

# DA RELAÇÃO ENTRE MOEDA, PREÇOS E PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ À RELAÇÃO ENTRE CRESCIMENTO E INFLAÇÃO: UMA ANÁLISE A PARTIR DE KEYNES, HANSEN E LERNER

Ricardo Ramalhete Moreira<sup>1</sup>

**Resumo:** o artigo analisa a Teoria da Moeda e Preços segundo Hansen e Keynes, assim como a subordinação da política monetária às finanças públicas à la Lerner, como pano de fundo para uma análise da relação entre crescimento e inflação. Busca-se mostrar que, num contexto de não-neutralidade da moeda, a possibilidade de um crescimento econômico sustentado com estabilização de preços reside basicamente no estímulo adequado das expectativas e dos investimentos privados. No entanto, mostra-se que esse estímulo pode ser de difícil alcance para a política econômica, dados os múltiplos determinantes das decisões de investir.

**Palavras-chave:** Hansen, Keynes, Lerner, moeda, inflação.

*Abstract: the article analyzes the Theory of Money and Prices according Hansen and Keynes, well as the predominance of fiscal policy on the monetary policy a la Lerner, as a base to an analysis of the relation between growth and inflation. It aims to show that, in a context of non-neutrality of money, a sustained growth with price stability depends basically on the stimulus of expectations and private investment. However, this stimulus may be hard to become effective, given the multiple determinants of investment decisions.*

**Key-words:** Hansen, Keynes, Lerner, money, inflation.

**JEL:** B10; E61; O23.

## 1 - Introdução

Uma das maiores façanhas a que se propõem os economistas é a de fazer uma economia crescer sustentadamente sem que haja crescimento dos preços ou da taxa de inflação. Trata-se de um estado idealizado e de difícil implantação. A busca social por esse estado econômico idealizado é o motor das propostas de política econômica em nosso tempo. Por um lado, há que se

---

Recebido em 03/06/2009. Liberado para publicação em 15/08/2009.

<sup>1</sup> Doutor em Economia pelo Instituto de Economia da UFRJ. Professor no Departamento de Economia da UFES.

estimular o produto; por outro lado, há que se cuidar da inflação. Por trás dessas tarefas conflitantes estão as perguntas: o que determina o produto e a inflação? Há meios para se viabilizar o crescimento do produto sem que se incorra em aceleração dos preços?

Perguntas como essas poderiam ser abordadas e respondidas por meio de autores contemporâneos, tanto de linhagem ortodoxa quanto heterodoxa, de modelos sofisticados com inúmeras hipóteses restritivas, “regras cegas” como diria Keynes (1936); o presente trabalho pretende abordar tais questões por meio de um exame sucinto da história do pensamento econômico, em especial através de Hansen (1949), Keynes (1936) e Lerner (1943). Pretende-se descrever alguns elementos teóricos desses autores, prosseguir-se a uma reflexão sobre os mesmos e tentar o alcance de resultados provisórios, embora talvez satisfatórios e com algum grau de aderência ou pertinência aos nossos dias.

O trabalho inicia uma discussão sobre a Teoria Quantitativa a partir de Hansen e Keynes, com o intuito básico de mostrar que não existe uma relação necessária entre aumento na quantidade de moeda e aumento nos preços; que a inflação pode decorrer de motivos diversos, como uma redução continuada na preferência pela liquidez. Por sua vez, pretende-se abordar as *Finanças Funcionais* de Abba Lerner: a subjugação da política monetária ao ímpeto regulador da política fiscal. Defende-se que são muito restritivas as condições que permitiriam tal façanha nos tempos modernos. Finalmente, o trabalho mostra que a probabilidade de harmonia entre crescimento e estabilização de preços reside em se estimular adequadamente a taxa de investimento privada, estímulo este que, como mera probabilidade, não está garantida *a priori*. A dificuldade de se ajustar a taxa de investimento via políticas fiscal e monetária estaria tanto na existência de restrições ao manejo das contas públicas quanto no fato de que os investimentos privados possuem determinantes fora do controle das autoridades.

## **2 – A Teoria da Moeda e Preços segundo Hansen e Keynes**

### **2.1 – A perspectiva original: Keynes**

Keynes rejeita a divisão convencional da Economia entre teoria do valor e distribuição de um lado e teoria da moeda e preços de outro; para ele a verdadeira divisão conceitual estaria entre uma teoria da indústria ou da empresa individual, e da distribuição de uma dada quantidade de recursos, de um lado, e a teoria da determinação da renda e do emprego como um todo, de outro (Keynes, 1936, p. 228). Em miúdos, trata-se da incipiência de uma

dicotomia entre a microeconomia e a macroeconomia, tal como a conhecemos nos dias de hoje.

Ressalta-se a importância da moeda em uma teoria econômica dinâmica, ou em uma *teoria do equilíbrio móvel*, uma vez que a moeda seria o elo entre o presente e o futuro; em outras palavras, a moeda, para Keynes, constitui-se em um “*processo sutil de ligar o presente ao futuro, e sem ela nem sequer poderíamos iniciar o estudo dos efeitos das expectativas mutáveis sobre as atividades correntes*” (Keynes, 1936, p. 229).

Tanto no estudo do preço em determinada indústria quanto no estudo do nível geral de preços na economia como um todo, os elementos determinantes são as taxas de remuneração dos fatores produtivos, que entram no custo marginal, e a escala da produção (i.e. o volume de emprego), dada a técnica e o estoque de capital existente.

Keynes propõe a seguinte argumentação inicial: supondo-se que todas as remunerações dos fatores produtivos variam na mesma proporção que os salários nominais, segue-se que o nível geral de preços dependerá dos salários e da escala de produção. Assim, os efeitos da moeda sobre os preços dependem basicamente de seus efeitos prévios sobre os salários e sobre o volume de emprego.

Ademais, Keynes adiciona as seguintes hipóteses simplificadoras: i) os recursos desempregados são homogêneos e intercambiáveis em relação à sua eficiência produtiva; ii) os trabalhadores aceitam um mesmo salário nominal enquanto houver desemprego. Segue daí que existiriam *rendimentos constantes* enquanto houvesse desemprego: neste caso, um aumento na moeda teria efeitos preponderantes sobre o emprego, ao invés de sobre os preços<sup>2</sup>. Tão logo a economia se aproxime do pleno emprego, os salários e os preços subirão em medida proporcional à elevação da demanda efetiva.

Keynes então chega a um enunciado próprio para a Teoria Quantitativa, supondo que a demanda efetiva varie na mesma proporção que a moeda, qual seja: “*Enquanto houver desemprego, o emprego variará proporcionalmente à quantidade de moeda e, quando o pleno emprego é alcançado, os preços variarão proporcionalmente à quantidade de moeda*” (Keynes, 1936, p. 230). Até os dias de hoje, boa parte dos manuais em Economia, e grande medida das análises feitas por economistas de mercado, baseia-se inadvertidamente nesse enunciado, expresso facilmente através do famoso gráfico com a *curva quebrada de oferta agregada*.

No entanto, Keynes enuncia tal proposição apenas para, em seguida, expor suas fragilidades em relação ao mundo real, este composto por elementos que inevitavelmente dificultariam a aderência daquele enunciado. Esses elementos seriam (Keynes, op. cit., p. 230-31):

---

<sup>2</sup> Em outras palavras, a existência de desemprego faz com que um aumento da demanda efetiva não seja acompanhado de aumento no salário nominal; e com que não haja variação da produtividade marginal do trabalho, já que os novos trabalhadores seriam tão produtivos quanto os antigos.

- i) A demanda efetiva não variará na mesma proporção que a quantidade de moeda;
- ii) Com recursos heterogêneos, à medida que o emprego cresce, há rendimentos decrescentes ao invés de constantes;
- iii) Com recursos não intercambiáveis, a oferta de alguns produtos se torna inelástica mesmo com recursos disponíveis para a produção de outros bens;
- iv) Os salários tendem a subir antes que haja pleno emprego;
- v) As remunerações dos fatores que entram no custo marginal não variam todos na mesma proporção;

Para Keynes, em geral, uma variação na demanda efetiva vai ter efeitos tanto sobre o emprego quanto sobre os preços, argumento que seria também exposto por Hansen. Assim, os preços tendem a subir progressivamente à medida que o emprego aumenta. A dificuldade estaria em examinar os efeitos caso a caso, “levando à mente” todos os elementos e fatores complicadores. A análise dos elementos acima descritos deveria, na visão de Keynes, proporcionar um método de raciocínio sobre problemas econômicos concretos, e não uma “regra cega” que gerasse resultados exatos.

A natureza do raciocínio econômico para Keynes seria um processo de obtenção de sucessivos resultados provisórios: após a obtenção de um resultado, outras interações, que por um momento foram colocadas em “*stand-by*”, deveriam ser levadas em conta, pelo que novos enunciados poderiam emergir. Trata-se do chamado método *coeteris paribus*, inicialmente sistematizado por Marshall, o qual, pelo visto, deixaria alguns adeptos fieis e competentes.

Voltando aos elementos complicadores para a elaboração de uma Teoria dos Preços, Keynes afirma que o efeito primário de uma variação na quantidade de moeda sobre a demanda efetiva dependerá de sua influência *prévia* sobre a taxa de juros (Keynes, op. cit, p. 232). A princípio, devem ser levados em consideração os seguintes fatores: a) a preferência pela liquidez – que informa quanto variará a taxa de juros dada uma mudança na quantidade de moeda; b) a curva de eficiência marginal do capital – que informa quanto mudará o investimento, dada uma variação na taxa de juros e; c) o multiplicador – que informa quanto variará a demanda efetiva, dado um “delta” no investimento.

Ademais, Keynes observa que existem interações de cada um desses fatores com os elementos acima descritos, o que torna o exame da relação moeda-demanda efetiva mais complexo. No entanto, enquanto uma aproximação inicial, e dado o apego de Keynes ao método *coeteris paribus*, os fatores “a”, “b” e “c” parecem comportar um conteúdo satisfatório, embora talvez provisório, para a análise dos “efeitos quantitativos” (i.e. efeitos de uma mudança na quantidade de moeda sobre a demanda efetiva e preços).

Keynes sistematiza o seu argumento mediante a seguinte formalização de elasticidades (Keynes, 1936, p. 236-38):

$$e_p = (D.dp)/(p.dD)$$

$$e_w = (D.dw)/(W.dD)$$

$$e_o = (D.dO)/(O.dD)$$

Keynes afirma que se  $MV = D$ , em que M é a moeda, V a velocidade-renda e D a demanda efetiva, e V é constante, então para que os preços variem na mesma proporção que a moeda é preciso que  $e_p (= (D.dp)/(p.dD))$  seja unitário (Keynes, op. cit., p. 236). Condição esta que se satisfaria caso  $e_w = 1$  ou se  $e_o = 0$ . Quando  $e_w = 1$ , a elevação na demanda efetiva se traduzirá por um ajuste equivalente nos salários; quando  $e_o = 0$ , o produto é totalmente inelástico face a aumentos na demanda efetiva. Logo, em ambos os caso haverá tão somente aumento de preços como ajuste face às variações em M e D.

No entanto, Keynes segue mostrando que V dificilmente será constante. Assim, as variações em M são primeiramente expressas em variações em D, para em seguida serem traduzidas em variações de O e/ou de P. Portanto, tem-se:

$$e_d = (M.dD)/(D.dM)$$

$$e = (M.dP)/(P.dM) = e_p.e_d = [(D.dp)/(p.dD)].[(M.dD)/(D.dM)]$$

Como o caso geral é o de que  $0 < e < 1$  para Keynes, é necessário que ou  $e_p$  seja menor que 1, ou  $e_d$  seja menor que 1, ou ambos sejam menores que 1. Quando  $e_d$  é menor que 1, os fatores de liquidez são tais que um aumento em M não gera aumentos em D na mesma proporção, possivelmente porque a taxa de juros não sofre as reduções necessárias para isso; quando  $e_p$  é menor que 1, as relações de trabalho, as condições de custo e a elasticidade da oferta são tais que aumentos na demanda efetiva não eleva os preços na mesma proporção, possivelmente pelo fato de que os salários respondem pouco a variações em D ( $e_w < 1$ ) ou porque o produto possui elasticidade adequada frente a incrementos em D ( $e_o > 0$ )<sup>3</sup>.

Embora as preocupações de Keynes com as relações entre moeda e preços estejam focadas na dinâmica de curto prazo, ele segue fazendo uma breve análise qualitativa acerca do que se poderia esperar para longos períodos (Keynes, 1936, p. 238). Em sua opinião, haveria, no longo prazo, uma relação estável entre a renda nacional e a proporção desta mesma que os agentes desejariam manter sob a forma de moeda. Se, por algum motivo qualquer, a quantidade de moeda aumentasse para além da proporção desejada

---

<sup>3</sup> Do exposto, depreende-se a seguinte proposição: *nem todo aumento de moeda cria elevação da demanda efetiva e de preços; por outro lado, é possível que haja aumento de preços sem que haja alteração na quantidade de moeda.*

pelos agentes, a taxa de juros tenderia a baixar, a demanda efetiva a aumentar e os salários a subirem, até que houvesse uma nova equivalência entre a demanda e a oferta de moeda – possivelmente pelo aumento na demanda pelo motivo transação; por outro lado, quando a proporção da renda que os indivíduos desejariam manter na forma monetária estivesse acima dos meios de pagamentos disponíveis, a taxa de juros tenderia a se elevar, a demanda efetiva a se reduzir e os salários a caírem até que houvesse, então, aquela mesma equivalência entre demanda e oferta monetária que permite a estabilidade da taxa monetária de juros.

Keynes, no entanto, adverte para o fato de que a história econômica mostrara uma tendência geral de elevação dos salários, ao invés de um ciclo bem comportado de fases de queda e de elevação das remunerações dos trabalhadores. Ele explica isso dizendo que as fases ascendentes seriam mais “fluidas” que as fases descendentes, justamente porque uma redução de salários enfrentaria maiores obstáculos sociais, não apenas pela diminuição da participação dos salários na renda, mas provavelmente também devido a efeitos depressivos cumulativos dessa mesma diminuição. Logo, para Keynes, no longo prazo uma escassez de haveres monetários à disposição do público seria resolvida por meio de uma substituição no padrão monetário, o que proporcionaria a quantidade de moeda desejada pelos indivíduos enquanto proporção da renda. Deste modo, o caso geral seria o de uma elevação de salários e preços em longos períodos (Keynes, *op. cit.*, p. 239).

Ademais, Keynes aponta para uma eventual perda de eficácia da política monetária no longo prazo. Para ele, nos últimos cento e cinquenta anos anteriores à publicação de sua Teoria Geral, havia uma combinação de fatores que permitia uma relativa estabilidade das taxas de juros, nos principais centros financeiros do mundo, de tal modo a satisfazer a preferência pela liquidez dos possuidores de riqueza e, ao mesmo tempo, garantir um montante adequado de emprego nas principais economias. Ou seja, a taxa de juros era suficientemente alta para agradar os detentores de massa monetária e suficientemente baixa para permitir inversões que garantissem níveis desejáveis de produção, renda e emprego. Nesta época, em geral, a curva de eficiência marginal do capital era alta o suficiente para permitir uma tal combinação de fatores.

Todavia, para Keynes, o futuro poderia apresentar obstáculos à efetivação de tais fatores positivos. Provavelmente, a curva de eficiência marginal do capital estaria abaixo da que prevalecia naqueles anos – provavelmente porque, para Keynes, existe uma relação inversa entre o montante de investimento e a eficiência marginal do capital: no curto prazo, esta relação se explica pelas variações no preço de oferta dos bens de capital; no longo prazo pelas variações na renda esperada. Deste modo, para garantir um mesmo nível médio de emprego e renda, a taxa de juros precisaria ser reduzida; o complicador seria uma possível incompatibilidade entre esse novo patamar da taxa de juros, necessário para o emprego, e a preferência pela liquidez dos possuidores de riqueza. A mera manipulação da quantidade de moeda poderia se mostrar ineficaz frente a tais circunstâncias, sob as quais a

taxa de juros estaria rígida para baixo, e a demanda efetiva não responderia às mudanças na quantidade de moeda (Keynes, op. cit., p. 240).

Em termos do exposto até aqui, tal situação de rigidez assimétrica da taxa de juros seria expressa por  $e_d = (M.dD)/(D.dM) = 0$ . No entanto, sabe-se que a demanda efetiva não depende unicamente da quantidade de moeda, mas também das expectativas dos agentes e da disposição do sistema bancário a emprestar. Uma mesma quantidade de moeda emitida pode ter diferentes impactos sobre o consumo e o investimento, dependendo de quais sejam as condições de crédito colocadas pelos bancos, o que expressa diferentes contextos de preferência pela liquidez do sistema bancário. Por outro lado, em contextos de expectativas mais otimistas por parte das famílias e empresas espera-se que haja uma elevação da demanda efetiva, ainda que a quantidade de moeda emitida pelo Banco Central não seja modificada.

A mudança dessas expectativas pode ser estimulada através de um *programa fiscal*, grosso modo, que eleve a renda disponível, por meio de redução de impostos ou aumento dos gastos públicos, ou ainda por incremento direto no emprego gerado pelo Estado. O simples anúncio de um programa fiscal, sob situações recessivas, e desde que sua implantação seja crível, põe em circuito forças que permitem uma recuperação da demanda efetiva, através do canal das expectativas. Poderíamos pensar na seguinte relação:

$$e_E = (E.dD)/(D.dE),$$

onde E é o estado de expectativas dos agentes e D a demanda efetiva.

Assim, pode-se colocar a demanda efetiva (D) como função da quantidade de moeda (M), das expectativas dos agentes (E), da preferência pela liquidez do sistema bancário (PL) e de um componente de inércia (D-1), expresso pela demanda efetiva no período passado imediato<sup>4</sup>. Logo:

$$D = D(M, E, PL, D-1)$$

## 2.2 – A perspectiva de Hansen

Hansen inicia sua *Monetary Theory and Fiscal Policy* (1949) fazendo uma exposição de três tipos diferentes de decisões que os agentes podem realizar, quando existe uma expansão da quantidade de moeda na economia:

i) Ao depararem-se com encaixes monetários efetivos acima dos encaixes desejados, os agentes podem utilizar o excedente para fins transacionais,

---

<sup>4</sup> Assume-se que planos de produção e de investimento tenham custos de ajustamento. Neste caso, as mudanças na renda e na produção são afetadas não apenas pelos novos sinais emitidos pelo mercado, mas também pelas decisões produtivas passadas.

comprando no mercado de bens e serviços. Isto resultaria em uma expansão da produção, do emprego e da renda – e possivelmente dos preços a depender das condições de custos das empresas;

ii) Pode ser que os agentes utilizem os encaixes adicionais para comprarem títulos. Neste caso, haveria um aumento no preço dos títulos e uma redução da taxa monetária de juros. Logo, pode haver elevação dos investimentos empresariais face à melhoria nas condições de financiamento de compra de bens de capitais, pelo que o produto, o emprego e a renda seriam estimulados indiretamente;

iii) Por sua vez, em terceiro lugar, pode ser que os encaixes excedentes sejam retidos para fins especulativos – no caso dos agentes sob análise serem de classes mais ricas da sociedade. Neste último caso, não haveria estímulos diretos nem indiretos sobre a economia real, visto que todo o excedente de moeda seria retido: neste caso a taxa de juros não sofreria mudanças. Tal situação ocorre quando os agentes esperam uma elevação da taxa de juros no futuro, o que equivale à expectativa de redução do preço futuro dos títulos.

Obviamente, em geral existe uma combinação dos três tipos de decisões e os resultados líquidos sobre a taxa de juros e sobre o nível de produto dependerão de qual das decisões seja dominante frente às demais (Hansen, op. cit.). As duas primeiras - (i) e (ii) - são as únicas decisões possíveis no âmbito da Teoria Quantitativa nas versões Hume-Fisher<sup>5</sup>. A retenção da moeda, ou o “entesouramento”, é negada pela Teoria Quantitativa da Moeda; a demanda por moeda é vista apenas como meio transacional e determinada pelo comportamento da renda<sup>6</sup>, o qual, em última instância, tende a certa estabilidade na maior parte das versões ortodoxas (Mollo, 2004).

Nessas versões, a Autoridade Monetária pode controlar a renda nominal meramente através de mudanças na oferta monetária. Dada a equação de trocas de Fischer ( $MV = PT$ ), qualquer elevação da oferta de moeda ( $M$ ) resulta em aumentos na renda nominal ( $PT$ ), dada uma constância na velocidade-renda da moeda ( $V$ ), sendo  $P$  o nível geral de preços e  $T$  o número de transações realizadas num dado período.

Na Teoria Quantitativa pura, como a denomina Hansen (1949), não é assumida a possibilidade de que os encaixes excedentes (diferença positiva entre encaixes efetivos e encaixes desejados) sejam usados para fins especulativos, ou seja, os agentes não reteriam moeda com outra intenção que

---

<sup>5</sup> Conferir Hume (1752) e Fisher (1912).

<sup>6</sup> Na Teoria Quantitativa, a demanda por moeda é endógena, determinada *ex post* pela renda. Mesmo quando a renda varia muito, devido a um aumento da quantidade de moeda, a demanda por moeda se ajusta endogenamente ao novo nível de oferta monetária.

não seja a de usá-la para a compra planejada de bens. Assim, a elevação de  $M$  deve ser seguida por aumento da demanda por consumo ou por investimento, pois se supõe que os agentes consideram os encaixes excedentes como indesejados. Logo, eles correriam ao mercado para se desfazerem dos mesmos. Com o resultante aumento da renda, chega-se a um momento em que os encaixes desejados crescem, igualando-se aos encaixes efetivos. Há, neste momento, um novo equilíbrio monetário: encaixes efetivos ( $M$ ) são iguais aos encaixes desejados ( $L$ ):  $M = L$ .

Uma versão mais sofisticada da Teoria Quantitativa, em relação às versões de Hume e Fisher, seria a de Marshall<sup>7</sup>. No entanto, segundo Hansen (1949, p. 48), existe uma diferença fundamental entre as versões de Hume e a de Marshall: a deste último confere grande importância à questão da preferência pela liquidez, da demanda por moeda, expressa nas variações do chamado *k marshalliano*. De fato, os esforços da escola de Cambridge, liderada por Marshall, eram no sentido de proporcionar maior conteúdo e sentido de causalidade à formulação tautológica desenvolvida por Fisher (Deane, 1980).

A equação de Marshall (1923) é  $M = kPO$ , em que  $M$  é a oferta de moeda,  $k$  representa a fração da renda que os agentes desejam reter sob a forma de moeda (aritmeticamente o  $k$  é o inverso da velocidade-renda da moeda, ou seja,  $k = 1/V$ ),  $P$  é o nível geral de preços e  $O$  é o nível de produto.

Enquanto na Teoria Quantitativa pura se supõe uma estabilidade estrutural de  $V$  e de  $Y$  (ou  $O$ ), os quais estariam sujeitos a fatores reais e de mudança relativamente lenta no tempo, tais como população, tecnologia e costumes, na versão marshalliana da Teoria Quantitativa o  $V$  é tido como sujeito a possíveis flutuações intensas no curto prazo. Assim, mesmo havendo uma rigidez de  $M$ , se os agentes desejam manter uma maior parte de sua renda sob moeda há aumento de  $k$ . Isto resulta na necessidade de uma diminuição dos preços ou do produto, o que vai depender do horizonte de análise e da estrutura de custos que se considera. Em suma, na abordagem marshalliana, os preços podem variar sem que haja mudanças em  $M$ .

Esses resultados parecem apontar para uma complexidade da literatura sobre a Teoria Quantitativa, no que diz respeito a seu conteúdo e variantes. Em especial, tais resultados mostram que qualquer generalização a respeito de uma Teoria Quantitativa da Moeda corre o risco de perder aderência ao que de fato foi defendido pelos diversos teóricos ao longo da história do pensamento econômico.

---

<sup>7</sup> Conferir Marshall (1923).

Mollo (2004), por exemplo, afirma que a Teoria Quantitativa está ligada à neutralidade da moeda, à rejeição do entesouramento, que por sua vez implicaria a estabilidade da velocidade-renda da moeda. No entanto, como visto, ao menos na versão marshalliana, a velocidade-renda da moeda não é assumida como constante<sup>8</sup>, muito pelo contrário, é concebida como suscetível de fortes flutuações temporais, motivo pelo qual a mera manipulação da quantidade de moeda não implica nenhuma relação linear com o nível geral de preços.

A concepção de uma velocidade-renda sujeita a variações também está de acordo com a visão de Keynes (1936). No entanto, Keynes rejeita, em sua Teoria Geral, o uso da velocidade-renda como elemento de análise. Para ele, “a ‘velocidade-renda’ não passa, em si mesma, de uma expressão que nada explica. Não há motivo algum para esperar que ela seja constante [...]. O emprego dessa expressão obscurece, no meu entender, o caráter real da causação, e só tem provocado confusões” (Keynes, 1936, p. 233).

Hansen sugere colocar a versão de Marshall sob uma outra roupagem algébrica. Para tanto, ele chama L de função *encaixes desejados*, que seria função do nível de renda. Assim,  $L = L(Y)$ . Esta função não diz nada a respeito da oferta de moeda na economia; diz apenas o montante de encaixes monetários que os agentes desejam adquirir para cada nível de renda. Por outro lado, a quantidade de moeda (M) posta em circulação seria uma variável exógena em relação à renda, determinada pelas autoridades monetárias. Portanto, tem-se uma função encaixes desejados que é renda-elástica e uma quantidade de encaixes efetivos (M) que é renda-inelástica.

Um aumento na preferência pela liquidez cria um deslocamento na curva L para direita e para baixo (considerando-se um diagrama Y x M, L). Como M permanece fixo, o ponto de interseção entre as duas funções L e M é modificado; há um nível menor de renda que permite esse novo equilíbrio entre encaixes desejados e efetivos. A renda precisa ser diminuída para que haja um ajuste corretivo nos encaixes desejados – para baixo – dada a rigidez dos encaixes efetivos.

Esses movimentos podem ser interpretados da seguinte maneira, *à la* Hansen: quando existe uma elevação na preferência pela liquidez dos agentes, há uma substituição de bens por moeda. Dado o nível de produção e renda, os agentes iniciam uma competição por mais moeda. Todavia, como M é constante, existe um processo de liquidação de estoques de mercadorias, com

---

<sup>8</sup> Wicksell (1906) também é um exemplo de economista que não considerava a velocidade-renda como constante, porém que mantinha a tradição quantitativista, visto que associava qualquer variação da moeda e/ou da velocidade com variações nos preços.

vistas a suprir a maior preferência por moeda dos agentes. Isso resulta em deflação de preços e em diminuição de produção e renda. A um nível menor de renda, corresponde uma quantidade menor de encaixes desejados. Neste momento, encaixes desejados (L) e efetivos (M) novamente tornam-se equivalentes.

A quantidade de moeda pode afetar os preços na medida em que ela afeta a demanda efetiva. Segundo a Teoria Quantitativa, qualquer aumento na oferta de moeda é considerado como utilizado para fins transacionais: a moeda só é retida para a compra planejada de bens e serviços. Assim, quando M aumenta, Y também aumenta. As vendas se elevam até que a nova quantidade de encaixes desejados seja igual à quantidade de moeda em circulação. Se existe pleno emprego, um aumento de M cria uma situação em que P aumenta até que, dado V e Y,  $MV = PY$ . Se há desemprego e a oferta agregada é perfeitamente elástica, um aumento em M, dado V e P, faz com que Y se eleve até que  $MV = PY$ .

No entanto, como mostrou Keynes (1936), Hansen chama a atenção para o fato de que os encaixes adicionais podem ser parcial ou integralmente usados para a compra de ativos financeiros. Com isto, há uma redução da taxa de juros até o ponto em que a demanda pelo motivo especulação seja igual à quantidade de moeda em circulação que não seja usada para transações. Neste ponto, a taxa de juros encontra seu *piso psicológico*. Basicamente, a taxa de juros não cai abaixo desse nível porque os agentes não acreditam nessa possibilidade; ao esperarem que a taxa de juros se eleve no futuro, por motivos especulativos, todos os encaixes adicionais são retidos e a taxa de juros de fato permanece a mesma.

Os efeitos de uma variação da quantidade de moeda sobre a demanda efetiva dependem, grosso modo, de: i) como reagirá a função eficiência marginal do capital; ii) como reagirá a taxa de juros e; iii) como reagirá a função propensão a consumir (Hansen, 1949). Por outro lado, uma vez que haja uma variação da demanda efetiva, o próximo passo seria saber os seus impactos sobre os preços, o que, por sua vez, depende dos efeitos prévios sobre o produto e sobre os custos de produção.

Variações em M não afetarão necessariamente na mesma proporção a demanda efetiva, e as variações nesta última não afetarão necessariamente na mesma medida o nível geral de preços. Uma parte da mudança na demanda efetiva será transmitida para o produto e uma outra parte para os preços, sendo que essa distribuição de efeitos dependerá da distância do produto corrente em relação ao nível de pleno emprego.

Partindo de uma posição de recessão econômica, o produto tende a crescer mais rápido que os preços; partindo de uma posição próxima ao pleno emprego, os preços tendem a crescer mais rápido que o produto. Neste sentido, Hansen *define a teoria da moeda e dos preços como aquela que busca encontrar a elasticidade dos preços em relação às mudanças na quantidade de moeda*, ou seja, como aquela que busca um valor para a expressão  $(dP/P)/(dM/M)$ <sup>9</sup>.

Analisar a expressão acima significaria, em primeiro lugar, analisar os efeitos de uma variação na quantidade de moeda sobre a demanda efetiva, o que, por sua vez, dependeria basicamente da resposta da taxa de juros, da curva de eficiência marginal do capital e da função consumo às mudanças na quantidade de moeda. Hansen esforça-se para mostrar que uma parte da quantidade de moeda adicional pode ir para a esfera das transações, enquanto uma outra parte pode ir para a esfera especulativa.

Em casos nos quais há uma preferência pela liquidez pelo motivo especulação muito sensível à taxa de juros, a expansão monetária terá pouco efeito sobre a taxa de juros, visto que a maior parte da moeda adicional será retida pelos agentes. Por outro lado, dada a redução na taxa de juros, deve-se levar em conta a elasticidade-juro da função investimento.

Se o investimento for pouco sensível à taxa de juros, segue que reduções nessa última terão pouco ou nenhum efeito sobre aquele primeiro. Por fim, variações na quantidade de moeda podem afetar as funções investimento e consumo, pelos seus impactos prévios sobre as expectativas dos agentes. Caso estes traduzam uma expansão da moeda como uma possibilidade de aumento permanente na renda futura, tanto o investimento quanto o consumo podem ser elevados para valores dados da taxa de juros e da renda.

Não parece existir, até este ponto, uma diferença entre a análise feita por Hansen e o que se pode encontrar no capítulo 21 da Teoria Geral de Keynes, até porque Hansen deixa claro que ele toma esse trecho da Teoria Geral como base para sua exposição. Vejamos então a análise de Keynes mais de perto.

### **3 – A política fiscal (e monetária) segundo Abba Lerner: Finanças Funcionais**

A abordagem das Finanças Funcionais (FF), desenvolvida por Abba Lerner (1943), prega o uso da política fiscal como um meio de se conduzir o

---

<sup>9</sup> Seja  $\mu = (dP/P)/(dM/M) = (dP/dM) \times (M/P)$  a *elasticidade-moeda dos preços*.

sistema econômico para um estado economicamente ideal: um estado em que não exista desemprego, nem inflação de preços. Chamemos este estado de “*equilíbrio lerniano*”.

Tanto os gastos públicos quanto os tributos, tanto a criação de dívida pública quanto o pagamento da mesma e tanto a criação de moeda quanto a sua destruição; todas essas medidas fiscais deveriam ser utilizadas como formas alternativas de se eliminar o desemprego e a inflação numa economia. Especificamente, Lerner define as Finanças Funcionais como sendo “[...] *o princípio de julgar as medidas fiscais pela forma com que operam, ou função, na economia*” (Lerner, 1943, p. 39)

Neste sentido, as Finanças Funcionais são um modo particular de se abordar a prática fiscal. Abba Lerner procurava defender a necessidade de se julgar a política fiscal pelos seus resultados sobre a economia de um país, e não através de doutrinas tradicionais que tanto influenciam na formação da opinião pública a respeito do que é certo e errado em finanças públicas. Assim, os defensores da necessidade de se equilibrar o orçamento, assim como suas teorias e argumentações, são completamente rejeitados pela perspectiva das Finanças Funcionais. Em outras palavras, medidas como a criação de dívida pública e de moeda, que regularmente são vistas como perturbadoras para o sistema econômico, são tidas como meios legítimos de se implementar uma situação ideal para um país, o “*equilíbrio lerniano*”.

Nessa abordagem, a maior responsabilidade do governo é manter os gastos agregados, via manejo dos saldos fiscais, em um montante suficiente para que, dado o nível geral de preços, todos os bens e serviços que possam ser produzidos encontrem demanda no mercado. Caso o montante de gastos agregados fique acima desse total suficiente, haverá inflação; caso fique abaixo do mesmo, haverá desemprego.

O governo pode contribuir para uma elevação dos gastos agregados reduzindo impostos ou elevando gastos públicos, de forma que os contribuintes tenham mais renda disponível para gastar e o processo de produção seja estimulado. Por outro lado, caso seja necessária uma redução da demanda agregada, o governo pode elevar os impostos ou diminuir seus próprios gastos, o que diminuirá a renda disponível dos cidadãos e, conseqüentemente, sua própria demanda.

A “primeira lei das Finanças Funcionais” é manter a relação receita-gastos do governo em um patamar suficiente, onde a demanda agregada seja exatamente aquela que permita à economia experimentar, a um só passo, pleno emprego e ausência de viés inflacionário.

Na visão de Abba Lerner (1943), tanto o superávit fiscal quanto o déficit fiscal não devem ser julgados em si mesmos. Os resultados fiscais do governo devem, isto sim, ser julgados pelos seus resultados sobre a trajetória do sistema econômico, ou melhor, pela sua função em fazer valer a “primeira lei das Finanças Funcionais”. Neste sentido, nem a emissão monetária, nem a criação de dívida pública, nem mesmo o aumento da tributação podem ser consideradas medidas indesejáveis em si mesmas. A “segunda lei das Finanças Funcionais”, por sua vez, reza que a criação e destruição de moeda e de dívida pública devem seguir um curso compatível com o alcance da primeira lei.

A emissão monetária, segundo a perspectiva das Finanças Funcionais, pode ser utilizada quando é desejável que o público tenha mais dinheiro para gastar, como, por exemplo, em períodos recessivos, nos quais existe elevado desemprego e não há perigo de que o aumento do estoque monetário gere inflação. Neste caso, fazendo-se uso da formalização de Keynes em sua Teoria Geral, tem-se que  $e_o > 0$  e  $e_p < 1$  (conferir tópico acima). A elevação na quantidade de moeda não tem muitos efeitos sobre os preços, já que os aumentos na demanda efetiva são transmitidos principalmente para a quantidade produzida ao invés de para os preços.

Sob a existência de desemprego, o governo pode financiar um déficit público via emissão de moeda, uma vez que a demanda agregada está em um nível abaixo do requerido para o pleno emprego. O déficit público, neste caso, significa um efeito líquido positivo sobre o sistema produtivo, via aumento dos gastos públicos e operação do efeito multiplicador. Ressalte-se que esta concepção de política econômica subjugua a política monetária aos ímpetus reguladores da política fiscal. Trata-se de pensar o Banco Central como um financiador da política de gastos do Tesouro.

Por outro lado, o endividamento público tem papel um pouco mais confuso na visão de Abba Lerner, já que ele parece ter uma posição ambivalente sobre os efeitos da dívida pública sobre o nível de demanda agregada corrente. Se, por um lado, afirma-se que o endividamento público faz aumentar a taxa de juros, e com isso reduzir os investimentos privados, por outro lado, afirma-se, e no mesmo trabalho (Lerner, 1943), que a dívida pública faz parte da *riqueza nacional*, e dessa forma seu crescimento induz um aumento de gastos, via diminuição da propensão a poupar<sup>10</sup>. Por sua vez,

---

<sup>10</sup> Lerner quer argumentar no sentido de que, quando a dívida pública aumenta, os agentes têm menor incentivo para poupar sua renda, uma vez que um maior estoque de riqueza desencoraja esforços adicionais para aumentá-lo uma vez mais. Isso faz lembrar a “lei da

no que respeita à tributação sobre os agentes, “[...] tributação deve ser imposta somente quando é desejável que os contribuintes tenham menos dinheiro para gastar, por exemplo, quando de outra forma eles gastariam o suficiente para gerar inflação.” (Lerner, op. cit., p. 47).

Fica claro que, na abordagem das Finanças Funcionais, e na medida que sua “primeira lei” seja perseguida, as medidas de política fiscal não devem ser julgadas em si mesmas. Elas apenas têm uma função intermediadora, enquanto meios de se alcançar um fim específico, qual seja, o “pleno emprego e inflação zero”. O alcance desse fim específico pode requerer seja um superávit fiscal (em caso de inflação), seja um déficit fiscal (em caso de desemprego), como meios alternativos de diminuir a demanda agregada, ou de aumentá-la. Isto pode significar a necessidade de uma carga tributária acima dos dispêndios públicos, ou de excesso de gastos públicos sobre a receita tributária.

Em particular, o autor canaliza seus esforços contra os temores ao redor do aumento de impostos, da emissão monetária e de dívida pública, como formas alternativas de financiar um eventual déficit público – no caso em que haja insuficiência de demanda privada na economia.

Especificamente, ele argumenta que o crescimento do endividamento público, enquanto proporção da renda, apresenta uma trajetória que tende, automaticamente, à estabilidade e à eventual redução ao longo do tempo. Ele afirma que à medida que a renda cresce, como resultado de um déficit público inicial financiado por dívida, o orçamento público vai se equilibrando naturalmente, através do sistema receita-transferências: as receitas aumentam e as transferências diminuem. Chega-se a um momento em que, com a recuperação induzida dos gastos privados, não existe mais a necessidade de um déficit público, o que permite a interrupção da criação de dívida pública (Lerner, 1943). Ademais, neste caso, o crescimento da renda permitiria a diminuição da razão dívida pública/renda<sup>11</sup>.

---

utilidade marginal decrescente”, segundo a qual a utilidade marginal de um ativo ou bem qualquer é decrescente em seu acúmulo incremental.

<sup>11</sup> De fato, com o aumento da dívida pública, dois efeitos opostos são possíveis sobre a economia, a partir da visão keynesiana e lerniana: i) a elevação da relação dívida pública/renda, *coeteris paribus*, impõe uma pressão de aumento na taxa básica de juros, forçando uma redução do investimento, para dada eficiência marginal do capital; ii) por outro lado, a mesma elevação da relação dívida pública/renda impõe um efeito riqueza, pressionando pelo aumento do consumo. O efeito final sobre a renda dependerá da magnitude dessas duas forças. Todavia, se os agentes esperam que o efeito riqueza seja superior (i > ii), pode haver de antemão uma elevação da eficiência marginal do capital, pelo que a elevação da taxa de juros teria pouco ou nenhum efeito sobre os investimentos.

Deve-se deixar claro que haveria, na visão do autor, um ponto de equilíbrio na economia, onde toda a produção potencial fosse posta em prática, dado o nível geral de preços, de tal forma que não houvesse desemprego, e, ao mesmo tempo, não houvesse uma demanda suficiente para fazer surgirem pressões inflacionárias. Neste contexto, as medidas fiscais disponíveis, sejam quais forem, deveriam ser usadas no intuito de permitir ao sistema econômico conviver sobre esse ponto de equilíbrio macroeconômico. Alcançado este ponto, quaisquer efeitos secundários, tais como o crescimento do déficit público e o crescimento da dívida, deveriam ser considerados como benéficos para a economia como um todo, visto que eles seriam justificáveis pelos fins a que dão lugar.

Um caso especial seria quando a política monetária perde eficácia devido a uma forte preferência pela liquidez pelo motivo especulação. Neste caso, aumentos na quantidade de moeda não têm efeitos expressivos sobre a taxa de juros, demanda efetiva e emprego. A política fiscal deveria ser ativada como forma de aumentar as vendas do setor privado, melhorando suas expectativas e seus investimentos. A criação de um déficit fiscal seria justificável, mesmo que financiado por emissão monetária, se a economia se encontrasse aquém do pleno emprego.

Embora as chamadas “leis das Finanças Funcionais”, propostas por Abba Lerner, tenham certo poder de persuasão do ponto de vista dos fins a que pretendem gerar, elas podem ser de difícil aplicação numa economia que tenha experimentado uma trajetória histórica particular, que resulte em determinadas especificidades institucionais, políticas ou econômicas. Em primeiro lugar, deve-se indagar sobre a plausibilidade de um equilíbrio macroeconômico, do ponto de vista dinâmico, tal qual proposto por Lerner, em que haja pleno emprego com inflação zero.

Uma perspectiva conflitante com a noção de um “equilíbrio lerniano” é apresentada pela *escola monetarista*, que se desenvolve ao longo dos anos 50 e 60, através do conceito de *taxa natural de desemprego* e da introdução do componente expectacional na determinação da inflação corrente. Para os defensores do conceito da NAIRU<sup>12</sup>, seria impossível a eliminação plena do desemprego, visto que existe um resíduo irreduzível do mesmo sob condições de produto potencial, pelo fato de que sempre haverá em trânsito trabalhadores que serão empregados, mas que ainda não encontraram as vagas

---

<sup>12</sup> Abreviação para *Non-Acceleration Inflation Rate of Unemployment*. Trata-se da noção de que, sob pleno emprego, existe uma taxa de desemprego residual que não implica aceleração da inflação. Esta hipótese está presente em versões monetaristas, novo-clássicas e novo-keynesianas.

disponíveis (o chamado *desemprego friccional*). Logo, mesmo que o produto efetivo esteja em seu nível potencial, haverá uma determinada taxa de desemprego, a chamada taxa de desemprego natural. Esta só poderia ser eliminada por meio de uma política expansionista que jogasse o produto efetivo para além dos limites produtivos, acelerando a inflação. Por outro lado, se forem levados em consideração fatores como expectativas de inflação, choques de oferta e disputas por participação na renda, que geram aumentos da inflação independentemente do nível de produto efetivo, torna-se possível argumentar que a inflação pode surgir antes que haja pleno emprego, pelo que a “mecânica de Lerner” perderia aderência. O governo pode ser obrigado a controlar a inflação sob um contexto recessivo. Casos de estagflação estavam fora do escopo de análise para Lerner.

Em segundo lugar, pode-se considerar as seguintes peculiaridades que uma economia possa experimentar em sua trajetória histórica:

- i) impossibilidade de emitir moeda por restrições institucionais;
- ii) forças sociais ou políticas que tenham forçado o governo a manter seus gastos em patamares elevados, mesmo diante de bons momentos para a economia, o que implicaria na existência de déficits fiscais permanentes ou estruturais;
- iii) na tentativa de financiar tais déficits estruturais, e na impossibilidade de emitir moeda, o governo pode ter elevado a carga tributária a um nível de máximo socialmente aceitável;
- iv) os mercados podem adotar uma convenção segundo a qual a razão dívida pública/renda deve permanecer dentro de níveis preestabelecidos, como modo de transmissão de credibilidade;
- v) diante da eventual impossibilidade de cooptar a Autoridade Monetária, de elevar ainda mais as taxas tributárias e a sua dívida com o público, o governo pode ser obrigado a realizar cortes de gastos não-financeiros, como meio de levantar fundos para o pagamento dos juros sobre a dívida pública herdada e de impedir que a razão dívida pública/renda ultrapasse o nível de máximo aceito pelo mercado. Esta restrição é mais forte em períodos recessivos, nos quais mesmo um inexpressivo crescimento da dívida pública faz crescer a razão dívida pública/renda.

Como resultado, neste caso, mesmo diante de uma eventual recessão econômica, a política fiscal teria de possuir teor contracionista, dada a necessidade de se fazer um *superávit primário*<sup>13</sup>, necessário para o pagamento

---

<sup>13</sup> Define-se o superávit primário como o excedente de receitas tributárias sobre os gastos públicos, excetuando-se os gastos com o pagamento dos juros da dívida pública.

de juros da dívida pública. Pode-se afirmar que, diante desse possível contexto histórico, as finanças públicas de um país teriam uma flexibilidade insuficiente para a aplicação das Finanças Funcionais, tal como as defendia Lerner.

#### **4 – Crescimento, inflação e investimentos privados: uma análise**

Numa situação de curto prazo, em que o estoque de capital é considerado constante, pode-se dizer que o nível geral de preços será determinado, por um lado, pela dinâmica das remunerações dos fatores e, por outro lado, pela utilização da capacidade produtiva, ou seja, pelo desvio entre o nível de emprego e o pleno emprego dos fatores. Esta relação parece estar bem visível a partir dos apontamentos tanto de Keynes quanto de Hansen, discutidos anteriormente. Neste caso, é possível que haja uma elevação de preços mesmo que o emprego não se altere, desde que exista uma elevação das remunerações, o que pressionará os preços através de seus efeitos prévios sobre o custo de produção. Descontadas as mudanças autônomas nas remunerações – que podem advir de barganhas entre classes –, a dinâmica dos preços tem sua raiz no que podemos chamar de *hiato do produto*: a diferença entre o produto efetivo e o produto potencial.

A análise da inflação<sup>14</sup> no longo período, no entanto, deve levar em conta o fato de que a capacidade produtiva está em movimento. Os investimentos em formação de capacidade produtiva, assim como os voltados para as inovações tecnológicas – que aumentam a produtividade –, demoram certo tempo para terem seus efeitos maturados. Num primeiro momento, esses investimentos atuam pelo lado da demanda, conjugados com os gastos em consumo; após certo tempo, eles atuam pelo lado da oferta, mediante a expansão do produto potencial. Assim, se a princípio os investimentos contribuem para uma pressão inflacionária, devido a seus impactos sobre a demanda, por outro lado, *a posteriori*, os investimentos contribuem para uma desaceleração dos preços, por meio do crescimento do estoque de capital. Assume-se, para efeitos de análise, que o período médio de maturação dos investimentos seja de um (01) período, ou seja, os investimentos feitos em  $t-1$

---

<sup>14</sup> Pode-se considerar a inflação, do ponto de vista contábil, e grosso modo, como uma variação no nível geral de preços dentro de um período de tempo determinado. Uma Teoria dos Preços a nível agregado e uma Teoria da Inflação não podem estar muito distantes uma da outra. Dependendo da definição conceitual que se empregue ao que se quer dizer com inflação, ambas as teorias podem se confundir. Ainda que uma Teoria dos Preços possa dispensar a questão da inflação, dificilmente uma Teoria da Inflação consistente pode dispensar uma Teoria dos Preços.

se tornam maduros em  $t$ , contribuindo para a elevação da capacidade produtiva.

A inflação no longo período será determinada pela diferença entre a taxa de expansão da demanda efetiva e a taxa de expansão da capacidade produtiva; pelo comportamento das expectativas inflacionárias; e pelo comportamento dos custos de produção. Como o interesse aqui é o de focar a relação crescimento-inflação, podemos pensar nos dois últimos determinantes como dados (parâmetros estruturais), concentrando a análise na diferença entre as taxas de expansão da demanda e oferta no longo prazo. Assim, tem-se:

$$(1) g = g(I_{-1}/Y_{-1}, p)$$

Onde  $g$  é a taxa de crescimento da capacidade produtiva, a qual é uma função positiva da taxa de investimento ( $I_{-1}/Y_{-1}$ ) no período  $t-1$  e da produtividade ( $p$ ). Por sua vez:

$$(2) y = y(I/Y, C/Y, G/Y)$$

Onde  $y$  é a taxa de crescimento da demanda efetiva, a qual é função positiva de  $I/Y$ ,  $C/Y$  e  $G/Y$ , que são, respectivamente, as taxas de investimento, consumo e gastos públicos<sup>15</sup>. Ademais:

$$(3) \pi = \pi(y - g)$$

Em (3), a inflação ( $\pi$ ) pode ser considerada função do desvio entre as taxas de crescimento da demanda efetiva e da capacidade produtiva. A partir de (1), (2) e (3), chega-se a (4):

$$(4) \pi = \pi[(I/Y, C/Y, G/Y) - (I_{-1}/Y_{-1}, p)]$$

A taxa de investimento é função negativa da taxa de juros ( $i$ ), positiva das expectativas dos empresários ( $E$ ) e positiva da renda no período  $t-1$  ( $Y_{-1}$ ), tal que:

$$(5) I/Y = I/Y(i, E, Y_{-1})$$

Por sua vez, a taxa de juros é função negativa do estoque de moeda emitido pelo Banco Central ( $M$ ) e positiva da preferência pela liquidez ( $PL$ ):

---

<sup>15</sup> Para efeitos de simplificação, supõe-se que apenas o setor privado faça investimentos; o governo realiza apenas gastos correntes.

$$(6) i = i(M, PL)$$

Substituindo (6) em (5), chega-se a (7):

$$(7) I/Y = I/Y(M, PL, E, Y_{-1})$$

Agora, considerando-se  $p$  constante, e focando a análise na taxa de investimento, então:

$$(8) \pi = \pi [(I/Y) - (I_{-1}/Y_{-1})]$$

A inflação corrente é uma função do desvio entre as taxas de investimento corrente e passada: quando a taxa de investimento corrente supera a taxa de investimento em  $t-1$ , há uma tendência à elevação da inflação, visto que a demanda efetiva se expande mais rápido que a capacidade produtiva; o contrário ocorre quando a taxa de investimento corrente cai abaixo do seu valor em  $t-1$ , já que neste caso a capacidade produtiva, em  $t$ , cresce mais rápido que a demanda efetiva. A equação (8) deve ser vista como uma representação analítica da inflação

Por outro lado, na medida em que a capacidade produtiva é endogenamente determinada, através da taxa de investimento, a inflação em um certo período pode ser amenizada ou contornada mais à frente, pelo simples fato de que os investimentos correntes – que estão pressionando a inflação corrente – terão o efeito-capacidade um (01) período à frente. No entanto, isto dependerá da relação entre esses investimentos, feitos anteriormente, e o comportamento dos novos investimentos, ou melhor, do hiato entre as taxas de expansão da demanda efetiva e da capacidade produtiva. Para que ambas as taxas sejam iguais, de modo que a inflação seja nula, desconsiderados os efeitos inflacionários via expectativas e custos, é preciso que haja uma equivalência entre as taxas de investimento passada e corrente.

Esta equivalência, que gera uma inflação nula, não pode ser garantida *a priori*, uma vez que os determinantes da taxa de investimento são múltiplos e variam de período a período. Pela equação 7, vê-se que a taxa de investimento depende não somente do comportamento da moeda, mas também da preferência pela liquidez, das expectativas e da renda passada.

Ainda que a política monetária seja expansionista, elevando-se a quantidade de moeda, se a preferência pela liquidez também crescer, os

efeitos sobre a taxa de investimento podem ser anulados, visto que a taxa de juros pode permanecer no mesmo nível (isto dependerá de quem cresça mais, moeda ou preferência pela liquidez). Por outro lado, ainda que a taxa de juros permaneça constante, caso as expectativas empresariais melhorem, haverá uma expansão dos investimentos; o contrário ocorrerá no caso de uma piora das expectativas. Ademais, a taxa de investimento pode crescer ou diminuir de acordo com o nível da renda em t-1. Neste caso, permanecendo constantes M, PL e E, a taxa de investimento corrente pode ser maior que a taxa de investimento passada, desde que a renda em t-1 seja maior que a renda em t-2 ( $Y_{-1} > Y_{-2}$ ). Aqui haverá pressões inflacionárias, uma vez que  $(I/Y) > (I_{-1}/Y_{-1})$  e  $y > g$ .

O fato de que haja uma expansão da demanda efetiva acima da expansão da capacidade produtiva significa uma pressão inflacionária no período corrente, porém não garante uma elevação da inflação em t+1, t+2, ..., t+n, visto que isto dependerá da relação estabelecida entre y e g em cada um desses períodos e da relação entre os hiatos do produto nesses mesmos períodos; para que haja uma inflação *aceleracionista*, ou seja, uma inflação que cresça período a período, é necessário que:

#### Situação 1: inflação aceleracionista

$$[(I/Y) > (I_{-1}/Y_{-1})] < [(I_{+1}/Y_{+1}) > (I/Y)] < [(I_{+2}/Y_{+2}) > (I_{+1}/Y_{+1})] < \dots < [(I_n/Y_n) > (I_{n-1}/Y_{n-1})]$$

Essa condição supõe que, período a período, os determinantes da taxa de investimento se comportem de uma certa maneira: seria necessário que M, PL, E e Y-1 se comportassem em cada período de forma a permitir que  $\pi_n > \pi_{n-1} > \dots > \pi$ . Por outro lado, impor a condição de que haja uma redução continuada da inflação, ainda que não haja deflação, implica:

#### Situação 2: desinflação contínua

$$[(I/Y) > (I_{-1}/Y_{-1})] > [(I_{+1}/Y_{+1}) > (I/Y)] > [(I_{+2}/Y_{+2}) > (I_{+1}/Y_{+1})] > \dots > [(I_n/Y_n) > (I_{n-1}/Y_{n-1})]$$

Trata-se de um processo de *redução continuada* do chamado *hiato do produto*, o que poderia ser feito sob um regime de controle inflacionário gradualista. No entanto, se o regime de controle da inflação for um regime rígido, com uma meta de inflação fixa, igual a zero por exemplo, e ajuste instantâneo, é preciso que:

### Situação 3: estabilidade inflacionária

$$[(I/Y) = (I_{-1}/Y_{-1})] = [(I_{+1}/Y_{+1}) = (I/Y)] = [(I_{+2}/Y_{+2}) = (I_{+1}/Y_{+1})] = \dots = [(I_n/Y_n) = (I_{n-1}/Y_{n-1})]$$

No entanto, a história econômica mostra que a inflação não se apresenta de forma tão bem comportada, ainda que a política monetária e a fiscal sejam canalizadas para o controle inflacionário ao custo de perdas do produto. De fato, existem períodos de aceleração e de desaceleração da inflação, assim como de deflação, embora estes últimos sejam menos frequentes.

Mesmo que as políticas monetária e fiscal sejam voltadas para a regulação da demanda, no sentido de adequar a dinâmica da taxa de investimento a certas *metas de comportamento da inflação*, ainda assim a inflação observada pode ser divergente em relação às metas, por alguns motivos:

- a) Como visto, a taxa de investimento não pode ser plenamente controlada pela política econômica, pois ela depende de determinantes como expectativas e preferência pela liquidez;
- b) A inflação também é determinada pelas expectativas de inflação e pelo comportamento dos custos de produção, tais como dinâmica salarial e custo das importações, os quais, por sua vez, podem caminhar autonomamente em relação ao nível de atividade.

### 5 - À guisa de síntese

Tanto a política monetária, como visto através de Hansen e Keynes, quanto a fiscal, analisada via Lerner, podem encontrar restrições e condições particulares que retiram sua eficácia e seus efeitos, seja no controle do nível geral de preços e do produto e emprego, seja no controle da inflação e do crescimento da renda no longo prazo.

Em particular, a chamada armadilha da liquidez, colocada pela Teoria Geral (1936) e também discutida em Hansen (1949), constitui-se numa situação específica sob a qual a política monetária perde sua eficácia - dadas as expectativas - sobre a taxa de juros, investimentos e produto, visto que qualquer incremento no estoque de moeda será retido pelos agentes com vistas à compra de títulos no futuro; tal situação pode ser também estendida a períodos longos, nos quais as condições de liquidez, ainda que afrouxadas continuamente pelas autoridades, não são suficientes para estimular uma expansão desejada da taxa de investimento.

Por outro lado, o idealismo fiscalista de Lerner também tem sua aderência ameaçada por eventuais condicionantes históricos. Hoje, dificilmente um Banco Central pode emitir moeda para financiar indefinidamente déficits do Tesouro. Restrições institucionais põem o controle da inflação como o objetivo precípuo da autoridade monetária. Ademais, torna-se cada vez mais distante a possibilidade de elevação das cargas tributárias, especialmente em países que já alcançaram um ponto de saturação para as mesmas.

Hoje, o mercado vê a relação dívida pública/renda como uma variável de solvência do Setor Público e de sustentabilidade do crescimento de uma economia, de maneira que a redução daquela relação, dadas as já citadas restrições de financiamento, tem de ser feita basicamente através da parcimônia pública, os chamados superávits primários do Setor Público. Situação semelhante a essa pode impedir que as contas públicas sejam utilizadas para alavancar uma recuperação econômica em casos recessivos.

As taxas de investimento, pela sua natureza complexa e por suas múltiplas determinações, são de difícil controle por parte das autoridades. Uma vez que os investimentos privados estão sujeitos a ondas de expectativas otimistas e pessimistas, a despeito da manipulação da quantidade de moeda, dos gastos públicos e da estrutura tributária por parte do governo, tanto a taxa de inflação quanto a taxa de expansão do produto se tornam variáveis voláteis, e que costumam divergir em relação a metas adotadas pelos *policymakers*.

#### Referências bibliográficas

- DEANE, P. (1980). **Evolução das Idéias Econômicas**. Editora Zahar, 1980.
- FISHER, I. (1912). The equation of exchange for 1911 and forecast **American Economic Review**, 1912.
- HANSEN, A. (1949). **Monetary theory and fiscal policy**. New York: McGraw Hill, 1949.
- HUME, D. (1752). **Of Money**. Oxford : Oxford University Press, 1752.
- KEYNES, J.M. (1936). **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. Editora Atlas, 1982, 1ª ed.1936.
- LERNER, A. (1943). Functional Finance and the Federal Debt, **Social Research**, 1943.
- MARSHALL, A. (1923). **Money, Credit and Commerce**. Great Mind Series, London: McMillan, 1923.

MOLLO, M. L. R. (2004). Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda. **Revista de Economia Política**, vol. 24, nº3 (95), julho-setembro, 2004.

WICKSELL, K. (1906). **Lectures on Political Economy**. Vol. 2. Edited with an introduction by Lionel Robins. Reprinted. New York: Augustus M. Kelley, 1967.