torna as expectativas de retorno futuro dos investimentos desfavoráveis à decisão de expandir os ativos de capital no longo prazo. Desta forma, um banco central não pode ser independente, pois isto significaria concentrar muito poder em suas mãos e o direito de decidir não somente tecnicamente, mas politicamente, a taxa de juros, podendo favorecer mais a estabilidade de preços do que o crescimento econômico (Neves, 2007, p. 60).

Para o caso específico do Brasil, Hermann (2003) indica que as altas taxas básicas de juros praticadas pelo BACEN têm estimulado a preferência por liquidez dos indivíduos, direcionando para títulos públicos os recursos que poderiam ser utilizados para inversões de longo prazo. Isso deve-se ao fato de que - como a taxa básica de juros de curto prazo é fixada em um nível alto - as taxas de retorno para investimentos de longo prazo são ainda mais superiores - devido ao prêmio pela liquidez. Assim, essas taxas de longo prazo dificilmente são inferiores à eficiência marginal do capital, inibindo o investimento (Lopes; Mollo; Colbano, 2012).

Outra crítica pós-keynesiana diz respeito à utilização da Regra de Taylor e seus efeitos sobre o produto potencial¹⁰ das economias (Lopes; Mollo; Colbano, 2012). Quando o arcabouço convencional admite a neutralidade da moeda, fica estabelecido que o produto potencial é invariável às decisões de política monetária. No entanto, considerando que a disponibilidade de liquidez determina o próprio processo de acumulação de capital e de investimento, os pós-keynesianos indicam que elevações na taxa de juros possam a vir impactar negativamente o produto potencial.

Ao aumentar a taxa de juros com o objetivo de reduzir o hiato do produto, o Banco Central pode não ter sucesso porque a capacidade produtiva da economia cai ou cresce pouco relativamente ao crescimento do produto efetivo. Isso pode levar a

¹⁰ A própria estimação do produto potencial é passível de críticas, tanto na perspectiva novo clássica - a partir da ideia de choques reais - assim como, na própria matriz keynesiana - especialmente por desconsiderar os choques monetários (ver mais em Lopes; Mollo; Colbano, 2012).

economia a conviver com constantes taxas de crescimento abaixo daquelas desejadas pela sociedade, devido ao ambiente desfavorável criado para as decisões de investimento. É o que concluem para o caso brasileiro Arestis *et al* (2009) (Lopes; Mollo; Colbano, 2012).

5. COMPARAÇÃO ENTRE AS ABORDAGENS MACROECONÔMICAS

Neste capítulo são apresentados os quadros comparativos que procuram sintetizar as principais diferenças entre as abordagens convencional e pós-keynesiana abordadas nos capítulos 3 e 4.

Inicialmente, são exibidas no Quadro 2 as respectivas compreensões acerca da moeda, assim como a sua evolução.

Quadro 2 - A moeda nas abordagens convencional e pós-keynesiana

	Economia convencional			Economia keynesiana
	TQM Clássica	Monetarismo	Novo Consenso Macroeconômico (NCM)	Pós-keynesianos
Concepção de moeda	Meio de troca	Meio de troca	-	Reserva líquida de valor
Neutralidade da moeda	Neutra (no CP e no LP)	Neutra (somente no LP)	Neutra (somente no LP)	Não neutra (no CP e no LP)
Demanda por moeda	Constante e perfeitamente inelástica	Estável e inelástica	Estável e inelástica	Instável e elástica
Oferta de moeda	Exógena	Exógena	Endógena	Endógena

Fonte: Elaboração própria

A teorização convencional entende a moeda, essencialmente, como um meio de troca. Assim, para a TQM Clássica - que considera válida a Lei de Say e a velocidade de circulação da moeda constante - a expansão da quantidade de moeda em circulação implicaria tão somente o crescimento proporcional do nível de preços. Ou seja, a moeda seria neutra no que diz respeito às variáveis reais da economia já no curto prazo. Para Friedman, no entanto, impulsões monetárias poderiam criar a ilusão de que os salários reais estavam crescendo, levando à maior oferta de trabalho por parte dos trabalhadores. Esse efeito, no entanto, se restringiria ao curto prazo, com os trabalhadores ajustando as suas expectativas e a economia retornando à sua taxa natural de desemprego. Assim, a relação entre inflação e desemprego proposta pela Curva de Phillips seria válida para o curto termo, enquanto que o resultado final do processo seria somente o aumento do nível de preços, ou seja, a TQM mostrar-se-ia válida. A oferta de moeda, por sua vez, tanto para os clássicos como para Friedman, seria de responsabilidade do banco central, ou seja, passível de ser controlada. No NCM, por sua vez,

a partir do fracasso da abordagem de controles monetários proposta por Friedman e da admissão de componentes endógenos da oferta de moeda - a exemplo das atividades dos bancos comerciais - a taxa de juros passa a ser o instrumento principal de política monetária. Não consideram, no entanto, que as variáveis monetárias venham a afetar o crescimento econômico no longo prazo, sendo esse delimitado pelo lado da oferta real da economia. Assim, movimentos da taxa de juros que implicam diminuição da liquidez no sistema não afetariam o potencial das economias, ou seja, a moeda segue sendo entendida como neutra na abordagem convencional, embora a concepção da moeda em si no NCM seja imprecisa e sua modelagem se dê como um resíduo dos processos econômicos¹¹.

Keynes e os pós-keynesianos, por outro lado, entendem que a moeda apresenta uma propriedade adicional, a de reservar valor na forma mais líquida possível. Por conseguinte, essa capacidade de retenção e de liquidez teria a capacidade de determinar o próprio processo de acumulação capitalista pois, especialmente em momentos de incerteza, os empresários teriam preferência por manter seus recursos na forma de ativos financeiros, em detrimento de investimentos produtivos. Assim, a demanda por moeda por parte dos agentes seria instável, rompendo o nexo causal entre moeda e nível de preços proposto pela TQM. Por outro lado, caberia à autoridade monetária - por meio da definição da taxa básica de juros no mercado de reservas bancárias - estimular a transformação da moeda de ativo para meio de troca. Esse processo, embora influenciado pelos bancos centrais, dependeria também dos objetivos de lucratividade e liquidez dos bancos e, ao final, das próprias demandas por crédito das firmas e indivíduos, sendo a moeda parcialmente endógena.

Derivadas da compreensão da moeda das teorias apresentadas, são expostas no Quadro 3 as origens e as distintas formas de mitigar e/ou tratar a inflação nos dois arcabouços trabalhados.

Quadro 3 - Origens e formas de tratamento da inflação

	Economia convencional	Economia keynesiana
--	-----------------------	---------------------

¹¹Arestis e Sawyer (2003) indicam que as tentativas de modelagem da moeda no NCM abriram espaço para sérias implicações para o próprio resultado das formulações, especialmente, no que diz respeito à possibilidade de impacto da política monetária nas variáveis reais. Mesmo admitindo a endogeneidade da moeda, essa não se dá de forma explícita e não são fornecidos argumentos teóricos suficientes para justificá-la. Assim, “*We would suggest that a fruitful way forward is to develop theoretical arguments on the premise of endogenous money, and to study the process of credit creation (and thereby the creation of bank deposits) rather than just model the stock of money as a residual. This would also have to analyse the credit system, and how the demand for loans is (or is not) satisfied by the banks. Such an approach would be more fruitful and would, indeed, provide a more promising attempt to deal with monetary phenomena*” (Arestis; Sawyer, 2003, p. 10).

	TQM Clássica	Monetarismo	Novo Consenso Macroeconômico (NCM)	Pós-keynesianos
Origens da inflação	Oferta excessiva de moeda	Oferta excessiva de moeda	Excesso de demanda e expectativas	Lucros, salários, rendimentos decrescentes, externa (preços + câmbio) choques de oferta, impostos e demanda
Tratamento da inflação	Controle da oferta de moeda	Controle da oferta de moeda	Controle da taxa de juros	TIPs, políticas permanentes de qualificação do trabalho e de desenvolvimento tecnológico, políticas cambiais, substituição de importações, estoques reguladores e controle da taxa de juros

Fonte: Elaboração própria

Para a TQM Clássica, assim como, para o monetarismo - embora o processo de ajuste ocorresse de formas distintas - existiria uma inequívoca relação causal entre a quantidade de moeda em circulação e a inflação, sendo o controle da oferta de moeda suficiente e necessário para que os preços se mantivessem estáveis. Para o NCM, por sua vez, mesmo que não seja advogada a relação direta entre moeda e preços, a inflação segue entendida como um fenômeno causado pelo excesso de demanda em relação à capacidade de oferta da economia. Ademais, as expectativas quanto à inflação futura tendem a retroalimentar o processo de inflação já presente. Assim, a função da autoridade monetária seria - através do estabelecimento da taxa de juros - controlar o hiato do produto, assim como, ancorar as expectativas dos agentes.

Os pós-keynesianos, por outro lado, entendem a inflação como um fenômeno multifacetado, com origens principalmente na estrutura de oferta das economias, a exemplo de aumentos dos salários e lucros acima do crescimento da produtividade da economia, de rendimentos decrescentes de escala, de choques de oferta, de relações externas (cambiais e produtivas) e impostos. Ressaltam também, que a capacidade de impactar o nível geral de preços de cada um desses focos inflacionários dependeria de fatores como o grau de monopólio da economia, da abertura externa e do hiato de emprego. Cada um desses focos, por sua vez, deveria ser atacado com um instrumento específico. A taxa de juros, embora

capaz de baixar a inflação via diminuição da demanda geral da economia, seria um remédio generalizado para um problema, muitas vezes, focalizado, implicando custos desnecessários em termos de desemprego e limitando o potencial de crescimento das economias.

Por fim, conforme o Quadro 4, no que tange à condução da política monetária, observam-se divergências em respeito à adoção ou não de regras, as quais, por sua vez, derivam da forma como os agentes formam suas expectativas e tomam suas decisões.

Quadro 4 - Condução da política monetária

	Economia convencional			Economia keynesiana
	TQM Clássica	Monetarismo	Novo Consenso Macroeconômico (NCM)	Pós-keynesianos
Regras X Discricionariedade	Regras	Regras passivas (taxa de crescimento do agregado monetário)	Regras ativas (Regra de Taylor)	Discricionariedade (coordenação das políticas macroeconômicas)
Expectativas	-	Adaptativas	Racionais	Incerteza

Fonte: Elaboração própria

A presença da necessidade de regras de controle para a política monetária na abordagem clássica da TQM pode ser percebida tanto a partir da sua concepção teórica dos processos inflacionários - que decorrem do excesso de moeda em circulação - assim como, de fatos históricos embasados nas suas proposições - a exemplo da Lei Bancária inglesa de 1844, que limita a oferta monetária à disponibilidade de ouro.

Friedman e os monetaristas, por sua vez, indicam que os bancos centrais devem seguir regras estritas de crescimento dos agregados monetários baseadas nas médias históricas das taxas de crescimento do produto real, ou seja, uma regra passiva. Nesse contexto, tendo em vista que os agentes formam suas expectativas de forma adaptativa - ou seja, baseados no nível de preços passado - repetir o que já vinha sendo feito de forma adequada permitiria que a inflação fosse evitada.

Já para o NCM o processo de formação de expectativas se daria de forma racional, unindo informações passadas e presentes a fim de evitar erros de previsão. Assim, buscando evitar políticas monetárias com viés inflacionário que seriam percebidas pelos agentes, os bancos centrais deveriam ser independentes das autoridades governamentais e perseguir o objetivo único da estabilidade de preços. Ademais, para o alcance desse objetivo,

recomenda-se a determinação da taxa de juros a partir de uma Regra de Taylor - uma função que reage às mudanças nas variáveis macroeconômicas, especialmente, às expectativas de inflação, à distância da inflação efetiva para a meta fixada e ao hiato do produto.

Os pós-keynesianos, diferenciando-se das abordagens anteriores, ao entenderem que o processo decisório capitalista se dá em um ambiente incerto - no qual as distribuições de probabilidade dos eventos não estão dadas - indicam que o banco central tem papel central no sistema econômico ao diminuir as incertezas e desestimular a preferência pela liquidez em favor de investimentos produtivos. Já contextos de regras para a taxa de juros, assim como, para a inflação, favoreceriam o controle do nível de preços, em detrimento do crescimento econômico - sendo que para os pós-keynesianos ambos objetivos deveriam ser conciliados, mas não somente por meio da política monetária. Assim, as decisões dos bancos centrais deveriam estar coadunadas às demais políticas macroeconômicas dos governos.

6. CONCLUSÕES

Entendendo a inflação, assim como, a maneira de combatê-la com profundas implicações sociais e políticas, a presente monografia buscou responder quais seriam as causas e formas de tratamento da inflação para as abordagens econômicas convencional/neoclássica e pós-keynesiana. Na corrente convencional, a inflação é entendida historicamente como um fenômeno de demanda, tendo a moeda - e a sua compreensão derivada da Teoria Quantitativa da Moeda - papel central nessa concepção. Já para os pós-keynesianos, a inflação apresenta-se essencialmente como um problema da estrutura de oferta das economias, manifestando-se a partir do conflito distributivo (lucros e salários), rendimentos decrescentes de escala, choques de oferta, relações externas (cambiais e produtivas) e aumentos de impostos por parte do governo. A inflação de demanda, por sua vez, seria uma situação específica, dificilmente verificada.

Tendo em vista as origens identificadas para inflação, cada abordagem indica uma forma de tratamento diferente. Enquanto na teoria convencional o aumento da taxa de juros é o instrumento a ser utilizado - por possibilitar o resfriamento da demanda agregada, assim como, a ancoragem das expectativas - para os pós keynesianos cada origem de inflação deveria ser evitada e/ou mitigada de formas distintas. Para processos inflacionários decorrentes de aumentos de salários e/ou lucros acima do crescimento do nível de produtividade da economia, por exemplo, seriam recomendadas as TIPs (*tax based income policies*). Já para a situação de rendimentos decrescentes são recomendadas políticas permanentes de qualificação do trabalho e de desenvolvimento tecnológico, enquanto para a restrição externa, deveriam ser utilizadas políticas cambiais e de substituição de importações. No que tange aos choques de oferta, esses poderiam ser amenizados por meio de estoques reguladores ao passo que inflações de impostos deveriam ser evitadas pelo próprio governo. A inflação de demanda, por sua vez, poderia ser controlada via taxa de juros, embora os custos sociais em termos de desemprego decorrentes desse processo sejam não-negligenciáveis.

Diante do exposto, foi possível alcançar o objetivo geral da pesquisa, o qual era justamente identificar as causas e formas de tratamento da inflação aos olhos das correntes convencional e pós-keynesiana. No que tange aos objetivos específicos, verificou-se que a forma de conceber a moeda é central para compreender a inflação. Enquanto a abordagem convencional entende a moeda essencialmente como um meio de troca, de forma que manipulações da mesma implicam tão somente em aumento do nível geral de preços no longo prazo, para os pós-keynesianos a moeda é entendida adicionalmente como reserva de valor e,

através da preferência pela liquidez, determina o próprio processo de acumulação capitalista, sendo não-neutra. Ademais, observou-se que, embora as construções teóricas da corrente convencional tenham se tornado mais complexas e incluído novos elementos relevantes - a exemplo do papel das expectativas e da utilização da taxa de juros em detrimento do controle dos agregados monetários - a conclusão final do NCM é muito semelhante àquela presente em Hume (1752): variáveis monetárias afetam as variáveis reais da economia (principalmente, o produto) apenas no curto prazo, enquanto no longo termo seu impacto manifesta-se sobre o nível geral de preços. Em termos “modernos”, para o NCM a Curva de Phillips seria vertical no longo prazo.

Como limitação da pesquisa, ressalta-se a dificuldade em definir de forma clara a moeda nos modelos do Novo Consenso Macroeconômico, podendo essa ser uma questão em aberto da própria teorização, conforme Arestis e Sawyer (2003). Ademais, como são apresentados muitos conceitos e sob perspectivas diferentes - tanto em termos históricos como teóricos - é possível que tenham sido empregadas simplificações que não abarquem a totalidade e a complexidade de cada uma das teorias apresentadas.

Das limitações apresentadas, por sua vez, surgem possibilidades de pesquisa posteriores, dentre as quais a realização de avaliações empíricas que busquem, por exemplo, relacionar os dados de inflação efetiva com as origens de inflação identificadas por ambas as abordagens teóricas, assim como, que avaliem a neutralidade - ou não - da moeda e os impactos da manipulação da taxa de juros e da taxa câmbio nas variáveis reais e monetárias das economias.

Por fim, embora utilize-se a noção de “consenso” no âmbito convencional, é muito mais adequada a noção de dissenso quando realizada a comparação com a abordagem pós-keynesiana. Dessa forma, as questões levantadas têm potencial para novas elaborações teóricas que permitam o avanço das Ciências Econômicas, assim como, a mudança do “saber convencional”. Avanços esses que podem implicar a redução do custo social causado pelo uso da taxa de juros para o tratamento da inflação.

BIBLIOGRAFIA

ARESTIS, P.; SAWYER, M. C. Does the Stock of Money have any Causal Significance. **SSRN Electronic Journal**, v. Working Paper No. 363, 2003.

ASSOCIACAO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB). **Nota de Pesar – Fernando José Cardim de Carvalho (1953-2018)**. Disponível em: <<https://associacaokeynesianabrasileira.org/nota-de-pesar-fernando-jose-cardim-de-carvalho-1953-2018>>. Acesso em: 23 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é inflação**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/oqueinflacao>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Processo de definição da taxa de juros**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/1999/06/ri199906b3p.pdf>>. Acesso em: 27 nov. 2023.

BORDO, M. D.; JONUNG, L. The long run behavior of the income velocity of money in five advanced countries, 1870-1975: an institutional approach. **Economic Inquiry**, v. 19, n. 1, p. 96–116, jan. 1981.

CARVALHO, F. C. DE. Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, v. 10, n° 4 (40), out-dez, 1990.

CARVALHO, F. J. C. DE. A não neutralidade da moeda em economias monetárias de produção: a moeda nos modelos pós-Keynesianos. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 21, n. 1, p. 11–40, 1 mar. 1991.

CARVALHO, F. J. C. A economia keynesiana e a moeda na economia moderna. In: CROCCO, M. (Org.); JAYME JR, F. G. (Org). **Moeda e território: uma interpretação da dinâmica regional brasileira**. Belo Horizonte: Autêntica, 2006.

CARVALHO, F. J. C. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

CARVALHO, A. C.; RODRIGUES, P. DA S.; CARVALHO, D. F. Risco, incerteza e expectativa na dinâmica dos eventos de uma economia capitalista na perspectiva de Keynes e Knight. **Revista de Economia Política e História Econômica**, n° 41, jan-2019. Disponível em: <https://repositorio.ufpa.br/bitstream/2011/15219/1/Artigo_RiscoIncertezaExpectativa.pdf>. Acesso em: 22 nov. 2023.

CONTADOR, C. **A hiperinflação no brasil: a cronologia do pesadelo a ser evitado**. RELATÓRIO COPPEAD/UFRJ, n° 226, Rio de Janeiro, 1989. Disponível em: <https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/11550/1/RC_226-Comp.pdf>. Acesso em: 23 nov. 2023.

CORAZZA, G. O monetarismo ou a negação da moeda. **Universidade Federal do Rio Grande do Sul**, 2007. Disponível em:

<http://www.ufrgs.br/decon/publionline/textosdidaticos/textodid11.pdf>. Acessado em: 28 out. 2023.

CORAZZA, G.; KREMER, R. Friedman e o monetarismo: a velha teoria quantitativa da moeda e a moderna escola monetarista. **Análise Econômica**, v. 21, n. 40, 9 out. 2009.

DAVIDSON, P. **Post Keynesian Macroeconomic Theory**. 1. ed [s.l.] Edward Elgar Publishing, 1994.

FACHIN, O. **Fundamentos de metodologias**. São Paulo: Saraiva Educação S.A., 2005.

FRIEDMAN, M. **Studies in the quantity theory of money**. Chicago: University Of Chicago Press, 1956.

FRIEDMAN, M. Quantity Theory of Money. In: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. **The New Palgrave: Money**. London: Macmillan, 1989.

GALBRAITH, J. K. **Moeda: de onde veio, para onde foi**. 2. ed. São Paulo: Editora Pioneira, 1983.

GALBRAITH, J. K. **A Sociedade Afluente**. Tradução de Carlos Afonso Malferrari. São Paulo: Editora Pioneira, 1987.

GREMAUD, A. P.; BRAGA, M. B.; VASCONCELLOS, M. A. S.; TONETO JUNIOR, R. Macroeconomia básica: determinação da renda nacional. **Manual de macroeconomia**. São Paulo: Atlas, 1997.

HEILBRONER, R. **A história do pensamento econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

HERMANN, J. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. IN: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F. (Org). **Agenda Brasil – Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços**. Barueri: Manole/Fundação Konrad Adenauer, 2003.

LAVOIE, M. **Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis**. [s.l.] Edward Elgar Pub, 1992.

LOPES, M. DE L. M.; MOLLO, M. DE L. R.; COLBANO, F. S. Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 2, p. 282–304, jun. 2012.

LUQUE, C. A.; VASCONCELLOS, M.A.S. Considerações sobre o Problema da Inflação. In: GREMAUD, A.P (org.). **Manual de economia**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

MARQUES, M. J. Uma resenha das teorias de inflação. **Revista Brasileira de Economia**, v. 41, n. 2, p. 185–224, 1 abr. 1987.

MENDONÇA, H. F. A teoria da credibilidade da política monetária. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3 (87), p. 46-64, 2002.

MENDONÇA, M. B. Moeda e inflação: teorias comparadas. Monografia - Universidade de Brasília - UNB, 2021.

MIKHAILOVA, I.; PIPER, D. Novo consenso macroeconômico: tentativa de sintetização e aplicabilidade à economia brasileira. **Pesquisa & Debate. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política**, v. 23, n. 42, 20 dez. 2012.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. 1. ed. New York: Mcgraw-Hill Professional, 1986

MODENESI, A. DE M. Convenção e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB - 2000-2007. **IPEA**, Texto para discussão n° 1351, ago. 2008.

MODENUTI, J. Quadro comparativo: o que é e como fazer - **Click Sociológico**. Disponível em: <<https://clicksociologico.com/quadro-comparativo-o-que-e-e-como-fazer/>>. Acesso em: 28 jun. 2023.

NAVES, L.; TERRA. Um percurso pela história das ideias: a moeda em Keynes. **Geosul**, v. 36, n. 80, p. 133–157, 2 dez. 2021.

NEVES, A. L. Uma análise pós-keynesiana do regime de metas de inflação sobre a distribuição de renda e o crescimento econômico. Dissertação de Mestrado - Universidade Federal do Paraná: Curitiba, 2007.

NEVES, A. L.; OREIRO, J.L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio FEE**, v. 29, n. 1, 1 jan. 2008.

OREIRO, J. L. Economia Pós-Keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. **Ensaio FEE**, v. 32, n. 2, 3 nov. 2011.

PAIS RIBEIRO, J. L. Research review and scientific evidence. **Psicologia, Saúde & Doença**, v. 15, n. 3, nov. 2014.

RIPKA, A.; KRAUZER, F.; ROHENKOHL, J. **A influência de Thorstein Veblen nos conceitos de indivíduo, instituição e firma de John Galbraith**. [s.l: s.n.], 2020. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro/2020/submissao/files_I/i1-0153a177b690a4ca5351a9e0ac6c9b23.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2023.

SANTOS, J. DE F.; LAGES, A. M. G. Teorias sobre inflação: uma breve resenha descritiva e didática da literatura. **Nexos Econômicos**, v. 14, n. 2, p. 94–110, 3 fev. 2020.

SICSÚ, J. **Emprego, juros e câmbio**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SOUSA, A. S. DE; OLIVEIRA, G. S. DE; ALVES, L. H. A pesquisa bibliográfica: princípios e fundamentos. **Cadernos da FUCAMP**, v. 20, n. 43, 8 mar. 2021.

SOUZA JÚNIOR, J. R. DE C.; CAETANO, S. M. **Produto potencial como ferramenta de análise da política monetária e da capacidade de crescimento da economia brasileira**. Rio de Janeiro: Texto para Discussão 1881, 2013. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2011/1/TD_1881.pdf>.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 39, pp. 195-214, North Holland, 1993.

TAYLOR, J. B. A historical analysis of monetary policy rules. **NBER**, Working Paper 6768, Cambridge, 1998.

WERLANG, S. Simonsen, inflação, expectativas racionais e os pós-keynesianos. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, 1998. Disponível em: <<https://periodicos.fgv.br/rbe/article/download/717/1957/5478>>. Acesso em: 22 nov. 2023.