

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Economia
Bacharelado em Ciências Econômicas

GUILHERME NOGUEIRA KATO

**Inflação e crescimento sob as óticas ortodoxas e
heterodoxas: o caso brasileiro**

Brasília
2014

GUILHERME NOGUEIRA KATO

Inflação e crescimento sob as óticas ortodoxas e heterodoxas: o caso brasileiro

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

Orientadora: Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

Brasília
2014

Guilherme Nogueira Kato

Inflação e crescimento sob as óticas ortodoxas e heterodoxas: o caso brasileiro.

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

Aprovado no dia 1º de julho de 2014.

BANCA EXAMINADORA

Maria de Lourdes Rollemberg Mollo – Universidade de Brasília

Adriana Moreira Amado – Universidade de Brasília

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha orientadora Prof. Dra. Maria de Lourdes Rollemberg Mollo por toda paciência, dedicação e ajuda na realização desta monografia.

Agradeço aos meus pais, meu irmão, meus padrinhos e toda minha família pelo carinho, ajuda e dedicação durante toda a minha vida. A todos os meus amigos que continuaram ao meu lado, obrigado por todos esses anos de amizade e lealdade.

Aos meus chefes e pessoal do IBAMA, obrigado por tudo. O período de estágio foi essencial para minha formação. Vocês foram verdadeiros amigos.

A todos que acreditaram em mim, me incentivaram e me ajudaram em momentos difíceis, obrigado!

RESUMO

Esta monografia analisa a questão inflacionária, tanto do ponto de vista teórico quanto do ponto de vista da economia brasileira. O tratamento desta, como de várias outras questões em economia não é consensual e as razões básicas para a falta de consenso encontram-se nas diferenças teóricas entre os vários autores. Na primeira seção, serão apresentadas as teorias monetárias segundo os neoclássicos, monetaristas, novo clássicos e novo keynesianos. Na segunda seção, as teorias pós-keynesianos e marxistas serão expostas. Na terceira seção, estudaremos o caso brasileiro do período entre o Plano Real até os primeiros anos do governo Dilma, buscando identificar elementos heterodoxos ou ortodoxos nas políticas do período.

Palavras-chave: Inflação; Crescimento; Ortodoxia; Heterodoxia.

ABSTRACT

This monograph studies the inflation in Economics, both from a theoretical point of view and a practical one. The treatment for inflation is not universally agreed upon and the reason for this controversy lies on theoretical differences between the authors. The first chapter presents the neoclassical, monetarist, new classical and new keynesian theories. On the second part, the marxist and post keynesian thoughts will be presented, alongside some alternate solutions for inflation. Finally, the third chapter brings a study of the Brazilian economy from Plano Real to the first years of the Dilma administration, seeking to identify if the economy policies were orthodox, or heterodox.

Keywords: Inflation; GDP growth; Orthodoxy; Heterodoxy.

SUMÁRIO

Introdução	1
Capítulo 1: A ortodoxia quanto à inflação e ao crescimento	2
1.1 A Teoria Quantitativa da Moeda	2
A TQM para os neoclássicos	2
A reformulação de Friedman	6
A teoria de inflação de demanda	9
1.2 As flutuações para os novos clássicos	10
1.3 Novos keynesianos e os preços rígidos	12
1.4 A curva de Phillips e a TQM	14
1.5 Observações conclusivas	17
Capítulo 2: A heterodoxia, os impactos da moeda sobre o crescimento e as causas da inflação	18
2.1 Os marxistas e o poder social da moeda	18
A inflação segundo os marxistas	21
2.2 Os pós-keynesianos e a incerteza do mercado	24
A poupança e o investimento	26
A inflação para os pós-keynesianos	27
2.3 Os remédios para a inflação e os debates entre ortodoxos e heterodoxos	29
2.4 Observações conclusivas	32
Capítulo 3: Estudo de Caso – Brasil (1994-2013)	33
3.1 O Plano Real (1993-2002)	33
A implantação do plano	34
O plano real sob o governo FHC	39
Discussão do Plano Real	43
3.2 O Governo Lula	50
O efeito Lula	50
O tripé macroeconômico no governo Lula	51
O desempenho do governo Lula	53
3.3 O Governo Dilma	59
Desempenho do governo Dilma	60
Conclusões Finais	64
Referências Bibliográficas	66

INDICE FIGURAS

Figura 1.1 – Mercado de Fundo de Empréstimos	5
Figura 1.2 – Curva de Phillips	15
Figura 1.3 – Curva de Phillips e as expectativas adaptativas	16
Figura 2.1 – Ciclo Completo de Reprodução do Capital	19
Figura 2.2 – Ciclo Completo com Crédito	21
Figura 3.1 – Inflação Mensal 93/94 (%-variação)	35
Figura 3.2 – Resultado Primário 93/94 – u.m.c. (milhões)	36
Figura 3.3 – Taxa de Câmbio – R\$/US\$ (comercial-média)	38
Figura 3.4 – Balança Comercial 1990-2002	39
Figura 3.5 – Brasil: Balanço Fiscal (94-98)	40
Figura 3.6 – Taxa de Câmbio (98-99)	42
Figura 3.7 – Reservas internacionais (98-99)	42
Figura 3.8 – IPCA – var. % mensal – governo FHC	45
Figura 3.9 – Dados sobre a inflação	45
Figura 3.10 – Evolução de M1 e M2	46
Figura 3.11 – Taxa de desemprego – RMSP (%)	47
Figura 3.12 – Taxa de investimento (%PIB)	48
Figura 3.13 – Produto interno bruto (Variação – FHC)	49
Figura 3.14 – Produto interno bruto – (Variação real no ano – pré-FHC)	49
Figura 3.15 – Comparação entre os mandatos de Lula quanto à inflação e ao crescimento	54
Figura 3.16 – Comparação entre inflação e desemprego no governo Lula	55
Figura 3.17 – Taxa de câmbio	56
Figura 3.18 – Dívida líquida do setor público	57
Figura 3.19 – Reservas internacionais	58
Figura 3.20 – Inflação x Crescimento	59
Figura 3.21 – Meta Selic	61
Figura 3.22 – Dívida líquida do setor público (%PIB)	62
Figura 3.23 – Dívida bruta do governo geral (%PIB)	62

Introdução

Esta monografia trata da questão inflacionária, tanto do ponto de vista teórico quanto do ponto de vista da economia brasileira. O tratamento desta, como de várias outras questões em economia não é consensual e as razões básicas para a falta de consenso encontram-se nas diferenças teóricas entre os vários autores.

De forma a estudar melhor as várias teorias, suas apreciações sobre a inflação e as prescrições decorrentes para o seu combate, esta monografia tratará do tema confrontando as várias posições.

Em seu primeiro capítulo, serão expostas as teorias ortodoxas da inflação, baseadas na Teoria Quantitativa da Moeda, concluindo-se com as prescrições para acabar com a inflação de demanda.

No segundo capítulo, as teorias heterodoxas de inflação são examinadas, explicando o porquê da negação e das críticas à Teoria Quantitativa da Moeda. Ao mesmo tempo, são descritas as teorias alternativas de inflação e seus remédios.

Finalmente, o terceiro capítulo avalia a inflação brasileira das décadas de 1990-2010, como estudo de caso, procurando localizar os argumentos teóricos ortodoxos e heterodoxos para sua análise, bem como o caráter mais ou menos ortodoxo das medidas tomadas para o seu combate.

Capítulo 1: A ortodoxia quanto à inflação e o crescimento

1.1 A Teoria Quantitativa da Moeda

As origens da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) podem ser datadas da metade do século XVI, na teoria monetária de inflação de Jean Bodin, que foi posteriormente melhorada por outros autores. Segundo essa teoria, o poder de compra da moeda varia proporcionalmente em relação à sua quantidade em circulação. Em 1752, David Hume acrescentou a noção de causalidade à teoria. Hume dizia que um aumento de moeda na economia causaria um aumento de preços gerais, sem nenhuma variação na taxa de juros. (Humphrey, 1974). David Hume e Richard Cantillon apresentaram o mecanismo direto de transmissão do aumento de moeda para o nível de preços e Thornton apresentou o mecanismo indireto (Humphrey, 1974). Pelo mecanismo direto, um aumento da quantidade de moeda em circulação implica em um aumento dos gastos, que se refletirá em aumento de preços, equilibrando a identidade, $MV = PY$; pelo indireto, um aumento de M implica em uma redução da taxa de juros de mercado, estimulando gastos com investimento, que pressionam os preços para cima até que a taxa de juros retorne ao equilíbrio (Blaug, 1990, cap.15, pp. 423).

A TQM PARA OS NEOCLÁSSICOS

A proposição básica da TQM é que um aumento na quantidade de moeda tem um efeito diretamente proporcional no nível de preços, uma vez que a velocidade de circulação da moeda e o nível do produto são supostos serem independentes da oferta de moeda no longo prazo. A teoria quantitativa vem sendo desenvolvida desde o século XVIII, mas Simon Newcomb criou sua versão mais famosa, a versão de transação, popularizada por Irving Fisher em 1911 (Carvalho *et al.*, 2012, cap.3). Sendo M a quantidade de moeda em poder do público, T o número de transações pagas com M dentro de um determinado período, P o nível de preços de T, e V a velocidade de circulação de M, a versão de transações da teoria quantitativa da moeda associada a Fisher diz que:

$$\uparrow M\bar{V} = \uparrow P\bar{T} \quad (1.1)$$

Ou seja, segundo a equação (1.1), um aumento em M leva a um aumento diretamente proporcional em P. O lado direito da equação significa volume de

transações pagas, em termos de seus preços. O lado esquerdo corresponde à quantidade de moeda utilizada em um determinado espaço de tempo – se M é definido como o estoque dos meios de pagamento em mãos para satisfazer o volume de pagamentos dados por PT , V é o número de vezes que o estoque de moeda deve passar do comprador para o vendedor para satisfazer a igualdade, a cada período (Graff, 2008; Carvalho *et al.*, 2012, cap.3). De acordo com Blaug (1990, cap.15, pp.422-423), a TQM deve obedecer três hipóteses: (i) a relação causal deve sair do lado esquerdo para o lado direito da equação; (ii) toda e qualquer variação em V e M não pode ser atribuída a fatores monetários, ou seja, a moeda é suposta neutra; e (iii) a moeda deve ser exógena.

Segundo Graff (2008), embora em teoria as variáveis possam ser quantificadas, na prática, suas medições enfrentam sérias dificuldades. Atualmente, M tem várias definições ($M1$, $M2$, $M3$, $M4$; quanto maior o número, maior o agregado e menor a liquidez). Nem $M1$, definido pelo Banco Central do Brasil (BCB) como papel moeda em poder do público e depósitos a vista, apresenta elementos homogêneos. A versão original do modelo de transações de Fisher leva isso em conta:

$$MV + M'V' = PT \quad (1.2)$$

Onde $M'V'$ são os depósitos bancários (crédito circulante). Esse novo termo, como afirma Graff, dá maior realismo à equação, que agora conta com duas velocidades de circulação diferentes.

A equação de transações de Fisher se observa apenas no longo prazo. Segundo Blaug (1990, cap.15), Fisher verificava uma relação defasada entre a taxa de juro e o nível de preços, o que possibilita que T influenciasse V e M . Entretanto, a determinação de T foi dada a pequenas variações de forças institucionais, como o desenvolvimento do sistema bancário, a velocidade de transporte e a rede de comunicações, a frequência das receitas e desembolsos entre os comerciantes e etc. Portanto, na prática Fisher tinha V como um dado institucional, o que implica que a procura de moeda ($1/V$) é estável, dando à política monetária um pleno impacto em P .

A dificuldade de se medir o número de transações T e do nível de preços P da economia fez com que T fosse posteriormente substituído por Y , que é o Produto

Interno Bruto (PIB) da economia, que leva em conta o nível de preços e o produto final apenas (Carvalho *et al.*, 2012, cap.3):

$$MV = PY \quad (1.3)$$

Como T inclui produtos intermediários e serviços e o PIB não, Y será menor que T; e, portanto, V com relação ao PIB – da equação (1.3) – será menor que V da equação (1.2).

Marshall desenvolveu uma teoria da procura de moeda relacionando a moeda com a produção líquida ou com o rendimento nacional. Além disso, ele e seus seguidores trocaram a taxa de rotação da moeda por uma proporção do rendimento anual que o público deseja deter sob a forma de moeda, culminando na versão da TQM de saldos monetários de Cambridge (Blaug, 1990, cap.15):

$$M = kPY \quad (1.4)$$

A equação de Cambridge é uma função por demanda de moeda, e k é a constante marshalliana, $k=1/V$, que expressa a quantidade de moeda que o público quer reter em forma líquida (*i.e.*, parte da oferta de moeda que é retida por conveniência ou por segurança). A equação (1.4) é derivada da equação (1.3) e como k é o inverso de V, um V estável em (1.3) implica em uma função por demanda de moeda estável (Graff, 2008).

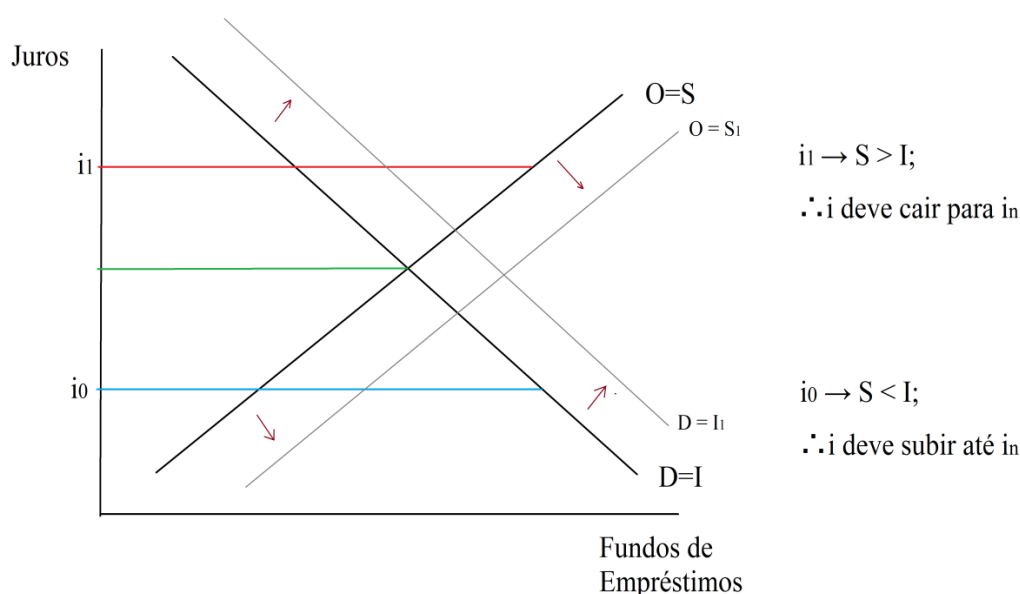
Embora uma aplicação do princípio de maximização de utilidades mostre que a taxa de juros é inversamente proporcional a k – uma vez que as pessoas preferirão ativos que rendem os juros – a formulação de Cambridge não apresenta variáveis que expressam os custos de oportunidade de retenção de moeda (*i.e.*, a taxa de juros ou o rendimento dos ativos não monetários alternativos), o que implica na negligência com relação ao mecanismo de transmissão indireta (Blaug, 1990, cap.15), mecanismo que Wicksell volta a considerar.

Segundo Carvalho *et al.* (2012, cap.3), ao invés de analisar uma economia de moeda pura, onde não se tem bancos e os pagamentos são feitos à vista e em meio circulante, Wicksell analisa uma economia mista de moeda e crédito. Wicksell considera duas taxas de juro distintas: uma taxa de juros de mercado (ou de empréstimos), determinada no mercado de crédito bancário; e uma taxa de juros natural (ou real, note que real se refere ao fato de a taxa de juros ser determinada

por fatores reais – tecnologia e preferências, que estão por trás da demanda e oferta de fundos de empréstimos, que determinam a taxa de juros de equilíbrio). Esta é a taxa de juros que iguala *ex-ante* a poupança e o investimento em pleno emprego, sendo determinada pela demanda existente de capital e pelo volume da poupança. Quando a taxa de juros natural for igual à de mercado, a economia se encontra em equilíbrio monetário. Entretanto, uma vez que os juros de mercado são determinados pelos bancos, raramente eles serão iguais.

Caso a taxa de juros natural seja *maior* do que a de mercado, a demanda por crédito irá aumentar, o investimento irá subir, junto com um aumento da demanda por fatores de produção, que elevará os custos de produção, pressionando os preços para cima. Caso os juros naturais sejam *menores* do que os de mercado, o inverso ocorre: o custo de capital neste caso será menor que a taxa de retorno esperada do capital, o que implica em uma poupança que excede o investimento planejado. Pelo mecanismo indireto de transmissão, a demanda agregada será menor – devido o incentivo maior a poupar – e os preços se encontrariam em níveis mais baixos (Observe a Figura 1.1). Note que os efeitos de uma variação na oferta de moeda são condizentes com a Teoria Quantitativa no longo prazo, embora Wicksell achasse que o processo de transmissão da quantidade de moeda aos preços passasse pela taxa de juros.

Figura 1.1



De acordo com Carvalho *et al.* (2012, cap.3), a taxa real de juros não é fixa, podendo flutuar de acordo com fatores reais da economia. Portanto, ela pode baixar quando ocorrer uma elevação do volume de poupanças, se, por exemplo, as preferências intertemporais de consumo se alteram. De modo contrário, os juros reais podem se elevar quando houver, por exemplo, um aumento geral na produtividade de capital por progresso tecnológico. O equilíbrio entre a taxa natural e a de mercado é, porém, muito demorado para ocorrer porque preferências e tecnologias mudam e, para Wicksell, os bancos levam algum tempo para perceber a alteração.

A REFORMULAÇÃO DE FRIEDMAN

Após o crash de 1929 e da Grande Depressão, os modelos da TQM se viram desacreditados, recuperando sua reputação aos poucos. Neste contexto, Friedman (1959, cap.1) parte da versão da TQM de Cambridge e cria sua própria reformulação da Teoria Quantitativa, com uma teoria mais sofisticada.

Para Friedman, a Teoria Quantitativa é uma teoria de demanda por moeda, e que para se analisar o produto, o nível de preços ou a renda, deve-se combinar a TQM com outros elementos, como a oferta de moeda ou outras variáveis.

Para os detentores de riqueza finais (as famílias), o dinheiro é um ativo, um modo de se guardar riqueza; para as firmas produtivas, a moeda é um bem de capital, uma fonte serviços produtivos que são combinados com outros serviços produtivos para se produzir o que a firma vende.

(Friedman, 1956, cap.1, pp.68).

A análise da demanda por moeda sob o ponto de vista dos detentores de riqueza é semelhante à demanda por um serviço produtivo – ou por outros ativos; e segundo Friedman depende de três fatores: (i) a riqueza total; (ii) o preço e o retorno de se reter riqueza no formato de moeda ou de outros ativos; (iii) gostos e preferências. A riqueza pode ser retida de várias formas, Friedman diz que de maneira mais geral, a riqueza total inclui toda e qualquer fonte de renda ou bem de consumo, incluindo a riqueza em forma de capital humano. Portanto, a taxa de juros (r) expressa a relação entre a riqueza (W), que é um estoque; e a renda (Y), que é uma variável de fluxo:

$$W = Y/r \tag{1.5}$$

Note que Y é a *renda permanente*, que como Carvalho *et al.* (2012, cap.6, pp.81) definem, é “um conceito que mede a capacidade de usufruto permanente da riqueza existente, desprezando-se flutuações conjunturais”.

Friedman aponta que o detentor de riqueza irá dividi-la sob as várias formas disponíveis a fim de maximizar sua utilidade, sujeito a qualquer restrição que o impeça de converter uma forma de riqueza em outra: Portanto, ele tentará fracionar sua riqueza de modo que a taxa na qual ele possa substituir as formas de riqueza seja igual à taxa de sua vontade em substituir. Se nós considerarmos que todas as formas de W , com exceção do capital humano, podem ser expressas em forma monetária, então a proporção da substituição é de \$1,00 por \$1,00, independente da forma. Entretanto, a renda gerada por cada forma deve ser levada em conta, pois ela altera o fluxo – e, portanto, a utilidade do agente. Temos então que analisar não apenas o preço dos ativos, mas também o seu retorno. Friedman (1956) então analisa o retorno de cinco formas de estocagem de riqueza:

- i. Moeda: que traz um retorno também em forma de moeda e, portanto, depende do volume de bens que uma unidade pode comprar (*i.e.*, nível de preços P).
- ii. Títulos de renda fixa: seu retorno pode existir de duas maneiras, o *coupon*, que é o montante anual; e qualquer variação no preço do ativo no tempo, podendo ser positiva ou negativa. Se o preço permanecer constante (\$1,00), então r_b é o que o ativo retornará anualmente, onde r_b é o *coupon* dividido pelo preço de mercado do ativo, que Friedman chama de “taxa de juros de mercado do título de renda fixa”. O fluxo de renda nominal proveniente de \$1,00 no tempo zero pode ser aproximado então para a seguinte expressão, que junto com P pode definir o retorno real de \$1,00 em títulos:

$$r_b - \frac{1}{r_b} \frac{dr_b}{dt} \quad (1.6)$$

- iii. Títulos de renda variável: retorna uma renda nominalmente igual a uma constante multiplicada por um índice de preços (no caso, P). Seu retorno então assume três formas: o retorno nominal constante, $\Delta P = 0$; o aumento ou redução do valor nominal constante, dado $\Delta P \neq 0$; e qualquer variação no preço do ativo no tempo. r_e é a taxa de juros de

mercado do título de renda variada, ou seja, a relação entre o somatório do *coupon* (i.e., as duas primeiras formas de retorno) e o preço do título. O retorno pode então ser expresso da seguinte maneira:

$$r_e + \frac{1}{p} \frac{dp}{dt} - \frac{1}{r_e} \frac{dr_e}{dt} \quad (1.7)$$

- iv. Bens físicos: seu retorno não é monetário, mas sim em espécie, e depende do comportamento dos preços P. Além disso, seu retorno dependerá de sua apreciação ou depreciação em termos monetários. Portanto, o retorno de \$1,00 será:

$$\frac{1}{P} \frac{dP}{dt} \quad (1.8)$$

- v. Capital humano: em um determinado ponto no tempo, no portfólio de um agente há uma divisão entre capital humano e não humano. Temos:

$$w = \frac{r_h}{r_{nh}} \quad (1.9)$$

Portanto, w é a relação entre a renda do capital humano e não humano.

Se considerarmos também u como sendo uma variável que possa afetar as preferências dos agentes e as condições tecnológicas relevantes, e que possa ser medida por alguma forma; temos a seguinte função de demanda por moeda:

$$M = f\left(P, r_b - \frac{1}{r_b} \frac{dr_b}{dt}, r_e + \frac{1}{P} \frac{dP}{dt} - \frac{1}{r_e} \frac{dr_e}{dt}, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}; w; \frac{Y}{r}; u\right) \quad (1.10)$$

Para que essa expressão esteja em termos reais, essa equação de demanda deve ser independente de termos nominais. Segundo Friedman, caso a unidade na qual os preços e a renda se expressam variar, a quantidade de dinheiro demandado deve variar proporcionalmente. A equação (1.10), portanto, deve ser homogênea de grau um em P e Y, tal que:

$$f\left(\lambda P, r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}; w; \lambda Y; u\right) \quad (1.11)$$

Caso $\lambda = \frac{1}{P}$, a equação (1.11) pode ser reescrita conforme a equação seguinte, que expressa a demanda por balanços reais como função de variáveis reais, independente de termos nominais:

$$\frac{M}{P} = f\left(r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}; w; \frac{Y}{P}; u\right) \quad (1.12)$$

Caso $\lambda = \frac{1}{Y}$, então a equação (1.11) poderá ser reescrita como:

$$\begin{aligned} \frac{M}{Y} &= f\left(r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, w, \frac{P}{Y}, u\right) \Rightarrow \\ &\Rightarrow Y = v\left(r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, w, \frac{Y}{P}, u\right) \cdot M \end{aligned} \quad (1.13)$$

Note que (1.13) está na forma da Teoria Quantitativa da Moeda, onde $v(\cdot)$ é a velocidade da renda e é calculável. Essa versão da TQM, portanto, permite que V não precise ser constante ou estável, bastando que ela seja calculável para valer a teoria.

A TEORIA DE INFLAÇÃO DE DEMANDA

Segundo Mollo e Amado (2003, cap.2, pp.64-67), os economistas que acreditam na TQM seguem três pressupostos: (i) a moeda (M) não afeta de forma permanente o produto (Y), ou seja, caso haja algum efeito devido à variação de M , esse efeito durará apenas no curto prazo, o que quer dizer que M é neutra no longo prazo; (ii) V é constante ou previsível; (iii) M pode ser manipulada pela autoridade monetária da maneira que ela achar necessário (*i.e.*, M é exógena). Estes três pressupostos implicam que, no longo prazo, toda e qualquer variação em M incidirá inteiramente em P . Portanto, a inflação ocorre quando o governo amplia a quantidade de moeda na economia, resultando em um aumento proporcional do nível geral de preços.

Ao aumentar a oferta de moeda, também se amplia a renda monetária disponível, causando um aumento na demanda, que implica em um aumento dos gastos que pressiona os preços para cima. Essa é a chamada inflação de demanda (ou monetarista). Como para os neoclássicos a moeda é apenas um meio de troca, P cresce de forma diretamente proporcional ao aumento de M , porque quando a oferta de moeda ultrapassa sua demanda (para fins transacionais), os detentores começam a gastar a moeda. Dado o suposto de pleno emprego na economia, esse gasto adicional não poderá ampliar a utilização de fatores de produção e, portanto, recairá no aumento dos preços em geral ou do nível geral de preços.

1.2 As flutuações para os novos clássicos

A escola novo clássica surgiu com a tentativa de Robert Lucas e Leonard Rapping de fornecer microfundamentos ao mercado de trabalho de Keynes (Hoover, 2008). Esta escola, assim como a novo keynesiana, tentou inserir microfundamentos à economia, com agentes se comportando conforme expectativas racionais.

As expectativas racionais foram propostas pela primeira vez por John F. Muth no início da década de 60. O conceito de expectativas racionais diz que os resultados não diferem de maneira previsível do que as pessoas estão esperando. Economistas que acreditam em expectativas racionais assumem que as pessoas se comportam de maneira a maximizar sua utilidade ou os seus lucros (Sargent, 2008). Em outras palavras, supõe-se que existe apenas um modelo econômico, os agentes o conhecem (daí sua racionalidade), e ao agir conforme o modelo, a economia chega ao equilíbrio.

Mankiw (1990) apresenta as explicações desta escola para as flutuações econômicas: (i) a informação imperfeita; (ii) os ciclos reais de negócios; (iii) mudanças setoriais.

O problema de informação imperfeita implica que quando a autoridade monetária aumenta a quantidade de moeda na economia, causando um aumento geral nos preços, no curto prazo os agentes confundem o aumento no nível geral de preços P com um aumento nos preços relativos. Mas no longo prazo, eles perceberiam o equívoco e reajustariam a sua produção para o nível normal (Pelicioni e Resende, 2009). Ou seja, a moeda só afeta o crescimento da economia real no curtíssimo prazo e por isso os novos clássicos consideram a neutralidade da moeda e a TQM válidas no curto prazo. O crescimento do produto, para eles é afetado apenas por mudanças reais, como nas teorias dos ciclos reais de negócios que assumem mudanças tecnológicas para explicar flutuações do produto ou fatores transitórios como mudanças setoriais que tornam alguns setores preferíveis aos outros (Mankiw, 1990).

Conforme Plosser (1989), os modelos dos Ciclos Reais de Negócio (*Real Business Cycles* – RBC) consideram as variáveis econômicas agregadas como os resultados de decisões tomadas por agentes individuais, que tentam maximizar sua utilidade, estando sujeitos a restrições orçamentárias e a possibilidades de

produção. Em outras palavras, os modelos RBC tentam avaliar como os agentes respondem a mudanças da economia e como essas mudanças de comportamento podem afetar as variáveis econômicas, assumindo variações aleatórias na tecnologia, que desencadeiam mudanças nos níveis de oferta de trabalho e no consumo (MANKIW, 1989).

Segundo os Ciclos Reais de Negócio, as flutuações são causadas pela tecnologia, ou seja, o crescimento se dá de acordo com o ritmo da ascensão tecnológica. O modelo de acumulação de capital neoclássico dizia que o produto *per capita*, o capital *per capita* e o consumo *per capita* convergem para valores constantes ou estáveis, na ausência de distorções na economia. Entretanto, as evidências empíricas mostram que os valores *per capita* tendem a crescer continuamente na maioria dos países industrializados (PLOSSER, 1989).

Plosser (1989) cita um trabalho de Robert Solow (1957) que argumentava que o progresso tecnológico, assim como o capital por trabalhador, eram fatores importantes na determinação do produto *per capita*.

Utilizando dados dos anos de 1909 a 1949, Solow estimou o progresso tecnológico dos Estados Unidos, concluindo que a produtividade cresceu em uma média de 1,5% por ano durante este período; enquanto que o produto *per capita* aumentou em uma média de 1,7%. Solow então argumentou que as mudanças na produtividade não eram correlacionadas com as variações no capital por trabalhador. Solow concluiu que cerca de 85% do crescimento do produto *per capita* foi devido à mudanças tecnológicas e produtividade; e apenas 15% ao aumento de capital por trabalhador (SOLOW, 1957 *apud* PLOSSER, 1989). Baseado nas evidências encontradas por Solow, Plosser diz que é possível concluir que variações de produtividade e tecnologia são fatores importantes para determinar crescimento econômico.

Quando há uma inovação tecnológica em um setor, alteram-se os preços relativos e o nível de emprego no curto prazo. Como esta flutuação vem da busca por um melhor posicionamento na produção, ela é pareto-eficiente (*i.e.*, não se pode melhorar a situação de um agente sem que se piore a de outro – Varian, 2003, cap.1, pp.15). Os RBCs, entretanto, não conseguem explicar de forma aceitável as depressões na economia, uma vez que elas só aconteceriam caso houvesse uma

regressão tecnológica, algo que só é plausível em uma situação extrema, como guerras ou catástrofes.

Pela teoria das mudanças setoriais, alguns setores progredem mais que os outros, o que implica em uma transição temporária de mão de obra entre os setores.

Se os trabalhadores tivessem mobilidade perfeita, e pudessem ser substituídos perfeitamente, mudanças na composição *setorial* da demanda por trabalho que não modificaram o nível *agregado* de demanda por trabalho não teriam efeito sobre o nível de desemprego (ABRAHAM e KATZ, 1986). Entretanto, como há uma fricção, o tempo entre a saída de um emprego em um setor que sofre choques negativos e o ingresso em outro setor não é desprezível, ou seja, se trabalhadores saírem de um setor, eles poderão ficar desempregados por um período de tempo, afetando o nível de desemprego da economia. A economia, portanto, está sujeita a um desemprego friccional, que dada a sua natureza seria apenas temporário. Mankiw (1990) cita trabalhos que criticam esta teoria, como os de Kevin Murphy e Robert Topel (1987) que contradiz a hipótese de um forte deslocamento de trabalhadores em período de recessão, observando o contrário.

1.3 Novos keynesianos e os preços rígidos

Semelhante aos novos clássicos, os novos keynesianos buscaram adicionar microfundamentos à macroeconomia, com agentes sujeitos a expectativas racionais.

Segundo Gontijo (2009), a teoria novo-keynesiana se baseia na neoclássica, compartilhando vários de seus pressupostos. As famílias maximizam suas funções de utilidade, sujeitas às restrições orçamentárias; as empresas maximizam seu lucro, com rendimentos decrescentes, até que a remuneração dos fatores se iguale às suas respectivas produtividades marginais. Para os novo keynesianos, o mercado se regula apenas no longo prazo, uma vez que, devido à rigidez nos preços, o curto prazo é caracterizado por ciclos de expansão e contração; possibilidade de desemprego involuntário; efeitos macroeconômicos provocados por mudanças nos preços relativos; e não neutralidade da política monetária apenas no curto prazo. Assim, também para os novos keynesianos a TQM é válida no longo prazo. No curto prazo, os aumentos de preços como resposta aos aumentos nas quantidades de moeda não conseguem ocorrer de forma rápida porque os preços são considerados rígidos.

A rigidez de preços, segundo os novos keynesianos, ocorre por motivos ligados a falhas de mercado, que explicam por exemplo os custos de menu e salários eficiência.

Literalmente, esses custos de menu são os recursos requeridos para impor novas listas de preços. De forma mais metafórica e realista, esses custos de menu incluem o tempo tomado para informar os clientes, a contrariedade dos clientes causada pelas mudanças de preços e mesmo o esforço requerido para pensar sobre uma mudança de preços.

(MANKIW, 1990, pp.14)

Quanto ao salário eficiência, é uma teoria usada para explicar o porquê do mecanismo de zeramento do mercado de trabalho da teoria econômica dominante pode falhar. A teoria do salário eficiência afirma que salários maiores fazem trabalhadores mais produtivos. A influência dos salários na eficiência do trabalhador pode explicar o fracasso das firmas em diminuir os salários, mesmo em um ambiente de excesso de oferta de mão de obra (MANKIW, 2008).

Segundo Krueger e Summers (1988), em um mercado perfeitamente competitivo, o trabalhador pode esperar receber apenas uma compensação igual ao seu custo de oportunidade, ou seja, as firma ofertam um salário igual apenas ao nível de capacidade que eles querem contratar. Nesse mercado, o salário depende apenas de habilidades do trabalhador – e não de características dos empregadores que não influenciam benefícios não pecuniários do emprego. Essa teoria, no entanto, não consegue explicar perfeitamente a realidade, o que cria a necessidade de teorias que consideram relações entre as características do trabalho e o salário.

Akerlof (1982) apresenta uma teoria sociológica para o salário eficiência. Caso o trabalhador não consiga manter seu rendimento acima de um padrão mínimo, ele será demitido. Acima deste padrão mínimo, no entanto, o empregado pode determinar arbitrariamente seu próprio desempenho. O trabalhador então trabalharia mais, oferecendo parte do seu salário como um “presente” à firma, que em troca o recompensaria com um aumento de salário. Como Akerlof explica (pp.549), é como em uma relação de troca de presentes de Natal, quando alguém dá um presente, espera-se que também receba algo bom em troca; caso o presente recebido não atenda às expectativas, então nas próximas vezes a pessoa não dará um presente tão bom. Outros motivos que fariam o trabalhador “presentear” a firma

são seus próprios sentimentos de lealdade com relação à firma, caso ele tenha tido experiências positivas; e caso a pessoa se importe com o bem estar dos seus colegas, ela ganha utilidade se a empresa não pressionar os que produzem menos, o que a faz tentar compensar o menor rendimento dos outros com o seu próprio trabalho. O trabalhador médio, portanto, trabalha mais do que o mínimo cobrado pela empresa.

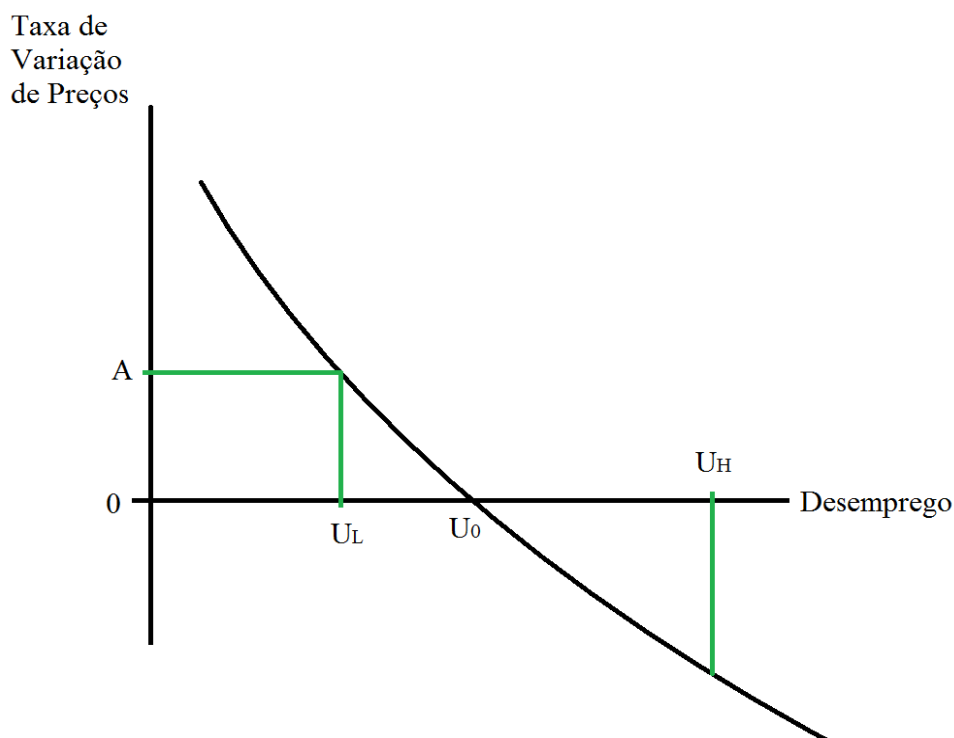
Por outro lado, a empresa não pode aumentar o nível mínimo de desempenho cobrado porque ao trabalhar juntos, os trabalhadores começam a desenvolver sentimentos de companheirismo. Os trabalhadores que produzem mais não aceitariam ver seus amigos serem demitido, sendo que seu trabalho mais do que compensa o menor desempenho do outro (AKERLOF,1982).

Krueger e Summers (1988, pp.261) também citam outras três teorias de salário eficiência. Um primeiro modelo afirma que salários altos evitam o rodízio de profissionais, o que implica em menos gastos com contratação e treino de empregados. Em uma segunda teoria, um salário alto aumenta o esforço do empregado, aumentando o custo de oportunidade da perda do emprego. Finalmente, uma terceira possibilidade foca no objetivo de selecionar, ao invés de incentivar. Firms que pagam salários altos atraem pessoas mais qualificadas, o que é desejável caso os atributos esperados não sejam observáveis.

1.4 A curva de Phillips e a TQM

Em seu artigo Friedman (1977) comenta acerca da história da curva de Phillips. Inicialmente, ele se refere à aceitação da hipótese de Phillips. Em 1958, William Phillips descobre uma forte correlação negativa entre nível de salário e desemprego nos dados do Reino Unido dos anos de 1861 a 1957. Em 1960, Paul Samuelson e Robert Solow batizam a relação em homenagem a Phillips, e substituem a taxa de crescimento dos salários pela taxa de inflação, também encontrando uma correlação negativa na economia americana. Friedman (1977) apresenta a Figura 1.2 para ilustrar essa hipótese.

Figura 1.2



A relação apresentada no gráfico demonstra o *trade-off* enfrentado pelos formuladores de política. Eles poderiam escolher um nível baixo de desemprego – no gráfico, U_L – e ter que conviver com um alto nível de inflação A ; ou então um baixo nível de inflação, ou até mesmo deflação, mas teriam que aturar um nível alto de desemprego, U_H . Caso o desemprego se encontre em U_0 , então a variação de preços será zero.

Segundo Friedman (1977), porém, as evidências empíricas não confirmaram esta relação. Ele cita a situação vivida após a Segunda Guerra Mundial, onde todos queriam promover o pleno emprego. A taxa de inflação se manteve imprevisível, tendendo a se elevar, mas variando bruscamente entre os países. Começou a se observar o fenômeno da estagflação, no qual a taxa de inflação é alta, mas também observa-se um alto nível de desemprego.

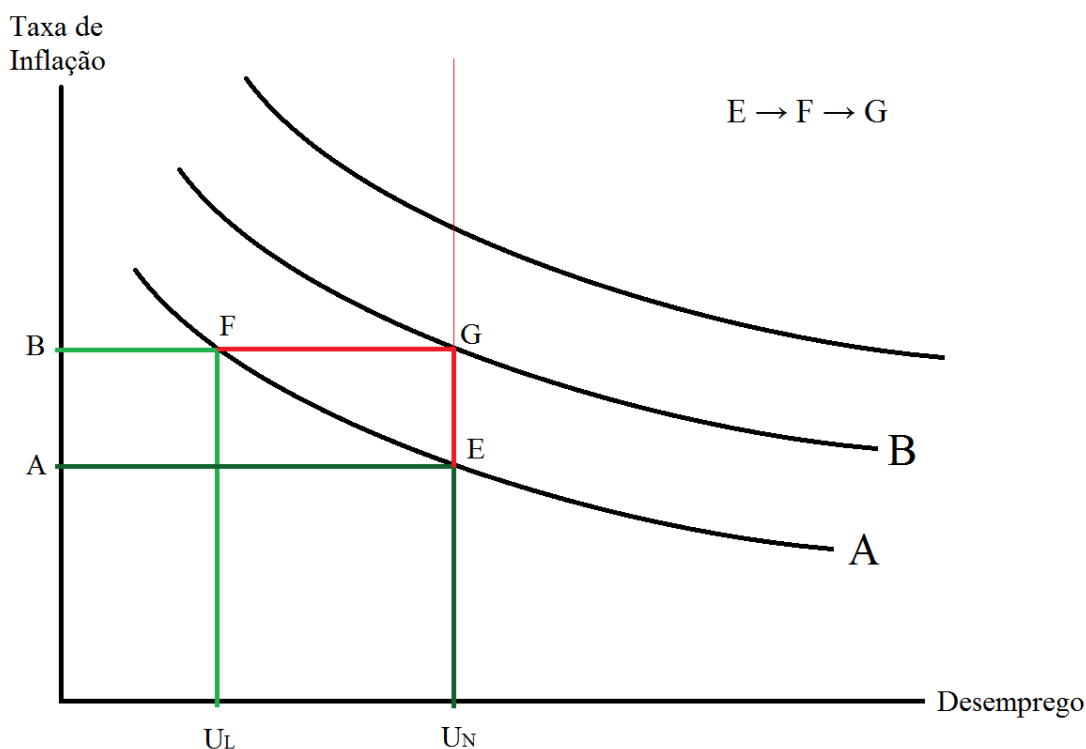
Friedman também fala da hipótese de uma taxa natural de desemprego. Baseando-se em expectativas adaptativas, Friedman (1968b) e Phelps (1967, 1970) desenvolvem uma hipótese alternativa à de Phillips e Samuelson-Solow. Dada uma aceleração inesperada da demanda agregada nominal, provocada por um aumento de M , cada produtor irá encará-la como um aumento de demanda pelo seu produto. Como ele não tem como saber se este aumento foi geral ou se foi apenas para o

seu produto, ele ficará inclinado a aumentar a produção e aproveitar os preços de mercado mais altos. Além disso, o produtor estará propenso a pagar um salário maior, em termos do preço do seu produto, para atrair mais trabalhadores (o que importa para ele é em termos do seu produto, e o seu produto está mais caro).

Para os trabalhadores, o que importa é o seu salário com relação a todas as mercadorias existentes no mercado (e não apenas o que a firma produz). Como obter informações é custoso, o aumento no salário nominal pode ser percebido como um aumento no salário real, o que compensa a desutilidade do trabalho para mais pessoas. Temos então um aumento da oferta de mão de obra ao mesmo tempo que a demanda, uma vez que os produtores contratarão mais devido à sua percepção de que o salário real abaixou.

A situação é temporária, entretanto. Com o tempo, as pessoas perceberão, e quando isso acontecer, tanto empregados como empregadores se verão presos a contratos inapropriados, porque perceberão os custos subindo. No fim, o desemprego voltará ao seu nível considerado natural. Observe a Figura 1.3.

Figura 1.3



Cada curva de Phillips do gráfico se refere a uma taxa de inflação percebida pelos agentes, ou seja, a taxa de variação de preços média percebida. Partindo do ponto E, e dado um aumento da inflação de A para B, nos moveremos para o ponto G.

F. No ponto F, o desemprego se reduz para U_L . Conforme as antecipações se ajustam, a curva de Phillips de curto prazo se moveria para cima, na curva definida pela antecipação B, e o desemprego se moveria para U_N , retornando à taxa natural de desemprego. A taxa natural de desemprego depende apenas de fatores reais.

Observe que a curva de Phillips apresenta os mesmos resultados da TQM a partir do mesmo tipo de raciocínio – o aumento de preços causado pelo aumento de M no início do argumento. No final, este aumento de M não leva a efeito real nenhum, porque as pessoas voltam para o nível inicial natural de desemprego. Assim, M só deixa de ser neutra no curto prazo, reduzindo o desemprego, mas isso é eliminado no longo prazo.

1.5 Observações Conclusivas

Conforme visto durante o capítulo, como os ortodoxos acreditam que a moeda é neutra, seja sempre ou apenas no longo prazo, a política monetária é inútil para estimular a economia, dado que toda a variação da quantidade de moeda afetaria apenas os níveis de preços, gerando inflação. Se a quantidade de moeda gera a inflação, então a política monetária deve focar apenas nisso.

Para os ortodoxos, políticas monetárias de controle de inflação não têm impacto social negativo muito problemático, uma vez que, como a moeda não afeta a produção, o controle da quantidade de moeda não causa desemprego e queda de renda durante tempos longos.

Capítulo 2: A heterodoxia, os impactos da moeda sobre o crescimento e as causas da inflação.

Como visto na seção anterior, ao aceitar a TQM, os pensadores ortodoxos supõem uma demanda de moeda estável, que implica em uma velocidade de circulação de moeda também estável, previsível e/ou calculável. A neutralidade da moeda, ao impossibilitar que a quantidade M afete o produto Y , implica em um impacto proporcional de M no nível geral de preços P , causando apenas inflação. Como a moeda é exógena, o Banco Central é o causador da inflação, uma vez que controla a quantidade de moeda via compensação de variações na velocidade de circulação V (Mollo, 2004).

As correntes heterodoxas, por outro lado, não aceitam a Teoria Quantitativa da Moeda, negando essas hipóteses. O suposto de um possível entesouramento implica que a velocidade da moeda não é constante, tirando a culpa pela inflação do Banco Central, que não pode mais controlar de forma perfeita a quantidade de moeda M nos mercados; e que, ao considerar a não neutralidade da moeda, um aumento da base monetária não necessariamente traz implicações negativas, podendo também aumentar a produção real da economia (Mollo, 2004).

Nas próximas duas seções serão expostos os motivos que levam os marxistas e os pós-keynesianos à rejeição da Teoria Quantitativa da Moeda, assim como suas respectivas teorias de inflação, em substituição à teoria de inflação de demanda dos quantitativistas.

2.1 Os marxistas e o poder social da moeda

Para Marx, a moeda é um equivalente universal de troca, que paga o valor de troca de uma mercadoria. O valor de troca, segundo Hunt (1982, pp.222) é uma relação entre a quantidade de mercadoria que se poderia conseguir em troca de certa quantidade de outra, ou outras, mercadorias. Era expresso em termos da quantidade de dinheiro que se poderia obter em troca de uma unidade da respectiva mercadoria.

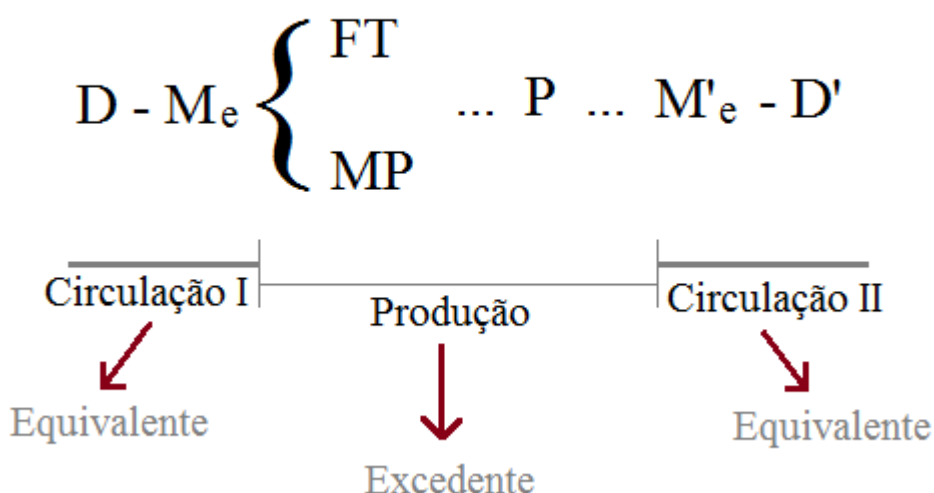
Uma vez que o valor de troca expressa de formas diferentes o trabalho abstrato socialmente necessário para a produção das mercadorias, com a evolução das sociedades mercantis, observou-se a necessidade de um valor de troca comum

a todas as mercadorias, levando a moeda a desempenhar um papel de expressão universal de valor.

Segundo Mollo (1992), a moeda surge da contradição privado social, que por sua vez vem do fato de a produção ter caráter privado, mas necessitar ser validada socialmente por meio da venda, que converte a mercadoria em dinheiro, porque dessa forma realiza a divisão social do trabalho. Isso faz da moeda algo muito importante e desejado, porque ela confere poder social a quem a possuir, criando um motivo para o entesouramento.

A reprodução do capital ocorre em três estágios, um de produção em meio de dois de circulação. No primeiro estágio (Circulação I), o capitalista é um comprador, convertendo seu dinheiro em mercadorias. O segundo estágio (Produção), o capitalista usufrui do valor de uso das mercadorias compradas – *meios de produção*; e *força de trabalho*, cujo valor de uso é agregar valor às outras mercadorias – e age como um produtor de mercadorias que terão um valor maior que as mercadorias originais, gerada a mais-valia. No terceiro estágio (Circulação II), o capitalista venderá sua nova e mais valorizada mercadoria, validando-a socialmente. O esquema a seguir retrata este ciclo completo de reprodução do capital:

Figura 2.1



Onde D é o dinheiro utilizado para comprar M_e (FT = Força de Trabalho; MP = meios de produção). P representa o processo produtivo que por meio da FT e MP irá gerar M'_e , que será vendido por D' ; $D' - D$ = Mais-Valia, $D' > D$.

A força de trabalho é a capacidade de trabalhar de um indivíduo. Quando se vende a força de trabalho como uma mercadoria, o valor de uso é a produção de valor novo, maior do que o que foi gasto na compra de força de trabalho e meios de produção. Hunt (1982) afirma que para a força de trabalho existir como mercadoria, ela dependia de duas coisas: o dono da força de trabalho deve ser livre e vender a sua força de trabalho por um tempo determinado e finito, pois caso contrário ele seria um escravo; e o trabalhador não pode ter posse de meios de produção, restando-lhe apenas a venda de sua capacidade de trabalhar.

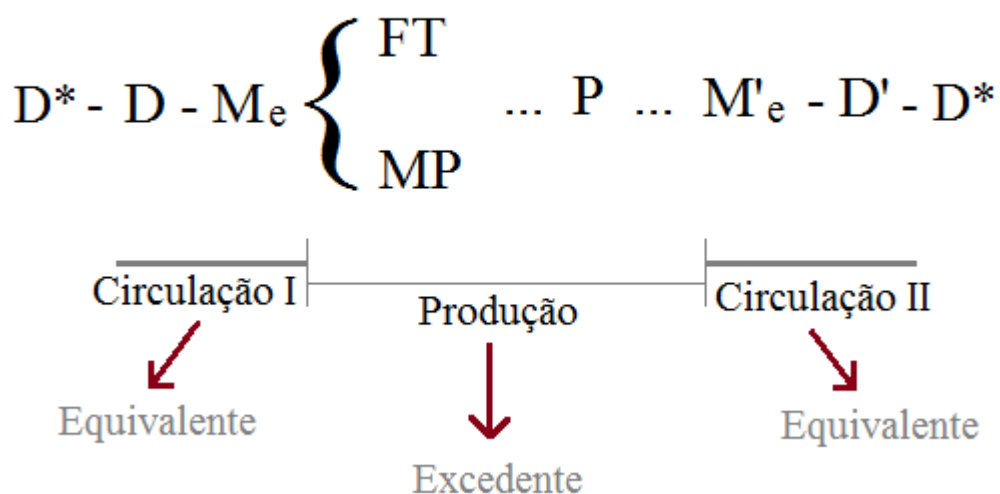
O que torna a força de trabalho uma mercadoria única é a sua capacidade de criar mais-valia. O valor da força de trabalho é determinado como o valor de qualquer outra mercadoria: o tempo de trabalho socialmente necessário para se produzir a força de trabalho, ou seja, o custo de (re)produção da força de trabalho, que equivale ao custo de subsistência e reprodução do trabalhador e de sua família. É a diferença entre esse valor e o valor maior criado pelo próprio trabalhador que dá origem ao lucro. Lucro é então fruto da mais-valia gerada pelo trabalhador.

A mais-valia, qualquer que seja sua origem, é, então, um excedente em relação ao capital total adiantado. A razão entre este excedente e o capital total é, portanto, expressa pela fração $\frac{m}{C}$, onde C representa o capital total. Temos, assim, a taxa de lucro, $\frac{m}{C} = \frac{m}{c+v}$, distinta da taxa de mais-valia, $\frac{m}{v}$.

(MARX *apud* HUNT, 1982, pp.243)

Para haver valor e mais-valia é preciso comprar a força de trabalho e vender as mercadorias produzidas, o que é outra forma de mostrar que o dinheiro é importante. Isso permite perceber que, se houver mais dinheiro para comprar a força de trabalho, haverá maior mais-valia gerada, o que mostra a não neutralidade da moeda quando existe crédito para aumentar o dinheiro inicial. Podemos, assim, adicionar o crédito à figura (2.1):

Figura 2.2



D^* representa o crédito. Segundo Mollo (2004) o crédito potencializa a acumulação de capital uma vez que permite o aumento de ritmo e de escala da produção, ao reduzir custos de circulação; e porque permite antecipar a realização dos lucros, sincronizando as etapas de produção e de circulação, já que o capitalista não precisa mais esperar a venda da mercadoria para comprar mais força de trabalho e meios de produção. A moeda para Marx, portanto, não é neutra, o que o faz negar a TQM.

O capitalista depende da venda de sua mercadoria, porque se a sua produção não for convertida em moeda, ela não realizará o lucro, que é sempre monetário. Do mesmo modo, o trabalhador precisa de moeda para conseguir sobreviver, uma vez que no sistema capitalista, ele não mais cria seus próprios produtos para subsistência, como no feudalismo. Essa necessidade de todos serem compradores e vendedores concede um poder social à moeda, que a torna desejada. O entesouramento então se torna uma possibilidade porque em momentos de crise, todos irão buscar a mercadoria já reconhecida socialmente, a moeda.

A INFLAÇÃO SEGUNDO OS MARXISTAS

Uma das razões para a inflação é o conflito distributivo. Segundo Mollo e Saad Filho (2001), o conflito distributivo pode levar a inflação caso alguns capitalistas ou sindicatos possuam poderes de monopólio, podendo fixar seus preços sem muita influência da demanda. Se vários grupos usarem seus poderes de monopólio para aumentar ou manter suas posições no mercado, a inflação pode

surgir como uma compatibilização *ex post* das demandas setoriais com o valor do produto nacional. Estes conflitos são dinâmicos, já que a fixação e a obtenção dos rendimentos na economia não ocorrem de modo simultâneo.

Mollo (1993) aponta alguns conflitos básicos do capitalismo, segundo a teoria marxista: o conflito fundamental e o conflito entre capitalistas.

O *conflito fundamental* consiste na queda dos salários visando o aumento dos lucros. Como vimos, para Marx o valor de uma mercadoria é composto pelo tempo de trabalho socialmente necessário para produzi-la. Este tempo necessário consiste em trabalho morto (ou passado) e trabalho vivo. Os meios de produção são provenientes de trabalhos passados, ou seja, toda e qualquer mercadoria é formada apenas por trabalho, presente ou passado. O trabalho vivo é composto por uma parte paga – o salário, que é o valor da força de trabalho, ou seja, o tempo socialmente necessário para a reprodução do trabalhador e de sua família – e uma parte não paga, que representa aquilo que o trabalhador produz acima de seu salário – a mais-valia – de onde sai o lucro do capitalista. Este lucro só se concretiza quando as mercadorias são vendidas. A necessidade de acumular capital faz com que se busque um aumento da mais-valia, diminuindo os salários. Esse é o aumento da mais-valia de forma relativa, onde o progresso tecnológico aumenta a produtividade do trabalhador, barateando seu custo de reprodução e subsistência, aumentando a mais-valia.

Cada vez que o preço da mercadoria sobe, temos uma disputa para ver quanto deste aumento vai para a fatia de lucros e quanto vai para a fatia de salários. Além disso, se a produção não aumenta para elevar os lucros e salários, a subida dos preços é uma maneira de ampliar a fatia do produto que fica com os empresários. Temos então um processo inflacionário: quando o preço sobe, o poder de compra dos trabalhadores cai. Então, eles reivindicam salários maiores, e o preço sobe novamente, para que se mantenha a margem de lucros. Como a fixação de preços é a primeira parte do processo, então a inflação sempre amplia a fatia de lucros em um primeiro momento. A diferença de tempo entre o aumento de preço e o reajuste salarial implica em uma perda aos trabalhadores.

O *conflito entre capitalistas* vem de uma “seleção natural” dos capitalistas. Quem possuir mais capital em um primeiro momento pode expandir a quantidade e

a qualidade da sua produção e concorrer de modo mais favorável em um segundo momento. A cada período, quem está abaixo da média é excluído do mercado, e a média se eleva. Esta concorrência faz com que o capital se concentre nas mãos de poucos capitalistas, dando poderes de fixação de preços a oligopólios. Os ganhos sobre os concorrentes, antes obtidos via redução de preços e ampliação de fatias de mercado, passam a ser obtidos por meio de controle e redução da oferta, de barreiras à entrada de outras firmas e margens de lucros elevadas. Tudo isso facilita o aumento dos preços de mercado e a inflação.

A perpetuação e generalização destes conflitos dependem das instituições financeiras, monetárias e econômicas de cada país. Os arranjos institucionais que possibilitam a indexação de preços e aumentam a quantidade de moeda de forma quase automática, permitindo o movimento do conflito distributivo, são características importantes das inflações elevadas (MOLLO e SAAD FILHO, 2001).

A teoria marxista também analisa o conteúdo monetário da inflação. A inflação pode ser causada por dinheiro extra, mas isso não quer dizer que a moeda é neutra. Embora a moeda (*i.e.*, crédito) potencialize a produção, a forma de criação e de demanda da moeda não garante que toda a moeda criada atenderá a sua demanda. A moeda também pode ser destinada a setores que não respondem rapidamente ao aumento de moeda. O aumento dos preços P , dado um aumento na quantidade de moeda M , depende de quanto a moeda afeta o crescimento de Y , ou seja, se a oferta não puder crescer, então o dinheiro extra levará ao aumento no nível de preços (MOLLO, 2004).

Se por qualquer razão o hiato entre a taxa de crescimento efetiva e os limites produtivos se estreita, haverá menos e menos espaço para o crescimento do produto e, conseqüentemente mais e mais pressão sobre os preços. A taxa de acumulação até o limite produtivo que chamo de coeficiente produtivo é então um índice de pressão inflacionária.

(SHAIKH *apud* MOLLO, 2004, pp.333)

Mas como o aumento de M também pode afetar Y , o crescimento de P não será proporcional, o que nega a TQM.

As mercadorias são produzidas em meio privado, e dependem do dinheiro para que o trabalho privado se transforme em trabalho social. Entretanto, o “processo de criação monetária, porém, é um processo de criação de dívidas

privadas ou públicas que, de imediato, ao serem criadas, não cumprem o papel social que a moeda tem que ter e, por isso, não socializam de *per se* a produção privada, ou o conteúdo de trabalho privado contido nas mercadorias” (MOLLO, 2004, pp.333). A moeda extra é uma renda não lastreada no processo produtivo, é uma dívida que deve ser paga após os rendimentos vindos do processo produtivo serem embolsados pelos capitalistas.

Além da criação de moeda adicional, a esfera monetária apresenta mecanismos institucionais que “sancionam o conflito distributivo, estendem a indexação de preços e rendas, e permitem o aumento da velocidade de circulação da moeda, e que também constituem aspectos monetários da inflação” (MOLLO e SAAD FILHO, 2001, pp.28).

A negação da Teoria Quantitativa da Moeda nessa abordagem ocorre por várias razões: primeiramente porque a moeda é endógena, com sua oferta sendo criada por bancos, firmas, trabalhadores e o próprio Estado, o que tira a responsabilidade total de criação de moeda e inflação do Banco Central. Além disso, a moeda não é neutra, podendo afetar ou não o produto, o que altera os preços relativos, afetando a economia real. Em terceiro lugar, os impactos da criação de moeda não podem ser antecipados (MOLLO e SAAD FILHO, 2001; MOLLO, 2004).

2.2 Os pós-keynesianos e a incerteza do mercado

A corrente pós-keynesiana é a corrente keynesiana heterodoxa mais radical. Pelicioni e Resende (2009) afirmam que na economia monetária de Keynes, demoras e defasagens de reação são inerentes ao processo de produção, o que denota um caráter especulativo à produção, uma vez que a firma então produz com base em expectativas de demanda. As firmas buscam o máximo lucro monetário possível, e não uma máxima utilidade, como afirmam os ortodoxos.

Embora o objetivo seja o lucro monetário que aumenta com o investimento na produção, existem razões para que os empresários retenham moeda ao invés de investir. Isso decorre da liquidez extrema da moeda, que os agentes podem escolher como proteção contra incertezas, mesmo perdendo o pagamento dos juros. Como forma a base dos contratos, a moeda é o ativo com a maior liquidez, característica atraente às firmas, dado as defasagens temporais dos processos produtivos, que trazem a necessidade de regulação via contratos. Uma liquidez alta permite maior

flexibilidade ao seu detentor para operar em um ambiente de incerteza (PELICIONI e RESENDE, 2009). Os problemas não vêm, portanto, da moeda em si, mas sim da incerteza gerada pela descentralização das decisões e da percepção de um futuro desconhecido, que afeta as decisões de investimento e de entesouramento (MOLLO, 2003).

A escola pós-keynesiana considera o tempo histórico, unidirecional e irreversível, onde eventos cruciais mudam permanentemente as condições iniciais nas quais a decisão foi tomada. Isso significa que não se pode realizar processos de aprendizado sobre eventos ocorridos no passado. Peliconi e Resende (2009) aproveitam para ressaltar a diferença de risco e incerteza. O risco é quantificável; é um ambiente onde os eventos têm suas probabilidades conhecidas. Em um ambiente incerto, os agentes não podem fazer previsões, dado que as incertezas são desconhecidas. A incerteza forma a base para se demandar moeda sob os motivos de precaução e especulação, fazendo da “moeda um ativo, a despeito de ela não render juros” (STUDART apud PELICONI e RESENDE, 2009, pp.73). O entesouramento, portanto, não é irracional, como os neoclássicos afirmavam.

As variações na preferência pela liquidez dos agentes implicam em uma mudança na demanda por moeda, possibilitando a ocorrência de entesouramento e afetando a velocidade de circulação da moeda V , negando a TQM. Uma variação na demanda por moeda também implica em uma variação na demanda por outros bens, o que implica a não neutralidade da moeda.

Carvalho (1982) apresenta cinco axiomas referentes à corrente pós-keynesiana, que englobam o que foi apresentado:

1. *Axioma da produção*: a produção não é feita para aumentar a utilidade, mas sim para aumentar o dinheiro do empresário. O processo produtivo é um processo temporal, admitindo demoras e defasagens.
2. *Axioma da decisão*: agentes não são homogêneos, algumas decisões são mais importantes que outras (e.g.: a decisão mais importante – a de investir – é tomada pelos empresários, e não pelos trabalhadores).
3. *Axioma da não pré-conciliação dos planos*: agentes não comunicam suas decisões para seus vizinhos, ou seja, tudo é feito do ponto de vista privado (o que se assemelha a anarquia da produção de Marx). Como eu não consigo

ver a decisão do agregado, eu não posso antecipar nada com perfeita certeza.

4. *Axioma da irreversibilidade do tempo*: diferença entre decisão crucial, que é aquela que altera o ambiente em que ela foi tomada, impossibilitando uma análise probabilística; e decisão corrente, na qual a incerteza não interfere muito. Este axioma diz que algumas decisões não podem ser zerados. A decisão de investir – a mais importante na economia, segundo Keynes – pode não ocorrer, devido à incerteza (que permeia a estimativa da eficiência marginal do capital e na oferta e demanda por moeda, que determinam os juros), causando uma queda na renda e no nível de emprego.
5. *Axioma das propriedades da moeda*: apresenta conceitos como a de inelasticidade de substituição da moeda (não se pode substituir a moeda porque ela tem liquidez máxima) e inelasticidade da produção de moeda (um aumento de demanda não implica necessariamente em uma resposta da oferta).

A POUPANÇA E O INVESTIMENTO

Ao contrário dos neoclássicos, para Keynes, a poupança e o investimento são determinados por fatores diferentes. Segundo os keynesianos, o que determina a poupança é o nível de renda. Se a renda for elevada, ao se consumir a quantidade habitual haverá sobras, que entrarão para a poupança (Mollo e Amado, 2003, p.18-19). Keynes também não atribui grande importância para poupança na decisão de investir, conforme apresentado por Mollo (2003):

Quanto à possibilidade de a poupança existir e não se converter em investimento, ela pode ser consequência de uma preferência generalizada pela liquidez, de modo que os poupadores se neguem a transformar sua poupança em títulos ou gastos. Para Keynes, isso resulta de expectativas pessimistas em um mundo de incertezas, o que leva à retenção da moeda, considerada o meio mais seguro de transportar poder de compra no tempo. [...] A ideia é de que a análise da poupança não é importante, pois, mesmo que ela exista, só estará disponível para financiar o investimento se a preferência pela liquidez não o impedir.

(MOLLO, 2003, pp. 468)

O nível do investimento depende da comparação entre a eficiência marginal do capital (rendimento esperado do capital) e a taxa de juros (retribuição à renúncia da liquidez) (Pelicioni e Resende, 2009). A eficiência marginal do capital depende das expectativas futuras do retorno do investimento, que não são probabilizáveis. A taxa de juros depende da demanda e da oferta de dinheiro, que por sua vez dependem da preferência pela liquidez dos bancos e das pessoas, em um ambiente de incertezas.

A demanda por liquidez pode ser dividida entre o que podemos chamar de demanda ativa, que depende das escalas correntes e planejadas de atividade, e demanda inativa, que depende do grau de confiança do detentor inativo de título e ativos, enquanto a oferta depende dos termos em que os bancos estão preparados para se tornar mais ou menos líquidos. Em um determinado estado de expectativa, tanto as demandas ativas quanto as passivas dependem da taxa de juros. O mesmo, algumas vezes, ocorre com a oferta, mas não necessariamente, porque o sistema bancário pode ter em mira a ordenação quantitativa do dinheiro, sem muita preocupação com a taxa. Seja como for, dados o estado de expectativas do público e a política dos bancos, a taxa de juros é aquela segundo a qual a demanda e a oferta de recursos líquidos se equilibram. A poupança de maneira alguma faz parte do quadro.

(KEYNES, 1987, pp.170)

Caso a eficiência marginal do capital seja maior do que a taxa de juros, o investimento irá ocorrer, aumentando de forma multiplicada o emprego e a renda. O aumento da renda irá aumentar o nível de poupança proporcionalmente ao investimento, já que eles representam uma igualdade contábil¹.

A INFLAÇÃO PARA OS PÓS-KEYNESIANOS

Uma vez que, como vimos, a moeda influencia Y – não sendo, portanto, neutra – o nível de preços P não cresce proporcionalmente a M e a teoria de inflação de demanda, cara aos quantitativistas, é também negada pelos pós-keynesianos.

Segundo Sicsú (2003), a teoria pós-keynesiana reconhece, assim, a falta de mecanismos no sistema monetário para conter a inflação. Logo, deve-se sufocar as pressões inflacionárias antes que elas apareçam, ou seja, o método pós-keynesiano

¹ $Y = C + I \rightarrow Y = c(Y) + I \rightarrow Y - cY = I \rightarrow (1 - c)Y = I \rightarrow S = (1 - c)Y$. Onde Y = Renda; C = Consumo; I = Investimento; S = Poupança; $c(Y)$ = Fração da renda consumida. Logo, $S = (1 - c)Y$ significa que a poupança é igual a tudo que foi ganho e não foi consumido.

é o de busca por causas, para que se construa uma agenda-positiva de controle da inflação. Identificadas as pressões inflacionárias, deve-se criar políticas específicas para atacar tais pressões sem afetar outros setores.

As causas das inflações, de acordo com Sicsú (2003) podem ser:

- i) *Inflação de salários*: um aumento dos salários nominais causará inflação, tudo o mais constante. Quando o hiato do emprego é reduzido, é mais fácil para os trabalhadores aumentarem seus ganhos; assim como é mais fácil para os empresários repassarem este aumento de custos aos preços de seus produtos. A produtividade pode compensar a pressão inflacionária do aumento de salários, mas quando o hiato de emprego diminui, há menos espaço para essa compensação, tornando este tipo de inflação mais perigoso neste momento. O fato de o aumento de salário reduzir ou aumentar os preços depende da capacidade de barganha entre os trabalhadores e os empresários, não tendo relação com o hiato de emprego. A produtividade, por sua vez, depende de políticas de desenvolvimento tecnológico e qualificação da mão de obra, tanto por parte do governo quanto das empresas. Caso a indústria tenha um alto grau de monopólio, pode ocorrer a inflação de salários mesmo com um alto hiato de emprego.
- ii) *Inflação de grau de monopólio* ou *inflação de lucros*: ocorre quando os empresários percebem que seus produtos tem uma elasticidade favorável à elevação das suas margens de lucro, e aumentam seus preços.
- iii) *Inflação de retornos decrescentes*: as firmas operam em retornos constantes para uma faixa grande do hiato de emprego, o que faz com que apenas uma redução mais séria do hiato provoque escassez de insumos ou trabalhadores. Uma redução do hiato de emprego, quando este se encontra baixo, empurra a economia para uma faixa de retornos decrescentes, onde se acredita que o capital seja mais eficiente do que a mão de obra disponível. Como as firmas não conseguem se proteger da escassez de mão de obra qualificada, contratam-se então mão de obra menos qualificada, que vão operar tecnologias de ponta com menor eficiência.

- iv) *Inflação importada*: dependendo da variação dos preços estrangeiros e da taxa de câmbio, o país nacional pode importar a inflação do exterior. Quanto mais aberto o país for, mais vulnerável ele estará.
- v) *Choques de oferta inflacionários*: choques domésticos de oferta que podem provocar um aumento de custos, como uma quebra de safra ou escassez de energia elétrica.
- vi) *Inflação de impostos*: a alteração de alíquotas de impostos impacta diretamente no nível de preços.
- vii) *Impacto de demanda*: quando o hiato de emprego não é mais positivo, os aumentos de gasto do governo, de investimento ou de consumo podem causar inflação. No pleno emprego, novos trabalhadores irão exigir salários reais maiores, o que implica em aumento de salários nominais e de preços. Caso o salário nominal seja maior do que o aumento de preços, as pessoas irão demandar mais, causando uma inflação de demanda.

2.3 Os remédios para a inflação e os debates entre ortodoxos e heterodoxos

Qualquer heterodoxo aceita que, no limite, reduzir M ou aumentar a taxa de juros contrai a demanda de mercadorias e isso acabaria reduzindo preços e, então, a inflação. Mas como eles negam a relação de causalidade entre moeda e inflação, tentar reduzir a quantidade de moeda seria o remédio errado, além de ter um custo social muito alto. Portanto, em todos os casos heterodoxos, os remédios para o controle da inflação são diferentes dos propostos pelos que aceitam a TQM. Enquanto que para estes a solução é reduzir M ou aumentar a taxa de juros, para os pós-keynesianos a solução é a redução dos salários nominais e dos custos, que estão por trás da inflação.

Há uma discussão acerca do regime que se deve adotar para controlar a inflação. Segundo Montes (2009), a visão ortodoxa defende a utilização de regras rígidas para guiar a política monetária, onde a taxa de juros seria alterada sempre que a inflação – ou as expectativas de inflação – desviassem da meta ou que houvesse pressões de demanda nos preços. Entretanto, como a ótica keynesiana acredita na não neutralidade da moeda, manipulações constantes e a grande

variabilidade da taxa de juros criam um ambiente desfavorável aos investimentos, dada a grande incerteza, que leva a uma maior preferência pela liquidez. Com a falta de investimentos se arrastando por um longo período, temos uma baixa capacidade instalada de produção. Quando houver um aquecimento da economia, a produção não conseguirá acompanhar, e teremos uma pressão de demanda empurrando os preços para cima, que irá acionar o gatilho da regra imposta. A reação virá por meio da taxa de juros, o que irá piorar a situação. Isso os leva a defender a discricionariedade, que confere a flexibilidade para responder a qualquer imprevisto na implantação da política monetária.

Terra e Ferrari (2012) apontam que para Keynes, a política monetária seria usada para alinhar preços relativos de ativos de investimento via manipulações da taxa de juros. Keynes diz que todos os ativos têm uma taxa de juros intrínseca, equivalente ao seu retorno. Os agentes então podem preferir obter ativos que não expandem o produto da economia, principalmente quando o investimento em atividades produtivas resultou apenas em estoques e expectativas frustradas. A política monetária opera de maneira indireta sobre a demanda efetiva, afetando primeiro a liquidez do mercado para depois afetar as decisões dos agentes. Uma taxa de juros baixa implica em um aumento de investimento em atividades produtivas. Entretanto, quando as incertezas estão muito fortes em uma economia, os agentes entesouram o dinheiro ao invés de investir, independente da taxa de juros, o que é conhecido como a armadilha da liquidez.

Terra e Ferrari (2012) então afirmam que nesse cenário, a intervenção do governo, segundo Keynes, pode assumir a forma de política fiscal, que é baseada em política tributária e gastos públicos. Os objetivos da política tributária são: redistribuição de renda; expansão da demanda agregada, devido à expansão da capacidade dos gastos do governo; e expansão da demanda efetiva, implicando em um aumento da renda disponível. Keynes divide os gastos públicos em orçamento ordinário e orçamento de capital. Orçamento ordinário serve para pagar serviços públicos básicos oferecidos pelo governo e esta conta deveria sempre estar em superávit – ou pelo menos equilibrada. O orçamento de capital define os gastos do governo com investimentos produtivos que servem para equilibrar o sistema econômico. Este orçamento poderia apresentar um déficit, que seria compensado

pelos superávits da ordinária e pelo próprio retorno dos investimentos de longo prazo, ao aumentar a produção e, então, a arrecadação.

Lopes *et al.* (2012) afirmam que o regime de metas inflacionárias (RMI) deriva dessas discussões sobre regras versus discricionariedade. O RMI, assim como a regra de Taylor, faz parte do novo consenso de política monetária, que tenta adicionar um embasamento microeconômico nos modelos macroeconômicos, e une as correntes novo clássica e novo keynesiana. Esta fundamentação concebe várias formas de rigidez e de fricção no processo de ajustamento, e adotam as expectativas racionais para afirmar que as ações no plano monetário não afetam a esfera real no longo prazo.

Como visto anteriormente, a ideia de moeda exógena e de neutralidade tem sua origem na Teoria Quantitativa da Moeda. Embora as metas inflacionárias sejam derivadas da TQM, o principal instrumento para sua operação é a taxa de juros, e não a base monetária (LOPES *et al.*, 2012), o que implica que a velocidade de circulação da moeda é tida como instável.

A regra de Taylor foi proposta para operar o RMI, e estima uma reação do público dado um aumento da taxa de juros. A regra de Taylor pode ser expressa pela seguinte equação:

$$i_t = \pi_t + r^* + \alpha(\pi_t \pi^*) + \beta \left(\frac{Y_{efetivo} - Y_{potencial}}{Y_{potencial}} \right) \quad (2.3)$$

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

A regra de Taylor pode ser derivada da TQM, o que implica que ela carrega em si o conceito de neutralidade da moeda no longo prazo, o que é percebido pelo seu diagnóstico de inflação de demanda nominal e pelo fato de o produto potencial não variar com a taxa de juros. A equação (2.3) indica que a taxa de juros reage ao desvio da inflação (π) em relação à meta (π^*), e ao desvio do produto efetivo ($Y_{efetivo}$) em relação ao produto potencial ($Y_{potencial}$). Quando a inflação se eleva acima da meta, a taxa de juros sobe, e que no caso de diferença positiva entre o

crescimento do PIB e do que se considera o seu potencial, a taxa de juros deve se elevar para diminuir o crescimento da demanda e do produto, ajustando a produção à plena capacidade de longo prazo da economia.

Para os ortodoxos, a inflação é sempre de demanda e é apenas um fenômeno monetário. Os impulsos monetários na economia causam pressões de demanda sem afetar a capacidade de produção já que a moeda para eles é neutra. Como a moeda é neutra, essas pressões causam apenas inflação. Portanto, a taxa de juros não pode afetar o produto potencial (Mollo, 2004). Segundo os ortodoxos, quando $[Y \text{ efetivo}] > [Y \text{ potencial}]$, surge o hiato do produto. Quando o hiato se forma ou cresce, esperam um aumento da inflação. A regra de Taylor então sugere que se elevem os juros.

Lopes *et al.* (2012) dizem que o regime de metas é discutível porque supõe que só existe inflação de demanda, quando que no Brasil ela é de custos, devido a choques de oferta e inércia, resultante de preços administrados. O estudo de Peliconi e Resende (2009) corrobora com a hipótese de que, após a adoção das metas, quanto maior for o aumento dos preços no presente, maiores serão as expectativas correntes de que a autoridade monetária irá adotar uma política contracionista, o que deprime a eficiência marginal do capital, desestimulando o investimento corrente.

2.4 Observações Conclusivas

Nas correntes heterodoxas, como a moeda é tida como não neutra, uma política monetária expansionista pode estimular o crescimento não só da demanda (produto efetivo), mas também da oferta ou da capacidade produtiva (produto potencial). Ao mesmo tempo, a política monetária restritiva pode provocar desemprego e recessão de forma duradoura, o que significa que essa política terá um custo social elevado. Além disso, ao desestimular o investimento, pode comprometer os aumentos de oferta que, no futuro, poderiam pressionar os preços para baixo.

Se por algum motivo a política monetária não apresentar o efeito desejado, o governo pode iniciar uma política fiscal, com políticas de gastos públicos mais eficientes, além de uma política tributária de redução de impostos de setores chave, quando o objetivo for aumentar o crescimento de produção.

Capítulo 3: Estudo de Caso – Brasil (1994-2013)

3.1 O Plano Real (1993-2002)

No início da década de 1990, o Brasil enfrentava um grave problema inflacionário, que já durava quase três décadas. Após o *impeachment* do Presidente Collor ser aprovado na Câmara no dia 2 de outubro de 1992, Itamar Franco assume a presidência do país. O Presidente nomeia Fernando Henrique Cardoso como Ministro da Fazenda, que então reúne um grupo de economistas para projetar um plano de combate à inflação.

A inflação brasileira apresentava duas causas fundamentais – a crise fiscal e a inércia inflacionária (BRESSER, 1994). Bresser e Nakano (1984) apresentam três componentes da inflação inercial: os fatores que causam a manutenção do patamar da inflação; os responsáveis pela aceleração/desaceleração da inflação; e os fatores que sancionam a elevação dos preços.

Os fatores aceleradores compreendem o aumento da margem de lucros ou de salários reais acima da produtividade. O aumento dos impostos também pode ser um fator acelerador. Bresser e Nakano (1984) afirmam que partindo de uma economia em que a taxa de inflação é igual à zero, a inflação só pode ser iniciada se houver uma variação nos preços relativos.

Em uma economia fechada, segundo Bresser e Nakano (1984), os fatores de aceleração são o aumento dos salários médios reais acima do aumento da produtividade; e/ou o aumento das margens de lucro sobre a venda das empresas. O aumento das margens de lucro/salários reais acima da produtividade pode ser causado por: i) excesso generalizado da demanda agregada em relação à oferta, em pleno emprego e plena utilização da capacidade produtiva (inflação keynesiana); ii) estrangulamentos setoriais da oferta (inflação estrutural); iii) aumentos autônomos de preços ou salários devido ao poder de monopólio ou dos sindicatos (inflação administrativa); iv) redução na produtividade do trabalho (inflação de custos). Com exceção de (i), em que os preços se elevam praticamente ao mesmo tempo, um aumento de preços se inicia em um setor e, devido ao conflito distributivo, se espalha aos demais.

Em uma economia aberta, Bresser e Nakano (1984) apresentam mais dois fatores: as desvalorizações reais da moeda e o aumento do custo dos bens importados. A variação nos preços das matérias-primas pode vir de um aumento dos

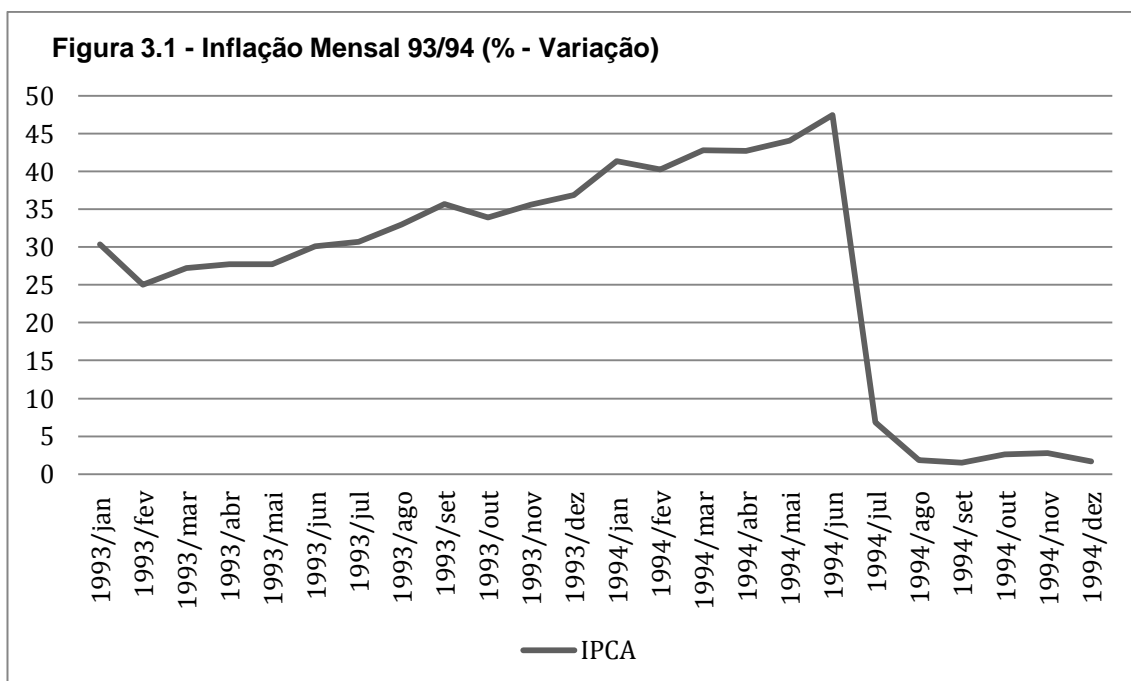
seus preços em divisas estrangeiras (inflação importada) e/ou de uma variação na taxa de câmbio acima do câmbio paridade.

O fator mantenedor é a capacidade dos agentes econômicos de repassar seus aumentos de custo para os preços. A existência de fatores mantenedores na economia implica em uma rigidez para baixo da inflação. Segundo Bresser e Nakano (1984), o fator mantenedor do patamar de inflação é o conflito distributivo. Este processo será mais efetivo nas economias que apresentam características oligopolistas e que são formalmente indexadas, onde o repasse dos aumentos de custos é definido legalmente e de forma automática; mas também podem ocorrer em ambientes competitivos e com uma indexação informal, quando os agentes criam mecanismos de defesa contra a inflação, elevando seus preços de forma sistemática devido às expectativas de aumentos de preços. Note que quem elevar suas margens de lucros/salário primeiro terá um aumento de renda momentâneo enquanto os outros não subirem também. Enquanto a indexação generalizada (formal ou informal) não alterar as margens de lucro e salários reais, ela é considerada um fator mantenedor.

Para Bresser e Nakano (1984), o único fator sancionador da inflação é o aumento da oferta de moeda. Entretanto, esse aumento será um fator acelerador quando se converte em demanda efetiva, caso essa demanda efetiva seja superior à oferta agregada em plena capacidade. Bresser e Nakano (1984) tomam a moeda como uma expressão de relação social, o que impossibilita sua manipulação por parte dos formuladores de políticas econômicas. A quantidade de moeda na economia depende da produção real e do mecanismo de formação de preços, ao mesmo tempo em que funciona como óleo lubrificante do sistema. Uma vez que a inflação reduz a quantidade real de moeda na economia, os agentes desenvolvem mecanismos para repor a quantidade de moeda. Nesse caso, a criação de moeda é sancionadora da inflação e não uma causa, já que além de ser seu resultado, também garante a sua continuidade.

A IMPLANTAÇÃO DO PLANO

Quando Fernando Henrique assumiu o Ministério da Fazenda, em 19 de maio de 1993, a inflação se encontrava a 27,69% ao mês, acelerando aos poucos. Observe a figura 3.1, que retrata a variação do IPCA ao longo dos meses de 1993 e 1994:



Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Índices de Preços, Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor.

Segundo Bacha (1995), embora a nomeação de Fernando Henrique tenha sido bem recebida, a elite econômica brasileira não acreditava na implementação de uma política de combate a inflação eficaz durante o governo de Itamar Franco, particularmente porque Fernando Henrique foi o quarto ministro da Fazenda em apenas oito meses de mandato. Em 14 de junho de 1993, a equipe econômica adotou então uma política econômica conservadora, o chamado Programa de Ação Imediata (PAI), que tinha como objetivo ajustar as contas do setor público e foi a primeira etapa do Plano Real.

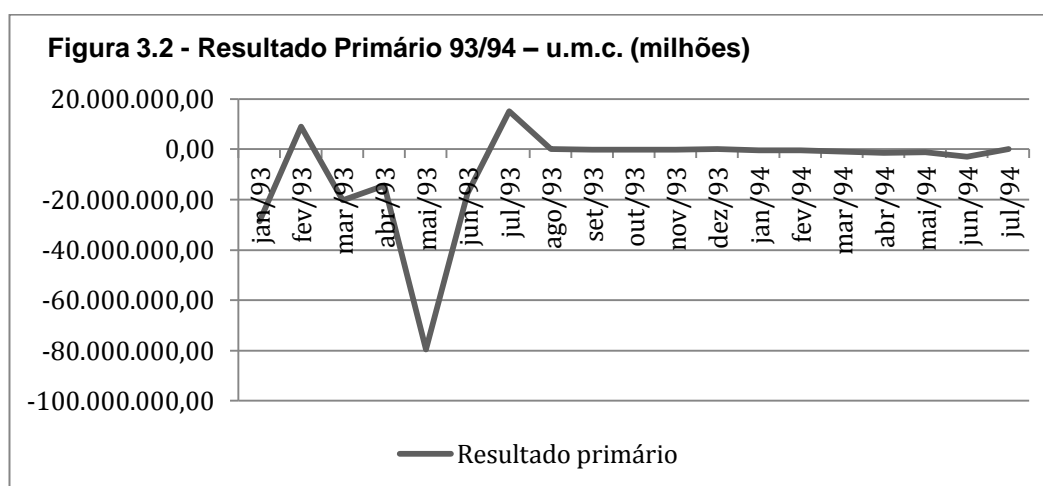
O Plano Real foi a décima quarta tentativa de estabilização da economia brasileira desde 1979, quando ocorreram dois eventos que estagnaram a economia brasileira: o segundo choque do petróleo e o choque da taxa de juros internacional (BRESSER, 1994). Formado por três etapas, o Plano Real se iniciou com o Programa de Ação Imediata. Controladas as contas do Governo, a segunda etapa seria a implantação de um índice-moeda, a URV, que, na terceira etapa, seria substituído por uma nova moeda – o Real – aliada a uma âncora cambial e monetária.

O argumento básico do Programa de Ação Imediata, segundo Bacha (1995), era de que ocorre no Brasil um efeito Olivera-Tanzi às avessas. O efeito Olivera-

Tanzi diz que uma redução na inflação implica em uma redução no déficit orçamentário do governo, uma vez que as receitas tributárias não estão protegidas contra a inflação, mas os gastos do governo são fixos em termos reais, ou seja, se reajustam com a inflação. No Brasil, entretanto, ocorria o contrário, enquanto as receitas eram reajustadas, as despesas eram determinadas no orçamento em termos nominais. A inflação gerava o imposto inflacionário e a redução do gasto real. Portanto, o governo devia equilibrar seu orçamento *ex-ante*, sinalizando sua determinação em cortar gastos excessivos.

Para que o corte necessário na proposta de orçamento de 1994 fosse possível, o Congresso aprovou uma emenda constitucional, o Fundo Social de Emergência – FSE, que permitia que o governo alocasse uma determinada porcentagem (20%) de sua arrecadação em fins diferentes dos vinculados ao imposto. Com o FSE, o Governo não dependia tanto do tributo inflacionário para fechar suas contas (CASTRO, 2008).

Analisando os dados do Banco Central sobre o resultado primário, observamos um equilíbrio nas contas a partir de agosto de 1993, conforme pode ser visto no gráfico a seguir.



Fonte: Banco Central do Brasil – Depec

A finalidade dessa primeira etapa, segundo Bacha (1995), foi mostrar a capacidade do governo federal de executar as despesas orçadas sem precisar das receitas geradas pela inflação. O orçamento era aprovado com um déficit, mas como os gastos estavam em termos reais e os impostos estavam indexados ao nível de preços, a inflação ajudava a equilibrar as despesas com as receitas. Além disso, o

balanço não precisava fechar perfeitamente, porque a inflação também gerava recursos adicionais por meio do imposto inflacionário.

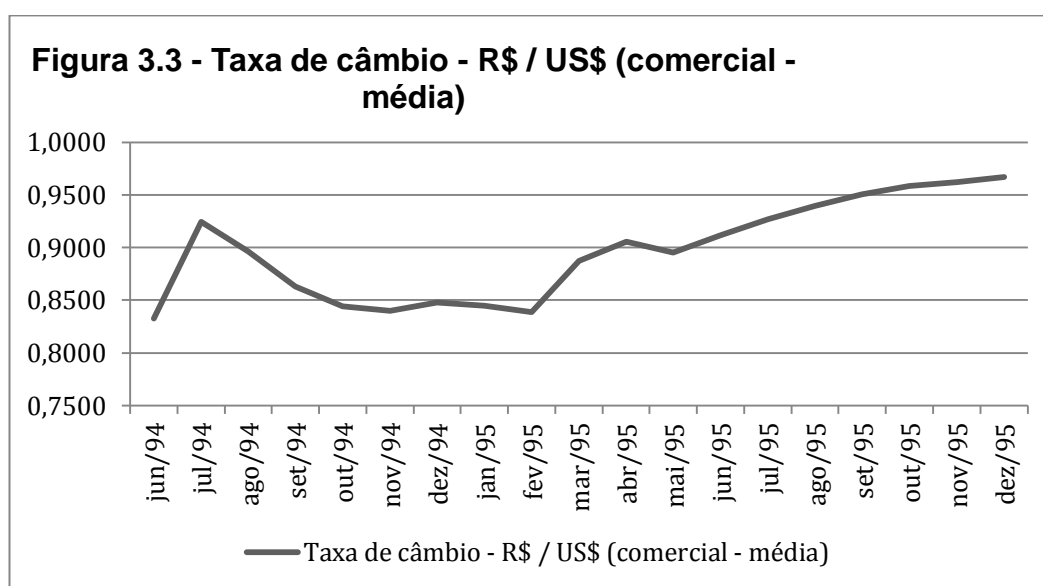
Com os déficits controlados, no dia 1º de março de 1994, o governo introduz no mercado a Unidade Real de Valor (URV), com paridade de 1:1 com o dólar, dando início à segunda etapa do Plano Real. Nesta fase, o Cruzeiro Real convivia com a URV.

O objetivo central dessa etapa era alinhar os preços relativos mais relevantes na economia. As datas de reajuste dos contratos eram diferentes, o que implicava no reajuste de alguns preços, e na defasagem momentânea de outros, portanto, um congelamento de preços repentino traria alguns preços no seu valor de pico e outros no vale. Cláusulas de reajuste prévias continuariam a forçar para cima os preços defasados, impondo pressões inflacionárias, componentes inerciais da inflação brasileira (BACHA, 1995). O objetivo então era permitir que os preços das mercadorias aumentassem todos os dias e, uma vez atingida essa sincronização dos reajustes, o governo entraria com uma reforma monetária, substituindo o índice-moeda URV pelo Real, com uma taxa de câmbio fixa (BRESSER, 1994).

A irredutibilidade dos salários nominais foi um problema na execução da segunda fase, em que o processo de conversão deveria ser totalmente voluntário. Na legislação anterior, os salários do setor privado tinham reajuste pleno a cada quatro meses, com um reajuste parcial no segundo mês. Isso significa que, caso a conversão de cruzeiro real para URV fosse voluntária, os assalariados poderiam esperar até que seus salários estivessem em valor máximo para então convertê-los em URV, causando uma grande pressão inflacionária (o valor de pico dos salários era 30% maior que a média dos salários reais durante os quatro meses). Para resolver esse problema, determinou-se que todos os salários seriam convertidos pelo valor real médio no quadrimestre anterior (BACHA, 1995).

No dia 1º de julho de 1994, como aponta Bacha (1995), deu-se início à 3ª etapa do Plano Real. O governo transforma o URV em Real, com uma âncora cambial de R\$ 1/US\$, seguindo uma banda assimétrica, isto é, toda vez que o dólar valorizasse acima de R\$1, o Banco Central entraria vendendo dólares, mas não era obrigado a intervir caso a taxa de câmbio fosse menor do que 1R\$/US\$ (o limite inferior se manteve, na prática, em torno de 85 centavos, como pode ser observado

na Figura 3.3). A taxa de conversão foi de CR\$2.750 para R\$1, valor em cruzeiros reais no dia anterior à conversão de URV para real. A data da conversão da moeda foi anunciada com 30 dias de antecedência, de modo que não causasse surpresas na população. Após a terceira fase do Plano, a inflação foi de 47,43%, em junho de 1994, para 6,84% no mês de julho, caindo para 1,86% em agosto (veja a figura 3.1). Apenas em 29 de junho de 1995, o governo aprova a lei que cria o Real, oficializando a troca de moeda.



Fonte: IPEADATA

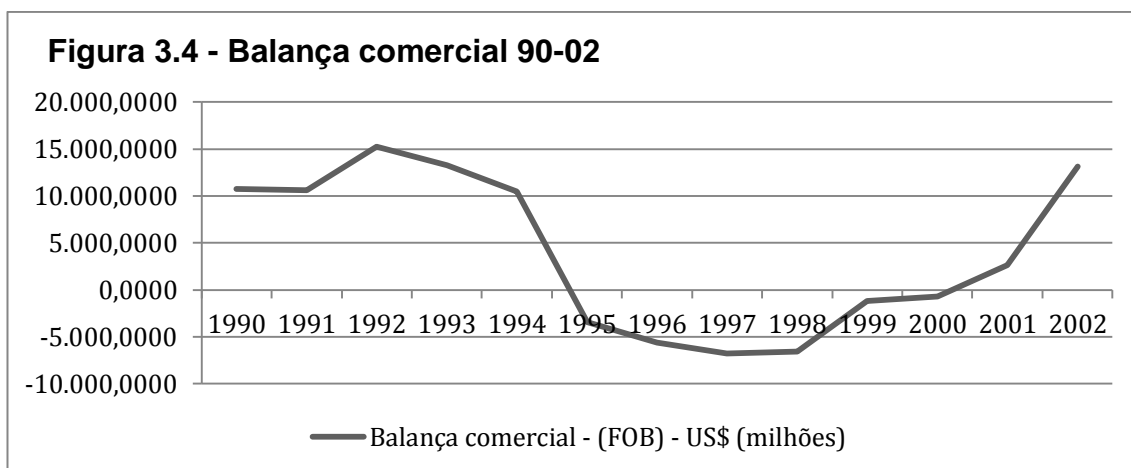
Silva (2002) cita algumas críticas quanto à banda cambial. Os economistas ortodoxos têm dúvidas quanto à credibilidade das bandas, devido à necessidade de modificar os limites da banda para adaptá-los a mudanças em variáveis econômicas. Já os heterodoxos criticam os pressupostos da banda cambial, que supõem um equilíbrio interno associado a um determinado nível de desemprego (NAIRU – *non accelerated inflationary rate of unemployment*), o que, segundo a autora, é como supor um nível de desemprego natural. A própria determinação da NAIRU supõe um modelo econômico onde *a priori* é possível determinar um ponto de equilíbrio estável a médio ou longo prazo, independentemente da trajetória a ser seguida pela economia. Como os heterodoxos acreditam que o ponto de equilíbrio tende a se alterar assim que as condições gerais da economia se modificarem, eles negam a NAIRU.

Com o relativo sucesso do Plano Real, Fernando Henrique não teve dificuldades em se eleger Presidente da República, assumindo o cargo em 1º de Janeiro de 1995.

O PLANO REAL SOB O GOVERNO FHC

O Plano Real foi construído com a mesma linha de vários planos de estabilização dos anos 90, uma âncora cambial combinada com uma liberalização econômica. De acordo com Terra e Ferrari (2012), esses planos quase sempre seguem a mesma sequência de eventos: i) uma queda brusca na taxa de inflação, acompanhada por uma apreciação na taxa de câmbio; ii) quando a taxa de câmbio real se aprecia – devido à diferença entre as taxas de inflação doméstica e internacional – e a nominal se mantém estável, a balança comercial se deteriora, o que pode causar déficits na balança de pagamentos; iii) esses déficits são financiados via entrada de capital estrangeiro, particularmente fluxos especulativos e compra de títulos da dívida pública; iv) a dívida pública cresce, e o custo de rolamento da dívida pressiona o déficit público; v) os déficits gêmeos (quando o governo tem um déficit em transações correntes e um déficit fiscal) causam uma desconfiança do mercado, devido à inconsistências dos fundamentos macroeconômicos; vi) desencadeia-se uma crise monetária.

Terra e Ferrari (2012) afirmam que o mesmo ocorreu com o Plano Real. As importações cresceram, devido ao câmbio fixo valorizado e à liberalização do mercado, enquanto que a exportação cresceu pouco neste período. Isso causou uma forte deterioração da balança comercial, implicando em déficits nas transações correntes, que foram financiadas pelo capital externo.



Fonte: IPEADATA

Entretanto, essa estratégia tornava a economia brasileira vulnerável a ataques especulativos e crises por contágio (como a crise do México em 1995, a crise asiática nos anos de 1997 e 1998, e a crise da Rússia em 1998).

A política monetária, no período de 1994 a 1999, foi usada para atrair capital externo, mantendo a âncora cambial e equilibrando as contas do governo via uma taxa de juros considerada alta. No início de 1999, a estratégia para financiar os déficits na balança comercial brasileira não era mais tão eficaz, o que causou o abandono do regime monetário e cambial e a adoção do câmbio flexível e um regime de metas de inflação (TERRA e FERRARI, 2012).

Segundo Silva (2002), quando o governo depende de fluxos de capitais de curto prazo, as taxas de juros internas são elevadas porque devem incorporar tanto as expectativas de desvalorização da moeda nacional quanto o risco associado pelos formadores de opinião do mercado financeiro nacional. Juros muito elevados pioram a situação dos déficits públicos e da dívida interna, além de inviabilizarem investimentos, quebrarem empresas e bancos e aumentarem a taxa de desemprego. O país então fica vulnerável a ataques especulativos relacionados à moeda nacional, o que pode levar à crise monetária.

Silva (2002) aponta que os juros elevados causaram um aumento do déficit nominal e um aumento da dívida pública interna líquida, o que pode ser visto na tabela a seguir (Figura 3.5).

Figura 3.5 - Brasil: Balanço Fiscal (94-98)

	Dívida Interna Líquida		Déficit Nominal	Déficit Operacional	Déficit Primário
	US\$ Milhões	%PIB	%PIB	%PIB	%PIB
1994	128.917	23,7	26,5	-2	-5,1
1995	175.325	24,8	7,1	4,9	-0,3
1996	228.770	29,5	6,08	3,88	0,1
1997	241.884	30,1	6,14	4,33	1,02
1998	272.119	35,08	8,06	7,52	-0,01

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números *apud* SILVA (2002).

No final do ano de 1998, o risco de um ataque especulativo no Brasil era alto. Silva (2002) resume os desequilíbrios que a economia brasileira enfrentava, responsáveis pela crise cambial brasileira:

- i) desequilíbrio dos fundamentos – no final de 1997 o Brasil apresentava um déficit em transações corrente elevado e crescente; uma moeda sobrevalorizada; um déficit público nominal crescente; e elevados juros.
- ii) desequilíbrio dos estoques – o estoque de títulos crescente relativamente aos meios de pagamento, devido à políticas de esterilização e financiamento do déficit público, tornava o país vulnerável à um ataque especulativo causado por ativos financeiros.

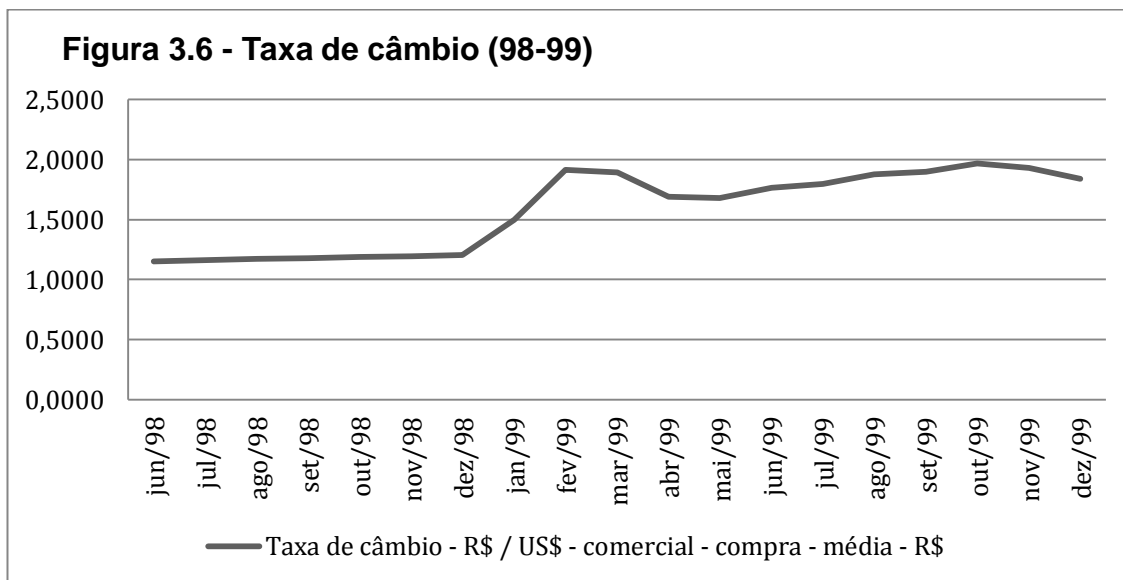
Mesmo tendo algumas pequenas desvalorizações entre 1995 e 1998, a taxa de câmbio real do fim de 1998 continuava tão elevada quanto a do início de 1996. O crescimento sustentado de longo prazo era inviável considerando os altos déficits em transações correntes provenientes das altas taxas de câmbio. O comportamento da balança comercial reforça essa ideia. Em 1995, tivemos um déficit de US\$ 3.5 bilhões, que chegou a US\$ 6.6 bilhões em 1998 (CARDOSO, 2001).

As taxas de câmbio sobrevalorizadas prejudicaram as exportações. Segundo Cardoso (2001), o governo então concedeu crédito subsidiado para os exportadores através do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) e aprovou uma legislação que isentava as exportações de bens primários e industrializados de impostos indiretos, o que não foi suficiente para compensar os efeitos da supervalorização.

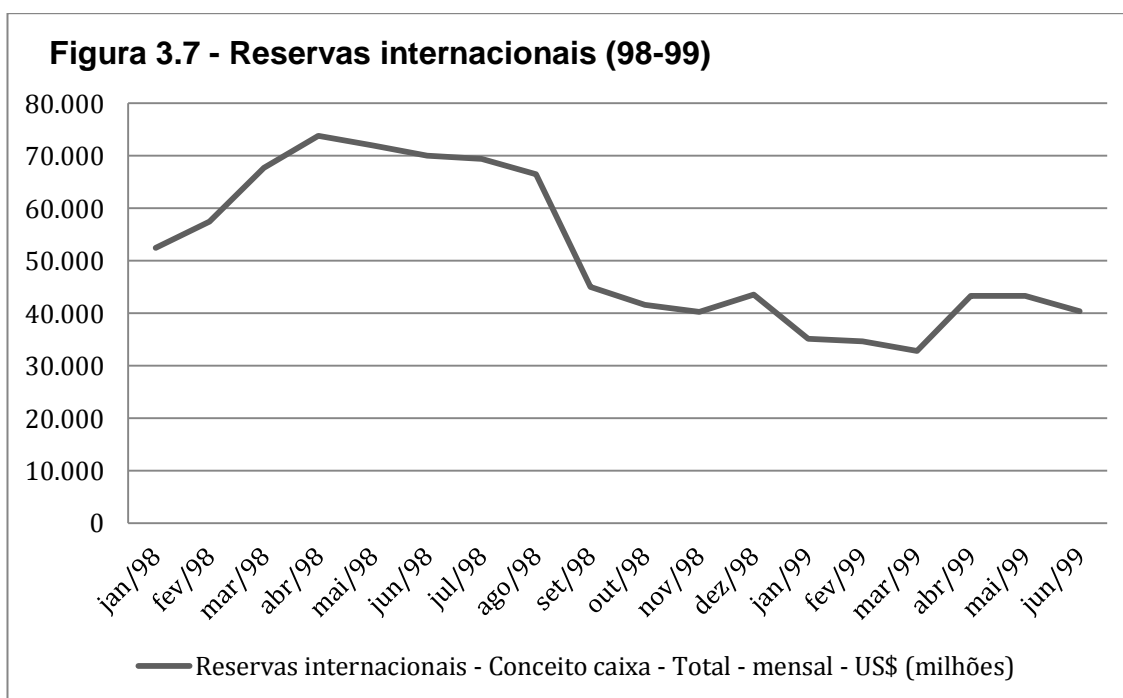
Quanto às importações, Cardoso (2001) aponta que uma taxa de câmbio supervalorizada está associada a um grande crescimento das importações e diminuição da poupança privada, uma vez que estimula os importadores devido ao medo de seu encarecimento futuro. Como isso ocorreu junto com uma liberalização comercial, os efeitos foram multiplicados.

Em janeiro de 1999, o Brasil sofre com ataques especulativos, que reduziram as reservas internacionais de US\$74 bilhões em abril de 1998, para US\$30 bilhões, em 15 de janeiro de 1999, dia em que o governo adotou o regime de câmbio flutuante (Figura 3.7). A crise mexicana de 1995 havia causado uma grande perda de confiança dos investidores, mas as autoridades mexicanas conseguiram restabelecê-la. Em 1997, a crise asiática causou um pânico momentâneo, mas com a moratória da Rússia em agosto de 1998, as reservas externas brasileiras sofreram uma forte queda de cerca US\$ 30 bilhões na tentativa do governo brasileiro de

defender a moeda contra os ataques especulativos causados. A moeda se desvalorizou cerca de 60%, conforme apresentado na Figura 3.6 (SILVA, 2002; CARDOSO, 2001).



Fonte: IPEADATA



Fonte: Banco Central do Brasil – Depin

Segundo Cardoso (2001), o FMI rapidamente ofereceu um pacote de empréstimos, mas as negociações foram adiadas devido à proximidade das eleições e ao relacionamento ruim entre o Planalto e os governos estaduais. Em dezembro

de 1998, o Brasil firmou um contrato de assistência financeira no valor de US\$ 41,5 bilhões, vindos do FMI (US\$18 bilhões), do Banco Mundial (US\$ 4,5 bilhões), do Banco Interamericano de Desenvolvimento (US\$ 4,5 bilhões), e de credores bilaterais (US\$ 5 bilhões dos Estados Unidos e US\$ 9,5 bilhões da Europa). O FMI decidiu agir preventivamente, desembolsando apenas US\$ 9,2 bilhões em dezembro de 1998 e condicionando a liberação das outras parcelas ao cumprimento de um programa de apoio do FMI, de três anos, cujo objetivo era o ajuste fiscal (*stand-by agreement*).

Após junho de 1999, com a adoção do regime de metas inflacionárias, a política monetária passou a se focar no controle da inflação, mantendo-a no centro da meta e evitando que as variações do câmbio se transmitissem para os preços domésticos, o chamado efeito *pass-through*. A taxa de juros, mais uma vez, foi mantida em um nível elevado (TERRA e FERRARI, 2012). Com o novo regime de câmbios flexíveis, o real se estabilizou em R\$1,68/1US\$ em maio de 1999. Embora possibilitasse o governo adotar políticas mais flexíveis, havia a necessidade de uma nova estrutura monetária e uma nova âncora nominal. Como uma desvalorização do real causa um único ajuste em vários preços, a inflação pode sofrer forte alta após um ataque especulativo à moeda. Isso reduz as taxas de juros reais, causando uma fuga de capitais, o que leva o governo a aumentar os juros nominais (CARDOSO, 2001).

Em 2002, ano eleitoral, a vitória de Luiz Inácio Lula da Silva, candidato que tinha um viés mais radical, já era quase certa, o que causou um temor no mercado externo.

DISCUSSÃO DO PLANO REAL

O Plano Real foi um plano complexo que obteve ótimos resultados no controle da inflação, apresentando elementos ortodoxos e outros heterodoxos. Entre as medidas ortodoxas estão elevadas taxas de juros, câmbio como regra de controle monetário – que mais tarde foi substituída pelo regime de metas de inflação – e a abertura econômica. Essas medidas são ortodoxas porque, como reza a TQM, são medidas que restringem a quantidade de moeda e o poder monetário do Estado, visto como responsável pela inflação.

A banda cambial consiste em estabelecer limites mínimos e máximos para a taxa de câmbio. Enquanto a taxa de câmbio estiver dentro dos extremos da banda, o governo pode decidir intervir ou não. Quando a taxa de câmbio ultrapassa algum dos limites, o governo intervém comprando ou vendendo dólares. Caso o câmbio se eleve acima do limite superior, então o governo deve entrar no mercado de câmbio vendendo dólares, para aumentar a sua oferta e reduzir seu preço com relação ao dólar. Se a taxa de câmbio cair abaixo do limite inferior, então o governo entrará comprando dólares, aumentando sua demanda e elevando seu preço com relação ao real (MOLLO e AMADO, 2003).

Quando o Plano Real foi implantado, a paridade entre o real e o dólar foi estabelecida em R\$ 1/US\$, o que pode ser considerada uma espécie de limite superior. O limite inferior não foi oficialmente especificado inicialmente. Entre julho e setembro de 1994, a taxa de câmbio se apreciou para R\$ 0,85/US\$, e durante esse período não houve intervenção na taxa de câmbio. Entretanto, uma moeda apreciada afeta a balança de transações correntes, encarecendo bens e serviços nacionais, o que fez com que, no mês de setembro, o Banco Central realizasse uma intervenção no mercado de câmbio, comprando dólares. No dia 6 de março de 1995, o Banco Central adota formalmente o sistema de bandas cambiais, com limites de flutuação entre R\$ 0,86/US\$ e R\$ 0,90/US\$ (MOLLO e SILVA, 1999). O câmbio foi mantido sobrevalorizado porque barateia as importações (importações mais caras implicam em maiores custos, criando pressões inflacionárias); e encarece as exportações, aumentando sua oferta no solo nacional, diminuindo seu preço. A âncora cambial foi importante também porque ela atrela a moeda fraca a uma forte, apagando a memória inflacionária dos agentes. Em uma economia com inflação elevada, os agentes não têm confiança na moeda nacional, então eles tentam desfazer dessa moeda rapidamente.

Com o câmbio valorizado, as taxas de juros altas davam rentabilidade à entrada de capitais estrangeiros, dado que essa entrada seria desestimulada pela mera perspectiva de desvalorização da moeda nacional. Mollo e Silva (1999) destacam, entretanto, que os juros internos maiores do que os internacionais para atrair o capital estrangeiro passam a ser permanentemente necessários porque, de um lado, a entrada de capitais externos aumenta a base monetária que, uma vez esterilizada, propicia a manutenção ou o aumento da sobrevalorização da moeda; e

de outro, os agentes acham que como a moeda está sobrevalorizada agora, ela tende a se desvalorizar no futuro, o que ameaça o país com uma possível fuga de capitais, levando ao aumento da taxa de juros, e à entrada de capitais externos. Assim, concluem Mollo e Silva (1999), a entrada de capitais que sobrevalorizavam o câmbio servia para abaixar a inflação, mas por outro lado, exigia taxas de juros muito elevadas, o que reduzia o crescimento ao longo do tempo. Quando a inflação foi liberalizada, em 1999, a inflação passou a ser controlada pelas metas inflacionárias.

Nas Figuras 3.8 e 3.9, observamos a eficácia do Plano Real quanto ao controle da inflação. Nos dois primeiros anos do último governo FHC, o governo se manteve dentro da banda de dois pontos percentuais para mais ou para menos do centro da meta. Na última metade desse mandato, entretanto, o governo não conseguiu se manter na meta, se afastando 7 pontos do limite em 2002.

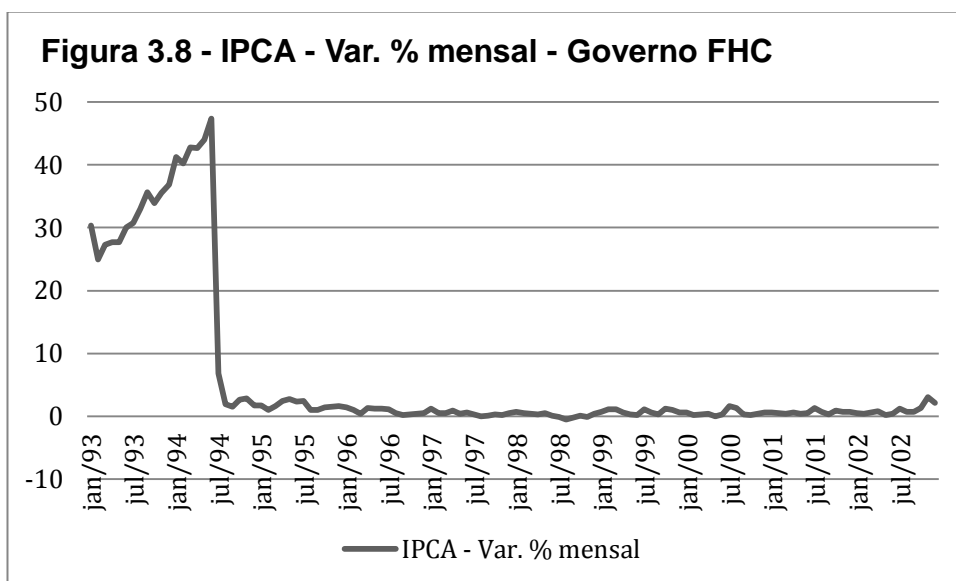
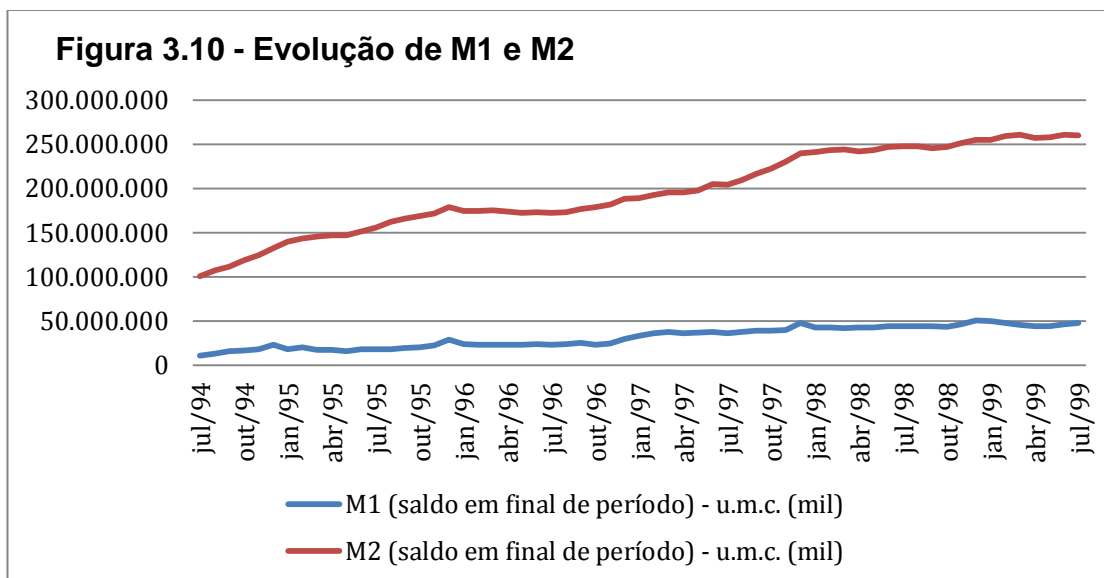


Figura 3.9 – Dados sobre a inflação

Data	Acumulado em 12 meses (var. %)	Meta para a inflação; tolerância de +/- dois pontos (%)
1999	8,94	8
2000	5,97	6
2001	7,67	4
2002	12,53	3,5

Fonte: Banco Central do Brasil

Conforme dito anteriormente, o governo tentou secar a base monetária via emissão de títulos (o que serviu também para financiar o déficit público), o que fez com que M2 se elevasse em uma velocidade maior do que M1 (Figura 3.10), aumentando a razão M2/M1 ². Essa ação se baseia na Teoria Quantitativa da Moeda, buscando estabilização dos preços via redução da moeda em circulação.



Fonte: Banco Central do Brasil

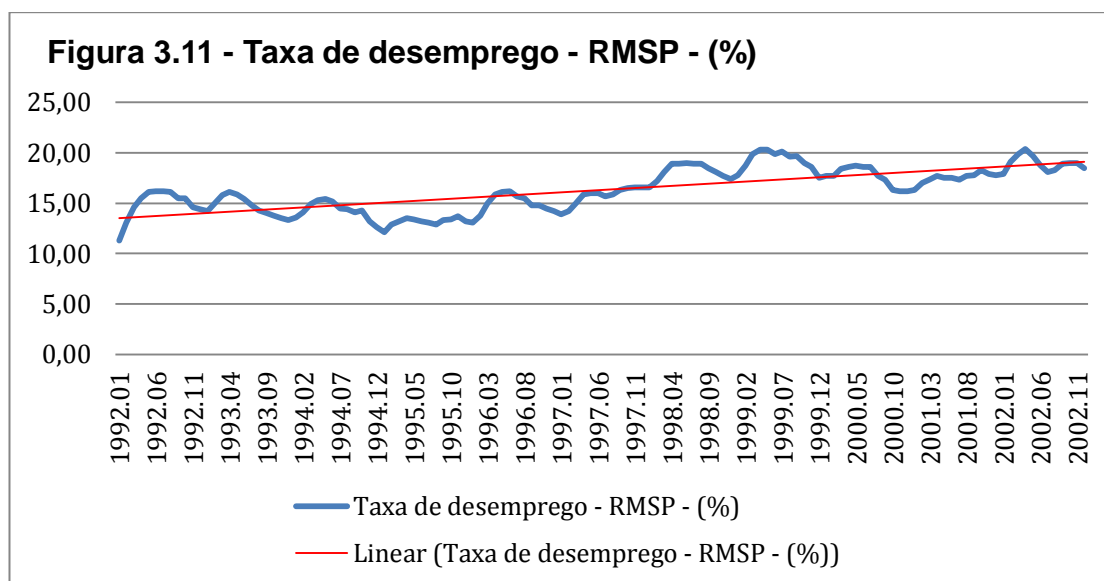
No entanto, o Plano Real causou diversos efeitos colaterais na economia, como a perda de reservas internacionais. Outros perduram até os dias atuais: a taxa de juros brasileira é uma das mais altas do mundo. Uma taxa de juros alta não apenas atrai capital externo, mas também, segundo os quantitativistas e a ideia de neutralidade da moeda, a taxa de juros expressa a renúncia de parte do consumo presente por parte dos agentes, visando o aumento do consumo futuro. Em outras palavras, um aumento da taxa de juros implica em uma diminuição da quantidade de gastos na economia, o que implica em uma redução do nível de preços (MOLLO e AMADO, 2003).

Para os heterodoxos, entretanto, essa redução da quantidade de moeda implica em uma queda do produto, ou seja, uma recessão, implicando em desemprego e queda de renda. A Figura 3.11 mostra a tendência de subida da taxa de desemprego, que cresceu de 14,50% em julho de 1994, ano de implantação do

² M1 é a moeda em poder do público somada aos depósitos à vista nos bancos comerciais, ou seja, toda moeda com máxima liquidez e que não rende juros; M2 corresponde à M1 somada aos depósitos à prazo e aos títulos do governo em poder do público. Essa definição foi modificada em julho de 2001 (CARVALHO *et al.*, 2012, pp.6-7).

plano real, para 18,50%, em dezembro de 2002. O pico da taxa de desemprego se deu em 1999, quando chegou a 20,30% nos meses de abril e maio durante a crise cambial que levou à substituição da âncora cambial pelo regime de metas inflacionárias.

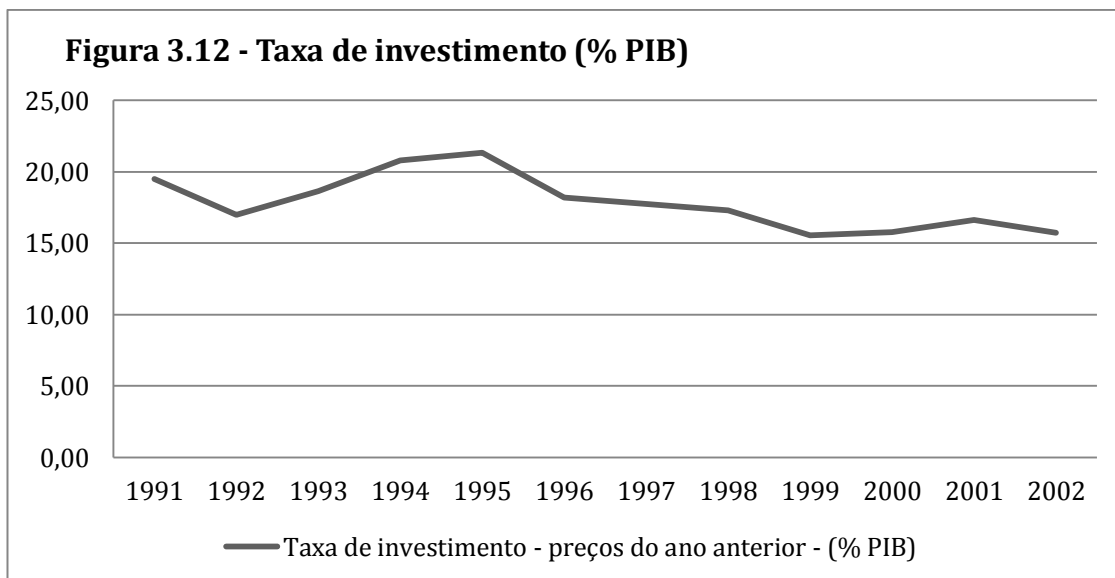
O alto desemprego com uma baixa inflação estão previstos na curva de Phillips, que aponta para um *trade-off* entre inflação e a taxa de desemprego.



Fonte: IPEADATA

Para Keynes, os níveis elevados da taxa de juros brasileira aumentam o custo de oportunidade do investimento, caso os investidores considerem que a eficiência marginal do capital seja menor do que a taxa de juros, os níveis de investimento na economia cairão.

A redução no nível do investimento pode ser observada no gráfico a seguir. Durante o governo de FHC, a taxa de investimento atingiu um pico de 21,36% do PIB em 1995, se manteve em declínio por grande parte do período, e finalizou a 15,72% em 2002, último ano da presidência de FHC.



Fonte: IPEADATA

Nos mandatos de FHC, a economia cresceu a uma média de 2,29% a.a. entre 1995 a 2002, número considerado baixo, mas esperado, devido às consequências de políticas recessivas adotadas no período (Figura 3.14). O Brasil apresentou um crescimento levemente menor do que o crescimento anual médio da década perdida. Entre os anos de 1980 a 1994, a economia cresceu 2,48% ao ano (Figura 3.14).

Observando a Figura 3.13, podemos ver uma queda da variação do produto interno bruto a partir de 1994. Entre os anos de 1998 e 1999, podemos atribuir o baixíssimo crescimento a ataques especulativos causados pela moratória da Rússia. Em 2001, houve outra queda no crescimento, causado pela insegurança dos investidores quanto à eleição de Lula. Quando se viu que Lula tinha grandes chances de ganhar as eleições, seu discurso passou a ser mais moderado, tomando atitudes mais conservadoras que acalmaram o mercado.

Figura 3.13 - Produto Interno Bruto (Variação - FHC)

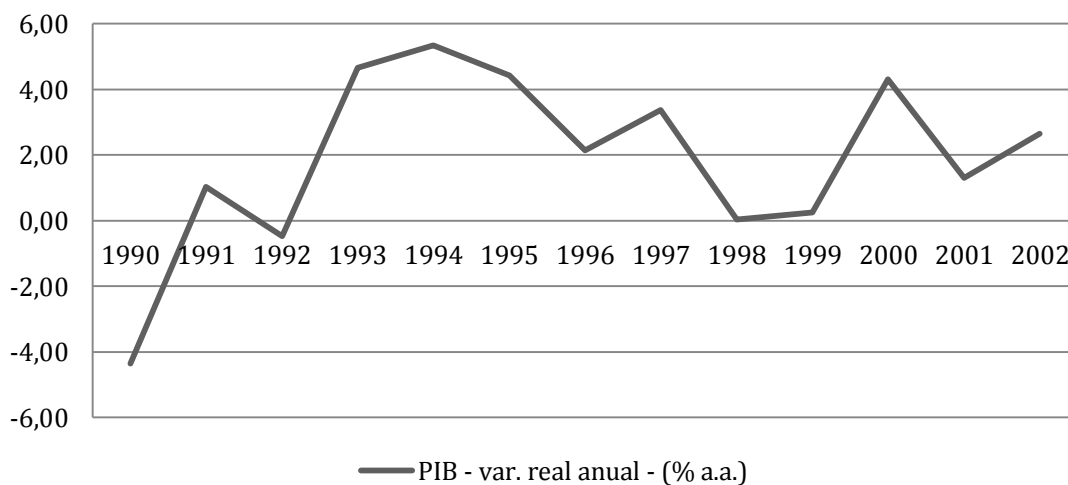
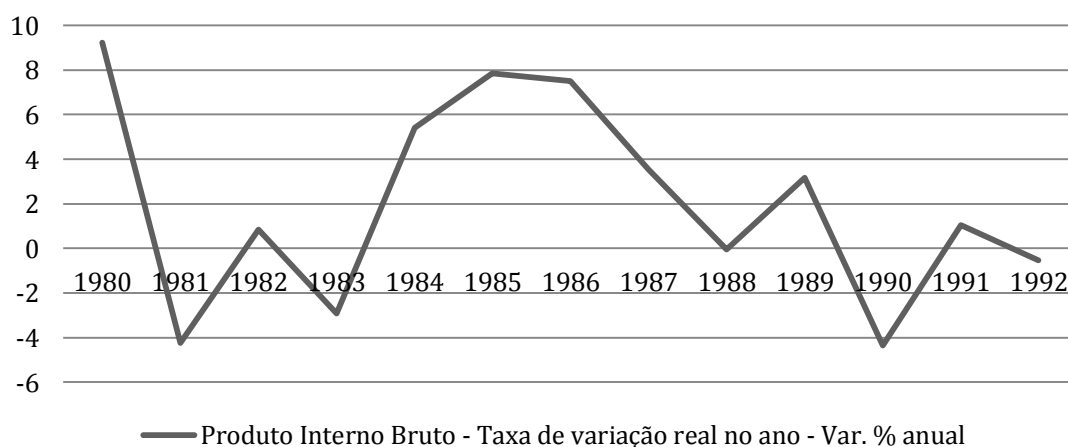


Figura 3.14 - Produto Interno Bruto - Taxa de variação real no ano (pré-FHC)



Fonte: IPEADATA

Outro problema das taxas de juros elevadas foi a maior dificuldade de rolagem da dívida pública. Gomes e Holland (2003) apresentam um estudo sobre um modelo da regra de Taylor que leva em consideração a dívida pública do país. O estudo indica que quando a autoridade monetária eleva a taxa de juros, a inflação e o crescimento se reduzem; mas o indicador dívida/PIB se eleva, e por consequência, a probabilidade de *default* também. Entretanto, ao mesmo tempo em que os juros pioravam os déficits nominais, ele atraía capital externo, essencial para manter a âncora cambial.

Finalmente, observando os efeitos sobre a inflação e o crescimento no governo FHC, conclui-se que se a queda da inflação com o aperto monetário

(aumento da taxa de juros) parece dar razão aos ortodoxos, a queda prolongada do crescimento dá razão aos heterodoxos que afirmam a não neutralidade da moeda.

3.2 O Governo Lula

O EFEITO LULA

Giambiagi (2005, cap.8) afirma que a posse de Lula teve dois significados, representando: a ascensão da esquerda ao poder, com uma forte mensagem de transformação; e um teste a economia brasileira. Para o mercado, o compromisso com a estabilidade dos preços e a austeridade era do presidente Fernando Henrique, do seu ministro da Fazenda Pedro Malan e do Banco Central. Mas o mercado tinha dúvidas quanto o governo seguinte, desconfiança que aumentou durante 2002, ano eleitoral. Com a adoção de medidas populistas por parte do Partido dos Trabalhadores (PT) em 2003, partido do Lula, muitos investidores externos temiam uma moratória.

Ao longo de seu governo, entretanto, Lula foi saindo da esquerda e se aproximando mais do centro. Entretanto, antes de 2002 esse processo de conversão ainda era muito tímido, com as ações do PT sinalizando uma possível moratória, como por exemplo, apoio a realização de plebiscito para apurar se a população apoiava ou não a moratória. Giambiagi (2005, cap.8) ressalva, entretanto, que o PT não apoiava uma moratória, mas a simples menção a uma possibilidade de debate já causava um temor nos mercados financeiros.

A posição do PT começou a mudar no meio da disputa eleitoral em 2002, com a nomeação de Antônio Palocci, que era filiado a correntes moderadas do partido, como coordenador do programa de governo. Entre outubro de 2002 e abril de 2003, o governo (i) nomeou Henrique Meirelles como presidente do Banco Central, além de manter toda a Diretoria anterior, sinalizando continuidade; (ii) anunciou metas de inflação para 2003 de 8,5% e de 5,5% para 2004, meta considerada possível; (iii) elevou a taxa Selic; (iv) aumentou a meta de superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB em 2003, se comprometendo a cumpri-la até o fim de seu governo; e (v) diminuiu gastos públicos (GIAMBIAGI, 2005, cap.8).

O TRIPÉ MACROECONÔMICO NO GOVERNO LULA

O Presidente Lula manteve o tripé macroeconômico (sistema de metas de inflação; metas de superávits primários; e câmbio flutuante) estabelecido no final do governo anterior, em 1999. Em seu segundo mandato, de acordo com Teixeira e Pinto (2012), houve um afrouxamento do tripé por meio da ampliação do crédito; do aumento do salário mínimo real; da adoção de programas de transferência de renda direta; da criação do Programa de Aceleração do Crescimento – PAC, além da ampliação da atuação do BNDES para estimular o investimento público e privado; e adoção de medidas anticíclicas de combate à crise de 2008.

Ao adotar o tripé, governo seguia o pensamento ortodoxo de que as políticas monetárias só conseguiriam afetar a estabilidade ou instabilidade do produto de curto prazo, sendo praticamente inútil para o desenvolvimento de longo prazo. Sendo assim, decidiu-se agir sobre a inflação, deixando que o estabelecimento de normas e organizações que garantissem o direito de propriedade, a redução dos custos de transação e a expectativa dos agentes tomassem conta do crescimento (TEIXEIRA e PINTO, 2012).

Teixeira e Pinto (2012) apontam que o tripé macroeconômico é baseado na fusão da teoria novo clássica com a novo keynesiana (*new neoclassical synthesis*), que prega um sistema de metas de inflação, a independência do Banco Central e uma política fiscal preocupada apenas com a dívida pública.

Sob o tripé macroeconômico, a credibilidade, como foi visto no capítulo 1, é essencial para a política monetária. Montes (2009) esclarece o conceito de credibilidade relacionando credibilidade com o grau de confiança do público quanto ao comprometimento e competência da autoridade monetária em seguir as suas metas.

Montes (2009) explica a política monetária segundo a ótica novo clássica: o governo e o setor privado jogam um jogo onde o governo é o primeiro jogador. O governo então elabora e aplica uma política considerada ótima no tempo $t=1$. Mas se os agentes realmente acreditam nesta política, então o governo tem incentivos de não cumprir essa política em $t = (1+n)$. Se a política monetária tem credibilidade, o governo pode tentar reduzir a taxa de desemprego e torná-la inferior à natural ofertando mais moeda inesperadamente, uma vez que a moeda é neutra apenas no

longo prazo (os novos clássicos chamam esta situação de “inconsistência temporal”). A política inicial então não é mais ótima. Portanto, esse processo que aumenta a quantidade de moeda pode diminuir o desemprego, mas apenas no curto prazo, causando inflação no longo prazo.

A possibilidade da inconsistência temporal faz necessária uma consistência da política ao longo do tempo. Para garantir esse quesito, Banco Central deve ser independente. Carvalho (1995) se diz cético quanto à independência do Banco Central, uma vez que não seria democrático “relegar decisões que afetam de modo crucial a todos a um pretense grupo de sábios, cujo mandato e competência são auto-referenciados” (CARVALHO, 1995, pp.135).

Outro ponto contrário à independência do Banco Central abordado por Carvalho (1995) está nos pressupostos da teoria ortodoxa. Quando se aceita os pressupostos de neutralidade da moeda e da taxa natural de desemprego, pode-se concluir que a política monetária só pode afetar o nível de emprego e renda no curto prazo, devido à ilusão monetária (que gera o *trade-off* entre inflação e desemprego descrito na curva de Phillips). Mas a neutralidade da moeda já é um ponto central de discordância entre ortodoxos e heterodoxos e a definição da taxa natural de desemprego é também controversa, uma vez que exige muitas restrições que não retratam bem a realidade.

A política fiscal, por sua vez, assume um papel passivo – mas importante – na política macroeconômica, uma vez que a sustentabilidade da dívida pública sinaliza ausência do risco de *default*, ou seja, os superávits primários reduzem o rico-país, sendo portanto essenciais para a credibilidade (TEIXEIRA e PINTO, 2012).

O segundo governo Lula foi bem diferente do primeiro quanto às taxas de juros, e isso por um lado elevou o crescimento e, por outro, não aumentou a inflação, o que dá razão aos heterodoxos. De fato, o presidente Lula não apenas manteve as metas de inflação, taxa de câmbio flexível e valorizada, e o superávit primário como também ampliou vários programas sociais. O Programa Bolsa-Família, programa de transferência direta de renda, que beneficia famílias com renda de até R\$140 por pessoa, foi estendido a 11 milhões de famílias, o que quase triplicou sua abrangência (FONSECA *et al.*, 2013).

Freitas (2007) cita o Programa Fome Zero e o SUAS. O Programa Fome Zero foi lançado no dia 30 de janeiro de 2003, e previa a transferência de renda para famílias em situação de extrema pobreza, para gastos em alimentação. Já o Sistema Único de Assistência Social (SUAS), foi criado em julho de 2005 com o seguinte intuito:

“regular, em todo o território nacional, a hierarquia, os vínculos e as responsabilidades do sistema de serviços, benefícios, programas e projetos de assistência social, de caráter permanente ou eventual, executados e providos por pessoas jurídicas de direito público, sob critério universal e lógica de ação em rede hierarquizada e articulada com iniciativas da sociedade civil.”

(Freitas, 2007, pp.72)

A desigualdade de renda também foi reduzida. O índice de Gini, que mede o nível de desigualdade na economia (quanto mais próximo de zero menor a desigualdade), caiu de 0,596 em 2001 para 0,543 em 2009, corroborando para a reversão na tendência de crescimento desse coeficiente até meados da década de 1990 (FONSECA *et al.*, 2013).

O DESEMPENHO DO GOVERNO LULA

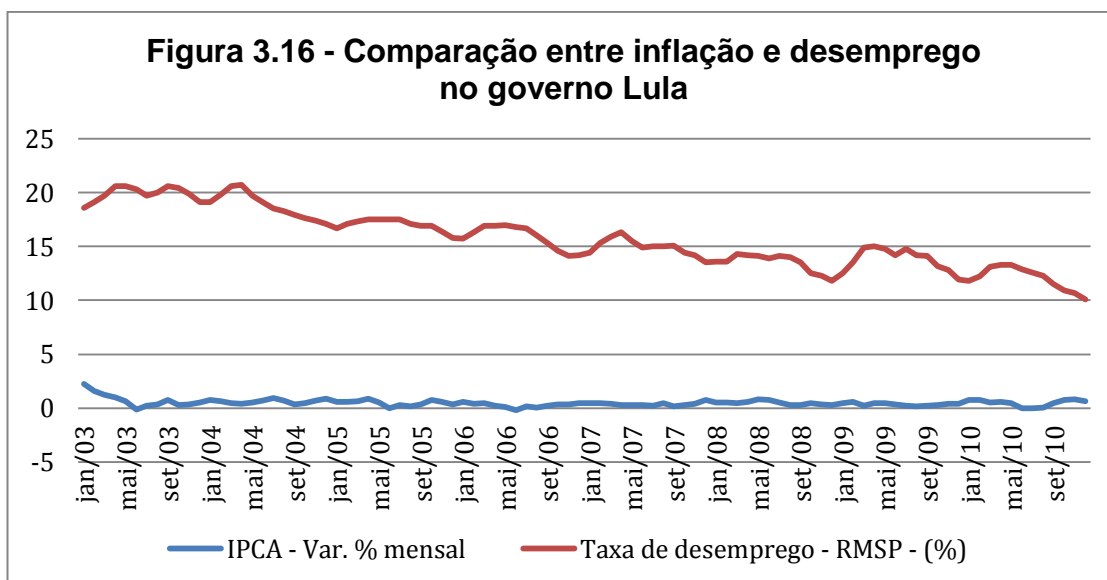
Com relação à meta principal do governo, a inflação, observa-se que o governo conseguiu se manter dentro dos limites das metas de inflação, com uma inflação de 9,3% em 2003, e de 5,91% em 2010. Esse resultado foi possível graças às elevadas taxas de juros, que causaram, entretanto, uma estagnação no nível da taxa de investimento, que no primeiro mandato se manteve próxima do valor em que se encontrava no final do governo FHC (média de 15,99% entre os anos de 2003 e 2006). No segundo governo Lula, a taxa de investimento aumentou (17,9% em 2009) impulsionada por aumento de gastos do governo, como o Programa de Aceleração do Crescimento.

Figura 3.15 – Comparação entre os mandatos de Lula quanto à inflação e ao crescimento		
Ano	IPCA - variação em 12 meses - %	PIB – variação mensal
2003	9,3	1,15
2004	7,6	5,71
2005	5,69	3,16
2006	3,14	3,96
2007	4,46	6,09
2008	5,9	5,17
2009	4,31	-0,33
2010	5,91	7,53

Fonte: Banco Central do Brasil

Quanto ao mercado de trabalho, há também dois padrões distintos nos mandatos do Presidente: no primeiro mandato, a média da taxa de desemprego das Regiões Metropolitanas em 2003 foi de 12,3%, chegando a 10,0% em 2006, e houve uma queda na massa de rendimentos real, índice calculado pelo IBGE através da soma ponderada (levando-se em conta os pesos amostrais) de todos os rendimentos das pessoas ocupadas da amostra, de 5,0%; já no segundo mandato, observou-se uma redução expressiva nas taxas médias de desemprego nas Regiões Metropolitanas, que caiu de 9,3% em 2007, para 6,7% em 2010, além de um crescimento de 20% na massa de rendimentos real (TEIXEIRA e PINTO, 2012). Novamente o crescimento prolongado após redução de taxa de juros dá razão à heterodoxia.

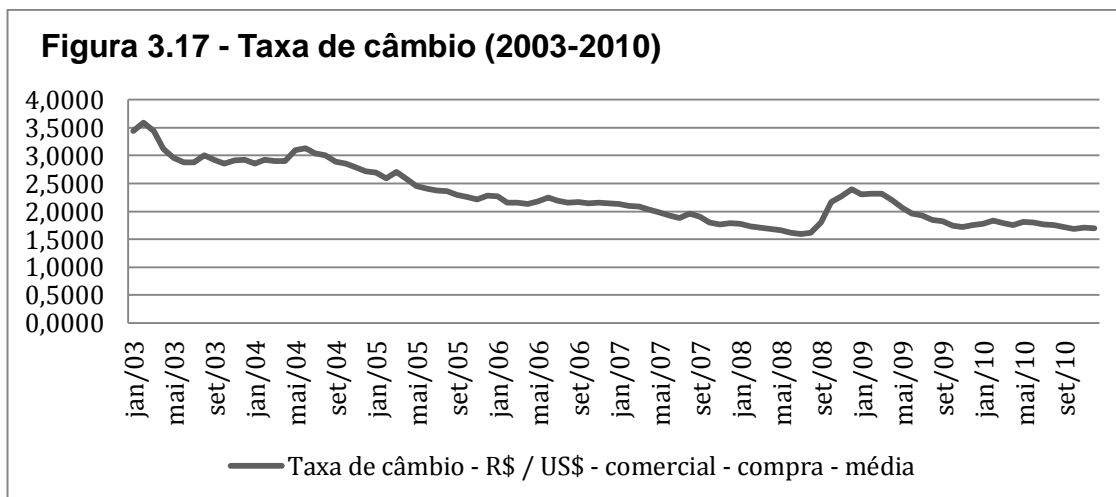
Contradizendo a curva de Phillips, a taxa de desemprego caiu mesmo com uma baixa inflação. O provável motivo desse comportamento está nas medidas heterodoxas adotadas no segundo mandato, o aumento de postos no setor público, indicadores macroeconômicos positivos como o aumento das exportações de bens primários e o esforço do governo para a expansão da carteira assinada no meio privado. A inflação se manteve na meta devido as elevadas taxas de juros.



Fonte: Banco Central do Brasil; IPEADATA

O salário mínimo nominal no início de 2003 era de R\$200,00, chegando a R\$510,00. O salário mínimo real cresceu 57% entre 2002 e 2010, o que significa um aumento expressivo da massa salarial e do consumo de bens-salário. A classe “C”, composta por famílias com renda mensal domiciliar total entre R\$ 1.064,00 e R\$ 4.561,00, cresceu de 37% do total da população em 2003, para 64% em 2008 (FONSECA *et al.*, 2013). De acordo com os pós-keynesianos, um aumento dos salários nominais deveria ter aumentado a inflação, *ceteris paribus*. O aumento do salário implica em maiores custos aos empregadores, que compensarão aumentando os preços. Entretanto, não se observa um aumento significativo no nível de inflação.

Durante o governo Lula, observou-se uma tendência de apreciação da taxa de câmbio (Figura 3.17), o que por um lado, ajudou no controle da inflação, pela entrada de produtos mais baratos, mas segundo Terra e Ferrari (2012) desencoraja investimentos nacionais em produtos que precisem de alta tecnologia, uma vez que reduz os custos de se importar esses produtos de países com menores custos de produção. Conseqüentemente, produtos nacionais com maior teor tecnológico se tornam cada vez menos competitivos no mercado internacional, e o país passa a se apoiar cada vez mais em exportação de produtos agropecuários, com pouco valor agregado.



Fonte: IPEADATA

Bresser (2012), afirma que graças ao aumento de renda da população, formou-se no Brasil uma massa de consumo nova. Assim, a dificuldade de exportar da indústria devido à valorização cambial foi temporariamente compensada pelo aumento do mercado interno. Essa compensação foi apenas temporária porque, com uma taxa de câmbio valorizada, as empresas que tinham alguma competência tecnológica não apenas não conseguiam exportar como também não conseguiam competir com as importações.

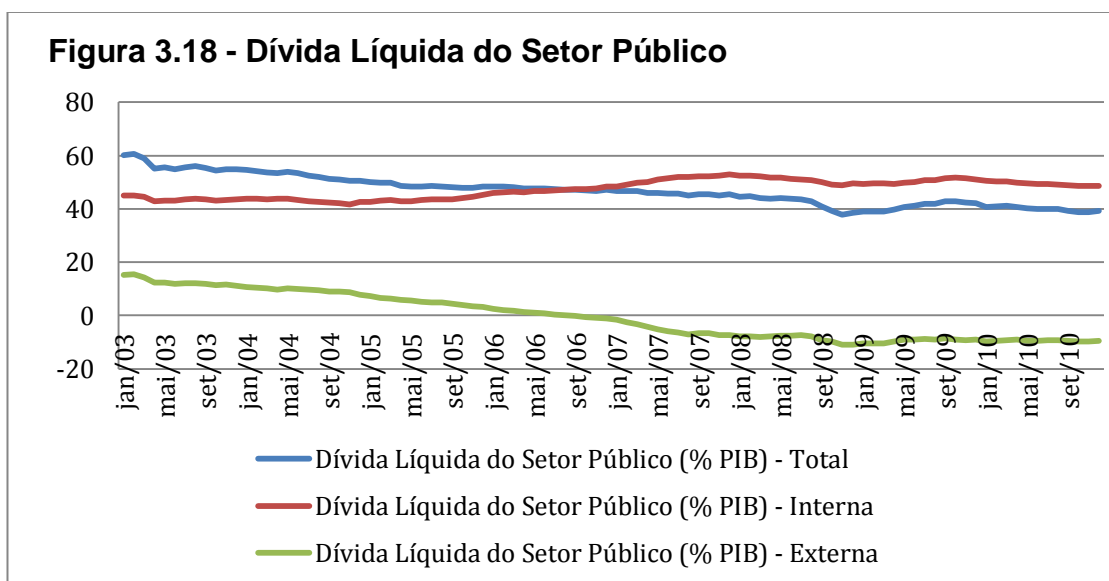
As contas externas brasileiras apresentaram ótimos resultados, o que permitiu ao governo saldar os empréstimos com o FMI, diminuir o endividamento público externo e acumular reservas. A balança de pagamentos teve um superávit acumulado de US\$231,8 bilhões entre 2003 e 2010. Esse resultado foi impulsionado pelo contexto internacional de crescimento mundial até a crise de 2008; pela ampla liquidez dos mercados financeiros; e pela elevação nos preços internacionais das *commodities* exportadas e da queda do preço das manufaturas decorrentes do efeito direto e indireto da China. Essas modificações nos preços implicaram em uma elevação de 39,9% nos termos de troca no Brasil entre janeiro de 2003 e dezembro de 2010 (TEIXEIRA e PINTO, 2012).

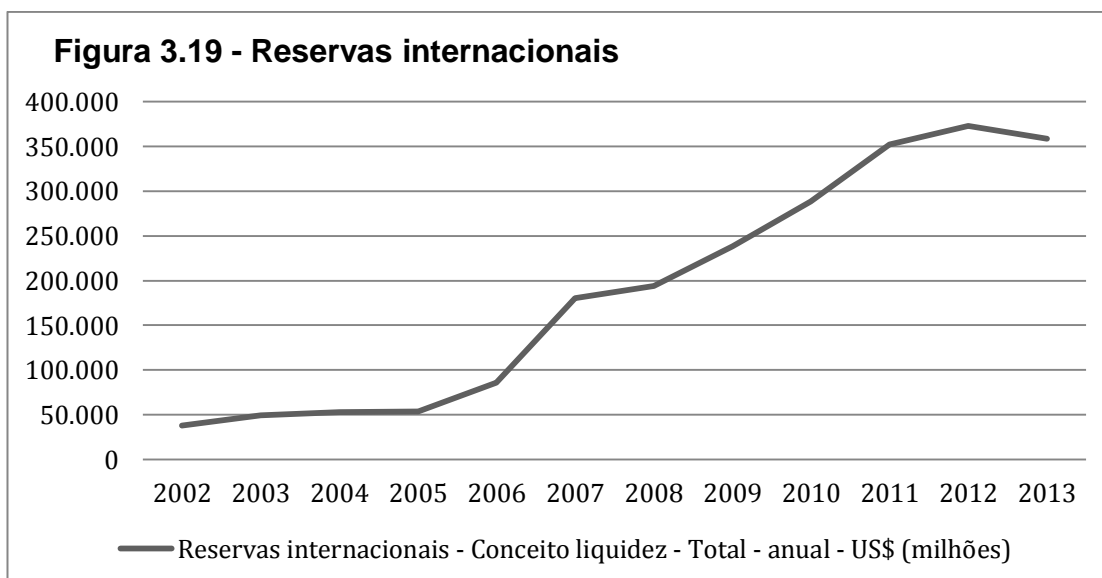
Teixeira e Pinto (2012) explicam que o Brasil teve uma rápida recuperação nas contas externas após a crise internacional devido ao excesso de liquidez da economia mundial. O capital se deslocou para o Brasil atraído pelo alto diferencial entre a taxa Selic e a internacional, além da recuperação rápida da atividade

econômica com expansão do mercado interno, em um contexto de estagnação da Europa e dos Estados Unidos.

Nota-se uma tendência de queda da dívida líquida. Em 2003, ela se encontrava em 54,83% do PIB, chegando a 39,15% no final de 2010. Essa trajetória de queda se deu principalmente pela redução da dívida externa desde o início do governo. Teixeira e Pinto (2012) afirmam que os principais responsáveis pela queda da dívida externa foram os saldos positivos da balança comercial, no primeiro mandato; e os da conta financeira, no segundo.

Conseqüentemente, o governo elevou suas reservas internacionais a ponto de não apenas reduzir sua dívida externa, mas também de se tornar credor líquido. As reservas internacionais estavam em US\$ 49,3 bilhões em 2003, e terminaram o segundo mandato em US\$ 288,6 bilhões. Entretanto, devido às elevadas taxas de juros, a dívida interna se elevou, saindo de 45% do PIB no início de 2003 e chegando a 48,7% em dezembro de 2010.

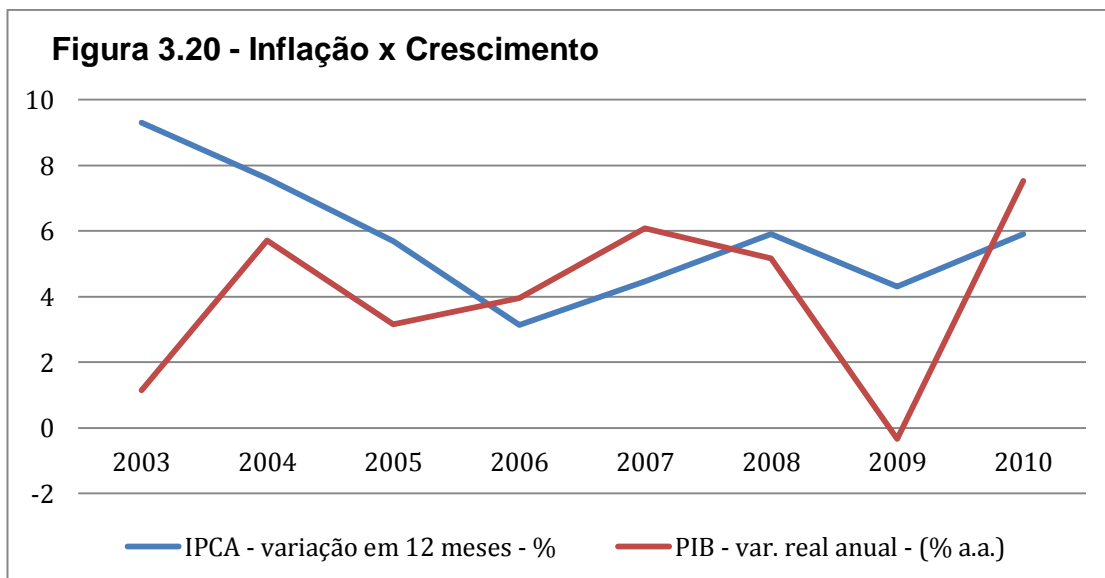




Fonte: Banco Central do Brasil

Devido ao acordo com o FMI, os superávits primários do governo Lula foram elevados e consistentes (R\$ 758,8 bilhões, acumulados entre 2003 e 2010). Entretanto, embora o resultado primário tenha sido bastante positivo, o déficit nominal e o montante pago de juros (R\$1.491,4 bilhões, pagos durante o mesmo período) permaneceram muito elevados durante esse período, se reduzindo apenas a partir de 2006 (TERRA e FERRARI, 2012; TEIXEIRA e PINTO, 2012). Em 2009, em resposta à crise de 2008, o governo aumentou gastos com programas de transferência de renda, como o Bolsa-Família, além de subsidiar programas como o Minha Casa, Minha Vida, que reduziram o superávit primário.

Com base nos resultados macroeconômicos, Teixeira e Pinto (2012) observam duas dinâmicas diferentes entre os mandatos do Presidente Lula. No primeiro, o crescimento foi impulsionado pelo ambiente externo, que possibilitou um aumento nas exportações e um maior investimento nos setores exportadores; no segundo, o crescimento se deu não apenas ao ambiente externo favorável, mas também ao aumento do mercado interno, consequência da flexibilização do tripé macroeconômico. A inflação se manteve dentro dos extremos da meta, enquanto que o país cresceu a uma taxa maior do que no período de FHC (4,06%a.a. de Lula contra 2,3%a.a. de FHC). Observa-se uma recessão para o ano de 2009, devido à crise financeira de 2008.



Fonte: Banco Central do Brasil; IPEADATA

Finalmente, durante todo o governo de Lula, observamos uma melhora geral nos indicadores econômicos. Entretanto, o modo como se melhorou estes indicadores é questionável. O crescimento se deu por meio do aumento do consumo via transferência de renda, e não por meio de aumento da produtividade, o que não é sustentável no longo prazo. Houve crescimento, mas ele não se deu de maneira adequada.

3.3 O Governo Dilma

Bresser (2013) afirma que o fato da política macroeconômica de Lula ter sido dominada pela meta de controle da inflação, recorrendo à apreciação cambial para cumprir esse objetivo, implicou em uma taxa de juros elevada e taxa de câmbio bastante apreciada quando a presidente Dilma tomou posse. Nesse período, em janeiro de 2011, o preço das commodities não estava mais tão alto. Além disso, a má situação criada pelo crash de 2007-2008, que já estava sendo superada foi agravada novamente em 2011, devido à recuperação insatisfatória dos Estados Unidos e pela crise do Euro. Estes dois fatores reduziram a demanda pelos produtos brasileiros.

Segundo Teixeira e Pinto (2012), é evidente que a partir de 2006 a economia brasileira vem sendo puxada pela demanda, com políticas de distribuição de renda e crescimento do mercado interno. A partir de 2010 e 2011, entretanto, ficou claro que esse modelo, combinado com juros elevados e apreciação cambial, não é

sustentável no longo prazo. É um modelo com baixo dinamismo industrial e elevado consumo das famílias, voltado para exportação agrária. O consumo cresce sem um crescimento da indústria porque a renda vaza para o exterior no aumento da importação das manufaturas e desarticulação das cadeias produtivas nacionais. Como consequência, temos uma redução do poder multiplicador das políticas sociais de transferência de renda e aumento do salário mínimo.

O Brasil vem reduzindo o aumento da produtividade alocando mão de obra para setores primários, com baixa tecnologia, ao invés de focar no aumento da produtividade por meio da industrialização, transferindo mão de obra de setores menos tecnológicos para setores com mais tecnologia e melhores salários. Entretanto, o setor primário não pode acomodar toda a oferta de trabalhadores, e o excedente passa para o setor de serviços. Temos, assim, pleno emprego com baixo crescimento (BRESSER, 2013).

DESEMPENHO DO GOVERNO DILMA

O governo vem tendo dificuldades em se manter no centro da meta inflacionária, que é de 4,5% a.a. desde 2005. A média do ano de 2011 foi de 6,5% a.a., exatamente no limite de tolerância de 2,0% para mais ou para menos. Em 2012 e 2013, o resultado foi um pouco melhor, com 5,84% e 5,91%. Crespo (2014) aponta para o aumento da concessão de crédito, e – durante os dois primeiros anos do governo Dilma – a redução da taxa de juros pelo BCB. Como consequência, a quantidade de moeda cresceu, sem uma compensação do investimento e da produtividade, o que fez o impacto do aumento de moeda recair nos preços.

Com a tendência de desvalorização do real frente ao dólar em meados de 2013, o Copom vem aumentando a taxa Selic, tentando conter pressões inflacionárias. Observe o quadro a seguir:

Período de vigência	Meta SELIC - % a.a.
03/04/2014 -	11
27/02/2014 - 02/04/2014	10,75
16/01/2014 - 26/02/2014	10,5
28/11/2013 - 15/01/2014	10
10/10/2013 - 27/11/2013	9,5
29/08/2013 - 09/10/2013	9
11/07/2013 - 28/08/2013	8,5
30/05/2013 - 10/07/2013	8
18/04/2013 - 29/05/2013	7,5

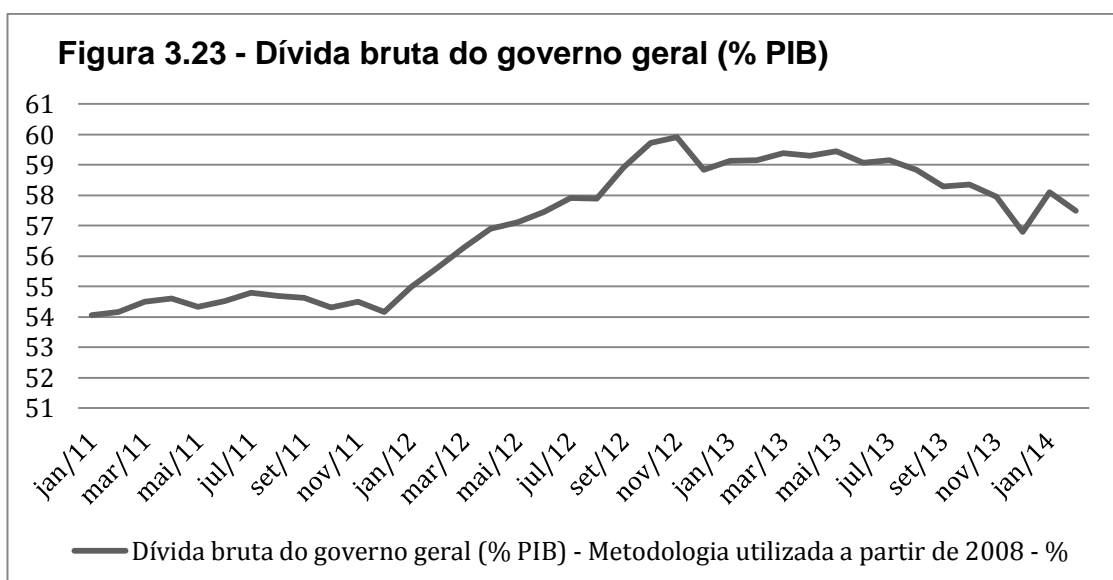
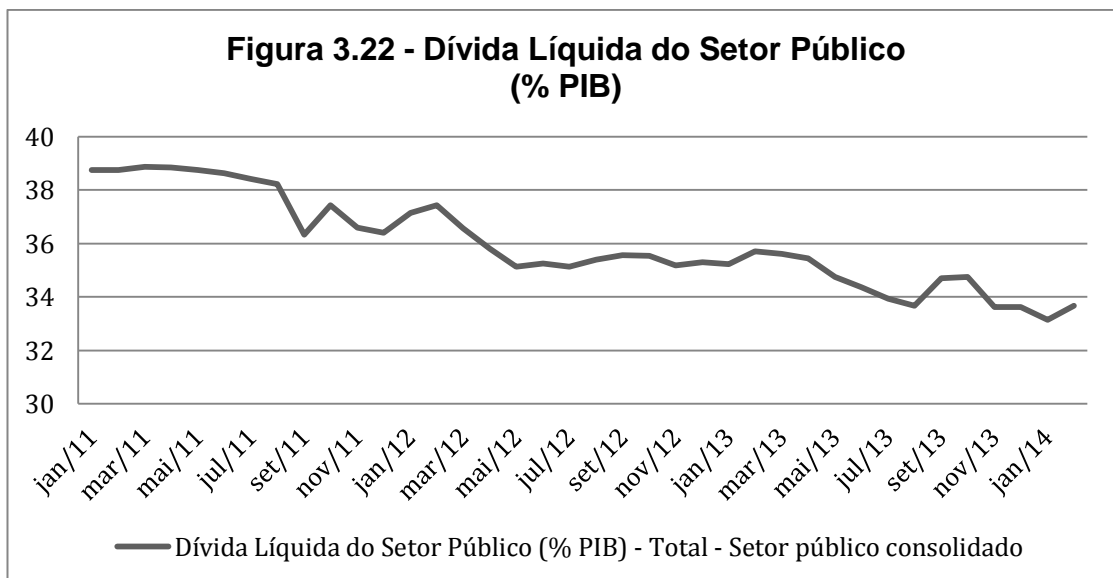
Fonte: Banco Central do Brasil, disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>

Acesso em 16/04/2014.

Os juros altos afetaram a Formação Bruta de Capital Fixo (taxa que expressa o investimento em máquinas, bens duráveis e construção civil), que em 2011 foi de 19,3% do PIB, e recuou para 18,1% em 2012.

A dívida líquida apresenta uma tendência de queda, conforme pode ser visto na figura 3.22. Entretanto, como afirma Alexandre Schwartzman, ex-diretor do Banco Central, em uma entrevista ao Valor Econômico (VILLAVÉRDE, 2011), a dívida líquida não é mais um indicador confiável desde 2009, quando o governo emitiu títulos do Tesouro remunerados pela Selic no valor de R\$ 100 bilhões para financiar um empréstimo ao BNDES e até o primeiro semestre de 2011, mais R\$110 bilhões. Schwartzman explica que, com essas operações, o Tesouro se endivida para aumentar o capital do BNDES. Mas como as operações do BNDES geram um “lucro” ao setor público, são deduzidos da dívida total do governo. Conseqüentemente, a dívida líquida cai, mas como o governo está mais endividado, devido à emissão de títulos, esse passivo só é contabilizado na dívida bruta, que iniciou o governo Dilma em 54,06% do PIB e em fevereiro de 2014 se encontrava em 57,48% do PIB, chegando a 59,92% em novembro de 2012 (Figura 3.23).



Fonte: Banco Central do Brasil

O crescimento do PIB do governo Dilma até 2013 ficou em torno de 2% a 2,5% a.a., enquanto que a taxa média de crescimento do governo Lula ficou em torno de 4,0% a.a. Em 2011, o Brasil cresceu 2,73% e em 2012, 0,87% (BARBOSA, 2013). O baixo crescimento e os níveis inflacionários causam um temor quanto a possibilidade da estagflação (baixo crescimento com alta inflação).

Barbosa (2013) explica o insucesso da presidente Dilma de acordo com seu ponto de vista ortodoxo:

(i) instabilidade das regras do jogo, devido a uma alta discricionariedade das políticas econômicas, como o subsídio à energia elétrica e à gasolina, além de um baixo reajuste dos preços administrados (CRESPO, 2014). Sob o tripé

macroeconômico adotado pela presidente Dilma, regras instáveis danificam a credibilidade da autoridade monetária, essencial para a política monetária nesse sistema. Barbosa (2013) sugere a utilização de regras, e a suspensão das mesmas em uma crise ou outra situação mais grave, o que resolveria o problema de rigidez da política econômica;

(ii) fim do bônus da estabilização;

(iii) cenário externo desfavorável. Além da crise da Europa e da lenta recuperação dos mercados financeiros de países como Estados Unidos, Reino Unido e Espanha, Barbosa (2013) cita a China, um dos principais parceiros do Brasil, que vinha tendo uma rápida aceleração, agora se encontra em velocidade de cruzeiro;

(iv) política econômica do ministro Mantega e execução da política de metas de inflação pelo Banco Central. Como dito anteriormente, o ministro Mantega insistiu nas políticas contracíclicas de demanda agregada, quando deveria ter investido em infraestrutura e reformas microeconômicas, objetivando o aumento de produtividade.

O governo Dilma pode ser considerado uma continuação do governo Lula. Dilma, entretanto, não contou com um ambiente externo favorável como seu antecessor. Embora mantido o tripé macroeconômico, o governo atual está com dificuldades de se manter nas metas, e tenta esconder isso se utilizando da chamada contabilidade criativa.

Conclusões Finais

No período que compreende do Plano Real ao governo Dilma, a política econômica brasileira apresentou instrumentos tanto ortodoxos quanto heterodoxos. A inflação foi mantida sob controle durante todo o período, quando comparado com os períodos anteriores. O crescimento médio brasileiro foi semelhante ao resto da América Latina. O governo FHC cresceu 2,3%, comparado com os 2,23% da América Latina. Nos mandatos de Lula, o crescimento brasileiro foi de 4,05% contra os 4,12% da América Latina. Já nos dois primeiros anos do governo Dilma, o Brasil teve um crescimento de 1,8%a.a., enquanto que os outros países latinos cresceram a 3,79% ao ano (ELLERY, 2013).

As políticas monetária, cambial e fiscal do final do governo FHC e dos governos Lula e Dilma tiveram um caráter mais ortodoxo, seguindo o tripé macroeconômico, cuja origem se encontra no novo consenso macroeconômico. O tripé macroeconômico consiste no câmbio flutuante, nas metas de superávit primário e nas metas de inflação.

Segundo Fernando de Paula (2005), a queda da taxa de inflação é uma tendência geral entre os países emergentes, independente da adoção ou não do regime de metas de inflação. Países como China, Egito, Índia e Malásia tiveram taxas de inflação abaixo de 4% a.a. no início da década de 2000. Além disso, não há indícios de que os países que adotaram o RMI tiveram um desempenho melhor em termos do PIB do que os países que não adotaram. Os países citados acima estão entre os países que tiveram o melhor desempenho do PIB entre os anos de 1993 e 2003 (China, 9,8%; Egito, 6,1%; Índia, 6,0%; e Malásia, 4,6%); enquanto que alguns países que adotaram o regime tiveram rendimento bem inferior, como a República Checa (2,2%), o México (2,7%) e Israel (3,9%). Esse comportamento se repete nos países desenvolvidos, onde se considera que o regime de metas de inflação é seguido de forma mais adequada.

No caso do Brasil, Fernando de Paula (2005) aponta que a inflação do período entre 1999 e 2004 se manteve acima da taxa dos outros países emergentes, apesar das elevadas taxas de juros brasileiras. Esse nível alto da taxa de juros implica em um PIB abaixo das necessidades de crescimento do país.

No segundo mandato de Lula e no início do governo Dilma, entretanto, houve uma flexibilização do tripé, onde se adotou medidas heterodoxas, como por exemplo o aumento de gastos sociais, transferência direta de renda e incentivos à indústria, como concessão de crédito e subsídios, além do próprio controle de preços, como foi o caso da gasolina.

Os resultados baixos da inflação ao longo de todo o período parecem dar razão aos ortodoxos, já que houve muito aperto monetário. Observa-se, porém, que nem os ortodoxos, nem os heterodoxos negam que a contração monetária, reduzindo despesas e demanda em geral, reduzem preços. A discussão importante é se isso se faz sem afetar de forma prolongada a produção real (neutralidade da moeda), ou se isso afeta a produção real de forma duradoura, com elevados custos sociais como o desemprego, implicando em uma moeda não neutra, como afirma a heterodoxia.

O segundo governo Lula dá razão à heterodoxia, enquanto nos demais há consequências tanto previstas pelos ortodoxos quanto pelos heterodoxos.

Referências Bibliográficas

1. ABRAHAM, K.G. e KATZ, L.F. Cyclical unemployment: Sectorial Shift or Aggregate Disturbances? **Journal of Political Economy**, vol.94, nº 3, part 1, pp.507-522, jun. 1986.
2. AKERLOF, G.A. Labor Contracts as Partial Gift Exchange. **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 97, nº 4, pp.543-569, nov. 1982.
3. BACHA, E.L. Plano Real: Uma Avaliação Preliminar. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, vol.2, n.3, pp. 3-26, jun. 1995.
4. BARBOSA, L.G.C. O governo Lula e a política econômica brasileira: continuidade ou ruptura? **Revista Todavia**, ano3, nº4, julho de 2012.
5. BARBOSA, F.H. Crescimento do PIB: Dilma x Lula. **Conjuntura Econômica** v.67, nº8, agosto de 2013.
6. BELLUZZO, L.G. O dólar e os desequilíbrios globais. **Rev. Econ. Polit.** [online], vol.25, n.3, pp. 224-232, 2005.
7. BLAUG, M. A teoria neoclássica da moeda do juro e dos preços, *In: História do Pensamento Econômico*, publicações Dom Quixote, Lisboa, 1990, capítulo 15.
8. BRESSER-PEREIRA, L.C. A Economia e a Política do Plano Real. **Revista de Economia Política**. v14, nº4 (56), out-dez 1994.
9. BRESSER-PEREIRA, L.C. e NAKANO, Y. Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. **Revista de Economia Política**, v.4, n.1, janeiro-março/ 1984.
10. BRESSER-PEREIRA, L.C. O governo Dilma frente ao “tripé macroeconômico” e à direita liberal e dependente. **Novos Estudos – CEBRAP**. São paulo, n.95, março 2013.
11. CARDOSO, E. A Crise Monetária no Brasil: Migrando da Âncora Cambial para o Regime Flexível. **Revista de Economia Política**, v21, nº3 (83), jul-set 2001.

12. CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. S.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F.R.; STUDART, R. A moeda e o sistema monetário. *In: **Economia Monetária e Financeira: teoria e política***. 2ª Edição Editora Campus Ltda. 2012, Capítulo 1.
13. CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. S.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F.R.; STUDART, R. A teoria quantitativa da moeda. *In: **Economia Monetária e Financeira: teoria e política***. 2ª Edição Editora Campus Ltda. 2012, Capítulo 3.
14. CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. S.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F.R.; STUDART, R. A demanda por moeda no modelo monetarista: a nova teoria quantitativa da moeda. *In: **Economia Monetária e Financeira: teoria e política***. 2ª Edição Editora Campus Ltda. 2012, Capítulo 6.
15. CARVALHO, F.J.C. A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações céticas. **Revista de Economia Política**, v15, nº4 (60), out-dez. 1995.
16. CASTRO, F. Desvinculação das Receitas da União – DRU. Barueri, São Paulo, 30 de agosto de 2008. Disponível em: <<http://blogdefranciscocastro.blogspot.com.br/2008/08/desvinculao-das-receitas-da-unio-dru.html>> Acesso em: 31/03/2014.
17. CRESPO, S.G. Inflação anual de Dilma é próxima à de Lula e inferior à de FHC. 10 de janeiro de 2014. Disponível em: <<http://achadoseconomicos.blogosfera.uol.com.br/2014/01/10/inflacao-anual-de-dilma-e-proxima-a-de-lula-e-inferior-a-de-fhc>> Acesso em: 14/05/2014.
18. DAVIDSON, P. Three views on inflation: monetarist, neoclassical, keynesian and post keynesian. *In: **Controversies in post-keynesian economics***, Edward Elgar Pub, 1991, cap.8.
19. EASTERLING, S. Marx's theory of economic crisis. **International Socialist Review**, Issue 32, November–December 2003.
20. ELLERY, R. Crescimento e Inflação nos governos FHC, Lula e Dilma: Tem algo de errado no governo da presidenta! Brasília, 2 de agosto de 2013. Disponível em: <<http://rgellery.blogspot.com.br/2013/08/crescimento-e-inflacao-nos-governos-fhc.html>> Acesso em: 17/05/2014.

21. FERNANDO DE PAULA, L. Uma avaliação do regime de metas de inflação no Brasil. **Valor Econômico**, pp.A10, 31 de outubro de 2005
22. FONSECA, P.C.D.; CUNHA, A.M.; BICHARA, J.S. O Brasil na Era Lula: Retorno ao Desenvolvimentismo? **Nova Economia**, Belo Horizonte, nº23 (2), pp.403-428, maio-agosto 2003.
23. FREITAS, R.C.M. O Governo Lula e a proteção social no Brasil: desafios e perspectivas. **Revista Katálysis**, Florianópolis v.10, pp.65-74, jan/jun. 2007.
24. FRIEDMAN, M. Nobel lectures: inflation and unemployment. **Journal of Political Economy**, v.85, n3, 1977.
25. FRIEDMAN, M. The quantity theory of money – a restatement. *In: **Studies in the Quantity Theory of Money***. University of Chicago Press, chapter 2, pp. 67-85, 1956.
26. GIAMBIAGI, F. Rompendo com a ruptura: o governo Lula (2003-2010). *In: GIAMBIAGI, F.; HERMANN, J.; VILLELA, A.; CASTRO, L.B. **Economia Brasileira Contemporânea***. Editora Campus, Rio de Janeiro, 2ª edição, capítulo 8, pp. 1997-237, 2011.
27. GOMES, C. & HOLLAND, M. (2003). “Regra de Taylor e Política Monetária em Condições de Endividamento Público no Brasil”. *In: Anais do XXXI Encontro Nacional de Economia - ANPEC, Porto Seguro BA, p. 1-17.*
28. GONTIJO, C. Notas críticas sobre a macroeconomia novo-Keynesiana. **Revista de Economia Política**, vol.29, nº 2, pp.285-301, abril - junho 2009.
29. GORDON, R.J. The history of the Phillips Curve: consensus and bifurcation. Northwestern University, mar 2009.
30. GRAFF, M. The Quantity Theory of Money in historical perspective. Swiss Economic Institute. Brisbane and Zurich, April 2008.
31. HOOVER, K.D. New Classical Macroeconomics, The Concise Encyclopedia of Economics 2nd edition, 2008. Disponível em: <<http://www.econlib.org/library/Enc/NewClassicalMacroeconomics.html>> Acesso em: 05/12/2013.

32. HUMPHREY, T. M. The Quantity Theory of Money: its historical evolution and role in policy debates. **Economic Review**, may/june 1974.
33. HUNT, E.K. Karl Marx. *In: História do pensamento econômico*. Editora Campus, Rio de Janeiro, 1982, Cap.9.
34. KEYNES, J.M. Teorias alternativas da taxa de juros. **Literatura Econômica**, v.9(2), pp.147-158, 1987.
35. KING, R.G.; WATSON, M.W. The post-war US Phillips curve: a revisionist econometric history. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 41, pp. 157-219, 1994.
36. KRUEGER, A.B. e SUMMERS L.H. Efficiency Wages and the Inter Industry Wage Structure. **Econometrica**, vol. 56, nº 2, pp.259-293, mar. 1988.
37. LOPES, M.L.M.; MOLLO, M.L.R.; COLBANO, F.S. Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, vol. 32, nº 2 (127), pp. 282-304, abril-junho/2012.
38. MANKIW, N.G. New Keynesian Economics. *The Concise Encyclopedia of Economics* 2nd edition, 2008. Disponível em: <<http://www.econlib.org/library/Enc/NewKeynesianEconomics.html>> Acesso em: 09/01/2014.
39. MANKIW, N.G. Real Business Cycles: A New Keynesian Perspective. **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.3, nº3, pp.79-90, Summer 1989.
40. MANKIW, N.G. Um curso rápido de revisão em macroeconomia, **Journal of Economic Literature**, v.28, pp.1645-1660, dec. 1990; (Tradução de Tarsila Segalla Afanasieff e Marius del Giudice Rodriguez; Revisão de Vânia Lomônaco Bastos.)
41. MARQUES, M.S.B. O Plano Cruzado: teoria e prática. **Revista de Economia política**, v.8, nº3, julho/setembro,1998.
42. MARX, Karl and ENGELS, Friedrich. Manifesto do Partido Comunista. **Estud. av.** [online]. 1998, vol.12, n.34, pp. 7-46. ISSN 0103-4014.
43. MOLLO, M.L.R. Inflação: notas introdutórias sobre diferentes interpretações. Brasília, novembro de 1993.

44. MOLLO, M.L.R. Moeda, taxa de juros, e preferência pela liquidez em Marx e Keynes. *In*: LIMA, G.T. e SICSÚ, J. Macroeconomia do emprego e da renda – Keynes e o Pós-Keynesianismo, Barueri, Manole, 2003.
45. MOLLO, M.L.R. Ortodoxia e heterodoxia monetárias: a questão da neutralidade da moeda. **Revista de Economia Política**, vol.24, nº 3 (95), 2004.
46. MOLLO, M.L.R.; AMADO A.M. Crescimento, flutuações, instabilidade e papel da política econômica. *In*: **Noções de macroeconomia: razões teóricas para as divergências entre os economistas**. Editora Manole Ltda, Barueri, SP, 1ª edição, 2003, cap.1.
47. MOLLO, M.L.R.; AMADO A.M. Moeda, crédito e crescimento econômico. *In*: **Noções de macroeconomia: razões teóricas para as divergências entre os economistas**. Editora Manole Ltda, Barueri, SP, 1ª edição, 2003, cap.2.
48. MOLLO, M.L.R.; SILVA, M.L.F.S. A Liberalização do câmbio no Brasil: Revisitando a discussão dos pressupostos teóricos embutidos nas prescrições cambiais alternativas. **Estudos Econômicos**. São Paulo, v.29, nº2, pp. 189-227, abril-junho 1999.
49. MONTES G.C. Reputation, Credibility and Monetary Policy Effectiveness. **Estudos Econômicos**, vol. 39, n.3, pp.673-698, Julho – Setembro 2009
50. PELICIONI L.A.; RESENDE M.F.C. Metas de inflação, política monetária e investimento: um estudo para dezessete países. **Revista de Economia Política**, vol.29, nº 3 (115), pp.71-92, Julho – Setembro/2009.
51. PEREIRA, E.M. O Outro Negro. **Dossiê Religião e Religiosidade**. v.5, nº6, dezembro de 2008
52. PLOSSER, C.I. Understanding Real Business Cycles. **The journal of Economic Perspectives**, Vol.3, nº 3, pp.51-77, Summer, 1989.
53. SAAD FILHO, A.; MOLLO, M.L.R. Reconhecimento social da moeda: observações sobre a inflação e a estabilização de preços no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol.21, nº 2 (82), abril-junho/ 2001.

54. SARGENT, T.J. Rational Expectations. The Concise Encyclopedia of Economics 2nd edition, 2008. Disponível em: <<http://www.econlib.org/library/Enc/RationalExpectations.html>> Acesso em: 05/12/2013.
55. SICSÚ, J. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana, **Análise Econômica**, ano 21, nº 39, 2003.
56. SILVA, M.L.F. Plano Real e Âncora Cambial. **Revista de Economia Política**, v22, nº3 (87), julho-setembro 2002.
57. SOLOW, R. Technical Change and the Aggregate Production Function. **Review of Economic Studies**, v.39, pp. 312-320, august 1957.
58. SWEEZY, P.M. Crises de Realização. *In: Teoria do desenvolvimento capitalista: princípios de economia política marxista*, Zahar Editores, Rio de Janeiro, 3ª edição, 1977, Cap. X.
59. TEIXEIRA, R.A.; PINTO, E.C. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. **Economia e Sociedade**, Campinas, v21, nº especial, pp. 909-941, dez. 2012.
60. TERRA, F.H.B. e FERRARI FILHO, F. Keynesian economic policies: reflections on the Brazilian economy, 1995-2009. **Cepal Review**, 108, december 2012.
61. VARIAN, R.H. **Microeconomia: princípios básicos**. Editora Campus, tradução da 7ª edição, São Paulo, 2003.
62. VILLAVERDE, J. Para analistas, aparente tranquilidade fiscal da dívida brasileira exige atenção. *Valor Econômico*, 2011. disponível em: <<http://4mail.com.br/Artigo/ViewFenacon/008177033964013>> Acesso em: 16/04/2014.