

Altas taxas de juros reduzem a taxa de inflação? Revisitando Wicksell com uma perspectiva da economia clássica e estruturalista

Luiz de Moraes Niemeyer¹

Introdução

Esse ensaio é um estudo de como diferentes teorias econômicas analisam o impacto das taxas de juros no controle da inflação. O ponto de partida é a teoria de Wicksell e sua relação inversa entre a taxa de juros e o nível de preços. Esta relação inversa também está presente na Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Por essa teoria temos a equação $MV = PT$. Assumindo-se que V e T são parâmetros comportamentais fixos conclui-se que um aumento na oferta monetária leva a um aumento nos preços. Porém um aumento na oferta monetária gera uma queda na taxa de juros. Indiretamente uma taxa de juros menor aumenta os preços. Por outro lado, um menor crescimento na oferta monetária significa também um baixo crescimento dos “fundos emprestáveis” e portanto, um aumento na taxa de juros. Ou seja, uma correlação negativa, queda (alta) nos preços e alta (baixa) nas taxas de juros. De acordo com essa teoria, excesso de gastos deriva do excesso de saldos monetários e a inflação por si só reduz esse excesso de demanda através da redução do valor real dos saldos monetários.

O destaque para a teoria de Wicksell deve-se ao fato desta ser considerada a mais importante teoria pré-keynesiana que busca analisar de forma sistemática o mercado de empréstimo. Schumpeter destaca que ao longo da história do pensamento econômico até Wicksell a taxa de juros natural e a taxa de juros monetária eram tratadas como uma só (Schumpeter, 1963, p. 1118-19).

¹ Professor do departamento de economia da PUC-SP e do Programa de Estudos Pós-graduados em Economia Política da PUC-SP.

A partir daí iremos analisar essa relação na perspectiva da Economia Clássica, da Macroeconomia Estruturalista e de Keynes. Nossa principal proposição é de que nessas teorias a relação entre taxa de juros e nível de preços é positiva. A importância de tal ensaio se deve ao debate que ocorre hoje na sociedade brasileira sobre a questão das taxas de juros estarem altas o suficiente para manter a inflação sob controle.

Este trabalho é um ensaio teórico envolvendo algumas das principais escolas do pensamento econômico. Ele não se propõe a análises empíricas, mas sim revisitar diferentes abordagens teóricas em suas análises da relação entre uma política monetária restritiva e o nível de preços. É importante ressaltar que não se trata de uma discussão a respeito das diferentes teorias de inflação das diferentes escolas de pensamento econômico. A discussão destas teorias, quando for o caso, entra como suporte para o entendimento da relação entre taxas de juros e nível de preços.

Na primeira seção analisamos a teoria de Wicksell sobre o assunto. A seção dois apresenta no âmbito da teoria econômica clássica a visão de Sraffa e seus seguidores e de Marx. A visão da vertente estruturalista da teoria econômica também é contemplada nessa seção. Na última seção, antes de nossas conclusões, buscamos analisar as propostas de política econômica de Keynes para o controle da inflação.

5.1 Wicksell e a relação negativa entre taxas de juros e o nível de preços

Especificamente o que nos interessa no presente ensaio é o chamado processo cumulativo de Wicksell. Esse processo cumulativo é uma tentativa de explicar os movimentos cíclicos da taxa de juros e do nível de preços em um contexto macroeconômico. A teoria é chamada de processo cumulativo por que diferenças entre taxa de juros monetária (i) (mercado monetário) e taxa natural de juros (r) leva a movimentos cumulativos no nível de preços tanto para cima como para baixo.

É importante mencionar que neste processo cumulativo a economia está em um equilíbrio walrasiano e que a quantidade de moeda é a variável dependente – depende da demanda por empréstimos, que por sua vez, depende da diferença entre a taxa de juros monetária (i) (mercado monetário) e taxa natural de juros (r). A taxa natural de juros é equivalente ao produto marginal do capital ou à taxa de lucro do investimento (ou novo capital criado) ou a taxa de retorno real.

O equilíbrio neste processo é de natureza monetária sendo caracterizado pelas seguintes condições: a) a taxa de juros de monetária (i) (mercado mone-

tário) é igual a taxa natural de juros (r); b) a estabilidade no nível de preços é igual a taxa de inflação zero; c) investimento é igual a poupança. Note-se que a satisfação de um dessas condições implica na satisfação simultânea das outras duas.

No caso de Wicksel, a quantidade de moeda não é determinada de maneira exógena. Apesar disso, ela ainda explica a variação nos preços. Porém o aumento (original) de moeda é endógeno, criado pelas condições relativas do setor financeiro e do setor real. A quantidade de moeda é uma variável dependente. Ela é dependente da demanda de moeda que por sua vez depende da relação entre (i), a taxa de juros de monetária (“money rate of interest”), e (r) a taxa natural de juros. Apesar da quantidade de moeda ser endógena temos ainda uma explicação monetarista para o nível de preços.

O pano de fundo da análise do autor é um sistema de bancos comerciais bem desenvolvidos. Com a existência de crédito (moeda crédito) existirão duas taxas de juros. Crédito é considerado aproximadamente como moeda. Bancos “criam moeda”. A taxa i (taxa de juros no mercado monetário) é uma construção financeira. O autor não assume a Lei de Say, é o financiamento que libera o investimento (I) de uma dada oferta de poupança (S). Somente, I financiado por empréstimo pode quebrar a lei de Say.

[...] Só poderemos conceber uma alta geral dos preços supondo que a demanda geral, por uma ou outra razão, está a caminho de ser maior do que a oferta. Isto pode parecer paradoxal, já que fomos habituados, segundo J.B de Say, a considerar os próprios produtos em relação recíproca, limitando a demanda na relação entre eles. E, *em última instância*, isso assim ocorre. Aqui, todavia, nos ocupamos com o que ocorre, *em primeiro lugar*, com o intermediário (médio)... Qualquer teoria digna desse nome nos permitirá demonstrar como e por que a demanda monetária dos bens é maior ou menor do que a oferta dos bens em dadas condições (Wicksell, 1978, p. 159-160).

Wicksel analisou a economia monetária em duas fases. Em primeiro lugar ele considerou uma economia em que a moeda consistia simplesmente de ouro. O mercado de ouro nos bancos determina a taxa de juros (i). Trata-se da taxa de juros real neoclássica. Real no sentido de ser a taxa que iguala Investimento (I) e poupança (S).

Em segundo lugar ele considerou uma economia onde moeda nos bancos consiste em papel moeda. Os bancos podem criar moeda simplesmente emitindo. Ele assumiu também que os bancos podem emitir moedas infinitamente. Mas o que determina a demanda de moeda no sistema bancário? A quantidade de

moeda depende da relação (diferença) de (i) determinada pelo setor bancário e (r) a taxa de lucro nos investimentos reais.

No primeiro caso se $i = r$. O volume de empréstimos dos bancos é igual ao volume de I . O fluxo de S e a quantidade de moeda demandada estão exatamente se compensado nos bancos e as transações em termos monetários é igual às transações em termos reais. O volume de empréstimos obtidos a custo de (i) é exatamente igual ao volume de I que pode ser feito de forma a obter a taxa de retorno (r) .

No segundo caso ($i < r$) ou seja a taxa natural é maior que a taxa determinada no mercado monetário. Ou seja, a produtividade marginal do capital é maior que seu custo. O custo de se tomar emprestado é menor do que o lucro que pode ser realizado através deste empréstimo. Portanto, tomar emprestado se torna lucrativo e dado que o sistema bancário pode financiar gastos sem a contrapartida de poupança prévia, um excesso de demanda é criado. Consequentemente, a demanda de moeda para financiamento irá crescer e enquanto os bancos através de sua “varinha de condão” podem criar depósitos, empréstimos serão disponibilizados. Porém, nenhum produto adicional pode ser produzido dado que sistema já está no pleno emprego. Ao invés disto os preços sobem e a inflação acumula.

A pressão inflacionária ocorre na indústria de bens de capital que estando no pleno emprego não pode mais produzir bens de capital. Esta demanda extra só irá aumentar o preço dos bens de capital (ou de investimento). Esse aumento de preço gera um aumento da renda monetária e aumento na demanda de bens de consumo e nos seus preços. Portanto, este aumento será transmitido (via transferência de recursos para o setor de I). Ou seja, ocorrendo um aumento nos preços no setor de bens de capital ocorrerá também aumento em outros setores como bens de consumo duráveis e salários.

O resultado é um processo inflacionário cumulativo e os preços irão aumentando sem limites enquanto os bancos continuarem emprestando. Dado que a inflação penaliza quem empresta (mundo de taxas de juros fixas) Wicksell conclui que os bancos serão compelidos a aumentarem a taxa de juros no mercado monetário até torna-la igual à taxa real (r) o único nível onde a estabilidade de preços é alcançada. Ou seja, um i maior (até $i = r$) reduz I , elimina o excesso de demanda por bens de capital e reduz inflação. **Aqui temos um argumento de que altas taxas de juros reduz a inflação!!** Wicksell assume que a taxa de inflação é uma função decrescente da taxa de juros. Este resultado é o oposto daquele que Keynes denominou de paradoxo de Gibson (Keynes, Vol. II, p.198).

Por trás deste argumento wickseliano encontra-se o argumento neoclássico da relação inversa entre taxa de juros e investimento presente no conceito de eficiência marginal do capital e na curva de demanda de investimento. Através da relação entre essas duas magnitudes, pode-se afirmar que uma redução na taxa de juros implica em maior investimento e excesso de demanda e, portanto, inflação

mais alta. O contrário também se aplica, um aumento na taxa de juros irá reduzir o investimento e o excesso de demanda e conseqüentemente a inflação.

Finalmente, o terceiro cenário onde a taxa de juros no mercado monetário é maior que a taxa real de juros ($i > r$). As pessoas não demandam empréstimos para I. Ocorre uma queda no nível de investimentos. Isso gera um excesso de oferta de recursos na economia. Os empresários forçarão uma baixa no preço dos fatores (bens de investimento). Isso será transmitido para outros setores da economia e teremos um processo deflacionário. A acumulação de reservas ociosas nos bancos leva à uma queda no i até que $i = r$.

Para Laidler (1975) o artigo de Wicksell (1907) no *Economic Journal* contém a essência de sua visão com relação á flutuações no nível de preços, i.e. a taxa de juros determina o nível de preços:

Se, outras coisas permanecendo constante, os bancos líderes do mundo abaixarem sua taxa de juros, digamos a 1 por cento abaixo do seu nível corriqueiro, e mantendo essa por alguns anos, então os preços de todas as commodities iriam crescer e crescer e crescer sem nenhum limite; no caso oposto, se os bancos líderes do mundo aumentassem a taxa de juros digamos a um por cento acima de seu nível corriqueiro, e mantendo essa por alguns anos, então todos os preços iriam cair e cair e cair sem nenhum limite com exceção de zero (Wicksell, 1907, apud Laidler, 1975, p. 103).

5.2 Relação positiva entre taxas de juros e o nível de preços

5.2.1 Sraffa e seus seguidores

[...] A taxa de lucro, como uma razão, tem significado que é independente de qualquer preço e pode ser, portanto, “dada” antes que os preços sejam fixados. É, assim, suscetível de ser determinada de fora do sistema de produção, em particular pelo nível das taxas monetárias de juros.

Nas seções a seguir a taxa de lucro será, portanto, tratada como variável independente (Sraffa, 1960, p. 33).

O cerne (“core”) da teoria de formação de preços em Sraffa foi desenvolvido em Garegnani (1984). Este último afirma que na economia o produto (produto social) e uma variável distributiva² são determinados fora do sistema. Elas são

2 Como sabemos as variáveis distributivas são salários e lucro.

determinadas em um núcleo separado ou seja, são socialmente determinadas. A outra variável distributiva é então determinada. Portanto, o aspecto mais importante do cerne desta teoria é esta determinação social e o fato de que uma variável distributiva é determinada exogenamente, e dado um parâmetro tecnológico estável, a outra variável é determinada de maneira residual.

Essa teoria é totalmente diferente da teoria neoclássica de determinação de preços e das variáveis distributivas. Nessa teoria os preços dos fatores são determinados pela maximização dos lucros e, portanto salários e lucros são a produtividade marginal do trabalho e do capital. Eles são determinados endógena e simultaneamente em conjunto com os preços e quantidades de equilíbrio.

Panico (1988b, p. 5) seguindo Garegnani (1984) observa que tanto os Fisiocratas franceses ou os economistas Clássicos ingleses como Smith e Ricardo, em suas teorias de valor e distribuição, tem como base dois elementos. Primeiro, a definição do excedente (“surplus”) como parte do produto social não necessário para a reprodução deste. Segundo, a possibilidade de determinar uma variável de distribuição antes e independentemente das outras. Para esses economistas o salário é dado (exogenamente) ou seja, os salários dos trabalhadores são a nível de subsistência. A taxa de lucro é então determinada como uma variável dependente. Consequentemente, a taxa (monetária) de juros não influencia diretamente a taxa de lucro e é isto sim subordinada à taxa de lucro

Todavia, dentro deste arcabouço teórico é possível também considerar a taxa de lucro como uma variável independente, determinada pela taxa de juros, como sugeridas por Sraffa (1960) citado acima. Dentro desta perspectiva, a teoria de valor e distribuição assume outra perspectiva. É dentro deste contexto e utilizando os textos de Pivetti (1991 e 2010) e Panico (1988a) que iremos discutir o seguir a análise “*monetária*” da taxa de lucro. Monetária no sentido dado por Schmpeter em oposição à análise real, “a análise monetária introduz o elemento moeda em todos os campos de nossa estrutura analítica e abandona a ideia de que todas as características essenciais da vida econômica podem ser representadas pelo modelo de economia de trocas” (Schmpeter,1980, p. 277-8).

O ponto de partida é a afirmação de Sraffa de que o nível de taxas de juros deveria ser tomado como uma variável independente na teoria de valor e distribuição sendo a taxa de lucro determinada fora do sistema de produção e se adaptando à taxa de juros (Sraffa,1960, p. 33). De acordo com esta interpretação na medida em que as autoridades monetárias conseguem estabelecer e manter de maneira durável, a taxa de juros, elas podem também influenciar a taxa de lucro que os empresários desejam obter em suas atividades assim como os salários e o preço dos bens (Panico 1988a, p. 25).

Para Sraffa, fenômenos monetários como inflação e deflação, são componentes dos conflitos sociais que regula a taxa de salário normal ou de equilíbrio e que

tem influência direta nessa taxa. De acordo com essa visão, o conflito de classes determina esta taxa de salário. Inflação e política monetária fazem parte desse conflito e podem, portanto, influenciar de maneira permanente a distribuição de renda (ibidem, p. 21). Podemos considerar a política monetária como uma forma de impor, em nome dos proprietários do capital, a participação destes nos lucros do processo de produção” (ibidem, p.26).

Partindo da abordagem no âmbito da economia clássica apresentada em Garegnani (1984), Pivetti analisa a determinação “*monetária*” da taxa de lucro. Essa determinação depende das relações estabelecidas entre trabalhadores e capitalistas. Dado que o salário real e a taxa de lucro não podem ambas ser determinadas de maneira independente essas relações irão agir em uma das duas. Portanto, dentro da economia clássica, as relações de classe podem agir sobre a taxa de lucro e, portanto, o salário real será determinado como uma variável residual. Para Pivetti esse ponto é que permite o “insight” de que a taxa de lucro pode ser determinada pela taxa de juros e também que esta última pode ser vista como a taxa que regula a relação de preços salários nominais (Pivetti, 1991, p. 4-5).

Ao contrário da visão clássica tradicional de Smith e Ricardo, onde a taxa de juros é vista como uma magnitude subordinada à taxa de lucro para o autor acima a primeira é determinada de maneira autônoma. Mudanças duradouras na taxa de juros significam mudanças correspondentes na taxa de lucro. Essa “causação” é creditada à competição. Competição que equaliza as taxas de remuneração nos diversos setores da economia. Ela é o mecanismo que faz com que os preços sejam equalizados aos custos. Portanto, a taxa de juros, dada a sua determinação fora do sistema de produção, pode ser considerada como uma determinante autônoma dos custos normais (ibidem, p.22).

Levando em consideração a teoria de distribuição adotada (Garegnani, 1984) e dado o salário nominal e a técnica de produção, mudanças não temporárias na taxa de juros representam mudanças nos custos pela qual, todas as demais variáveis constantes, resulta em uma correspondente mudança no nível de preços. Essa mudança no nível de preços afetará o salário nominal gerando, mudança na distribuição da renda (ibidem, p. 128). Baixa taxa de juros geram queda nos preços, ou seja, uma relação inversa entre a taxa de juros e o nível de preços e isso reflete a adaptação dos preços aos custos normais promovido pela competição (ibidem, p.47).

Em outro trabalho Pivetti (Pivetti, 2010) corrobora esta conclusão através de um modelo e observa que a taxa de juros é simplesmente uma variável de política econômica determinada de fora do sistema de produção, determinada em última análise pelas relações de classe que governam a relação preço e salário nominal. Dado o salário nominal e a técnica de produção, um aumento da taxa de juros pelo Banco Central aumenta o nível de preço por que ele aumenta os “mark-ups”,

diminuindo ao mesmo tempo salário real a variável distributiva residual no sistema apresentado por Garegnani (Garegnani, 1984).

5.2.2 Estruturalistas e as teorias de “mark-up”

Assim como os clássicos, discutidos na seção anterior, esta teoria rejeita a ideia de que os preços, salários e lucros são determinados endógena e simultaneamente. Portanto a teoria alternativa de determinação de preços é da regra de mark-up. A ideia por trás dessas teorias pode ser ilustrada pela equação de preços abaixo onde P é o preço nominal. O salário nominal é igual a w . A taxa de “mark-up” é τ que num primeiro momento é fixa mas que pode mudar gradualmente como resultado de política econômica ou de um processo de distribuição dinâmico. A taxa de b é a relação produto trabalho determinada pela tecnologia ou tradição e π participação do lucro na renda:

$$P = (1 + \tau) w/b, \text{ dado que } 1 + \tau = \frac{1}{(1 - \pi)} \leftrightarrow w/p = b / (1 - \pi) \quad (1)$$

A determinação de preços pela regra do “mark-up” destaca que custos de produção (wb) tem um importante papel no nível de preços. Dado que o salário nominal tende a crescer **os preços também devem crescer de formas a manter os lucros constantes**. Isto demonstra a natureza social da apropriação de uma parcela da renda para os capitalistas e para os trabalhadores. Fica evidente que esta parcela está relacionada com o poder de barganha dos trabalhadores e capitalistas que por sua vez depende dos determinantes sociais.

A teoria estruturalista da inflação afirma que a inflação é fenômeno tipicamente de pressão sobre os custos. Um choque inflacionário gera um declínio no salário real. De formas a manter constante seu poder de compra, os trabalhadores pressionam por maiores salários nominais. Assumindo-se, por exemplo, a produtividade do trabalho constante, isto levará a um conflito distributivo que poderá gerar mais inflação e, portanto, mais conflito distributivo.

Não é nossa intenção neste artigo discutir as teorias estruturalistas da inflação. O que queremos entender é como essa teoria descreve o impacto das taxas de juros nos preços. Para tanto uma revisão da abordagem que considera a taxa de juro como componente do custo e como isso afeta o nível de preços é o que interessa. Estudos realizados por Van Wijnbergen que incorporam o papel das taxas de juros e dos mercados informais de crédito em países em desenvolvimento apresentam resultados que merecem nossa atenção.

Bruno destaca que em países em desenvolvimento o crédito bancário frequentemente é bastante racionado, com as taxas de empréstimos bancarias respondendo pouco ao excesso de demanda de crédito. E essa é uma das razões por

que mercado “informais” tem um papel bastante importante em diversos países. Através desses mercados, o público pode emprestar diretamente para as firmas contornando o sistema bancário.

O autor acima observa que o mercado informal de crédito tem um papel fundamental. Trata-se de um mercado altamente imperfeito e segmentado e o custo marginal dos empréstimos envolve um fator de risco considerável. A oferta monetária é suprida pelo déficit do governo ou por déficit do setor privado. Uma mudança neste último ou no crédito oficial irá afetar o sistema principalmente através do custo do capital de giro e na oferta agregada da economia. Portanto, restrição monetária tem um impacto direto de aumento de custo e de um efeito de redução no produto antes que o efeito tradicional de contração da demanda ocorra (Bruno, 1979, p. 271).

Van Wijnbergen (1983) analisa como incorporar o mecanismo de transmissão entre o setor financeiro- com destaque para o mercado informal de crédito- e o lado da oferta da economia através do financiamento via crédito das necessidades de capital de giro. Através desse canal altas taxas de juros irá reduzir o produto. Se esse efeito na oferta agregada for maior que o impacto deflacionário na demanda agregada, políticas monetárias restritivas acompanhadas de altas taxas de juros pode no curto prazo, aumentar a inflação ao invés de reduzi-la. Ou seja, políticas de restrição de crédito geram no curto prazo mais inflação e menos produto. O autor trabalhou esse argumento considerando a estrutura do sistema financeiro com ênfase no mercado informal de crédito como a variável chave para explicar esse aparente paradoxo (Van Wijnbergen, 1983, p. 442).

Como isso ocorre? Van Wijnbergen observa que em sistemas de intermediação pouco desenvolvidos o mercado de capitais (Bolsa de Valores) tem um papel limitado. Os bancos desempenham o papel central como fonte de financiamento para as firmas, tanto para capital de giro (financiamento de estoques ou de custo da mão de obra) como para a formação de capital fixo de longo prazo. O alto nível de endividamento, para os padrões ocidentais e o fato das necessidades de capital de giro ser totalmente financiadas por crédito torna os países em desenvolvimento bastante vulnerável a situações adversas de crédito (Wijnbergen, 1982, p. 134).

Com políticas monetárias restritivas, como é o caso de altas taxas de juros, o crédito se torna mais racionado no mercado oficial de crédito. Esse racionamento ocorre associado a um crescente mercado informal de crédito. Financiamento através deste mercado informal implica que o custo do crédito (a taxa de juros no mercado informal) é um componente do custo. A regra de “mark-up” demonstra que esse aumento adicional de custo tem como efeito um aumento nos preços.

Em outro artigo, Wijnbergen (1985, p. 541) baseando na teoria de portfólio (Tobin, 1975) demonstra que os depósitos a prazo nos bancos comerciais são

um substituto próximo aos empréstimos para as firmas realizados nos mercados informais. Este tipo de depósito não representa aumento da intermediação como ocorre com os depósitos realizados nos mercados informais como as “Financieiras” argentinas ou depósitos no mercado informal da Coreia do Sul (Wijnbergen, 1985, p. 541).

Este estudo incorporou o custo do capital de giro dos mercados informais. Sua implicação no nível de preços apresentou um resultado surpreendente. Uma ligação entre altas taxas de juros dos depósitos a prazo e a inflação de curto prazo. Isto por que as pessoas saem dos mercados informais (retiram suas aplicações) ao invés de abrirem mão da liquidez. Isto resulta em um alto custo de crédito no mercado informal e leva a uma aceleração da inflação no curto prazo através de uma pressão sobre os custos (ibidem, p. 542).

Taylor (2004, p. 89) apresenta fórmula de “mark-up” abaixo que incorpora o chamado efeito Cavallo, ou seja, a taxa de juros e sua pressão sobre os custos. Resumindo, o nível de preços é formado por um “mark-up” nos custos de salários (wb), com a taxa de mark-up crescendo como uma função dos lucros π e do custo da taxa de juros real (capital de giro) para o financiamento dos estoques ($i - \acute{P}$) ξ . Onde i é a taxa de juros de mercado e \acute{P} a taxa de inflação. Após derivar parcialmente P com relação a $i - \acute{P}$ ele apresenta um exemplo onde um aumento de 1 por cento na taxa de juros representa um aumento de 0,2 por cento no nível de preços.

$$P = \frac{wb}{1 - \pi - (i - \acute{P})\xi}$$

5.2.3 Marx

A determinação do nível de preços em na teoria de Marx é totalmente incompatível com a visão da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Para esta última, o nível de preços se altera em proporção da quantidade de moeda existente sendo, portanto, os preços dos bens determinados endogenamente. Para a primeira, no entanto, a quantidade de moeda é que é determinada endogenamente. A equação quantitativa ($MV=PT$) determina o volume de moeda necessária para circulação dos bens. Para Marx, dado equação quantitativa, o preço é exogenamente determinado. Ele é estabelecido nas condições de produção (Foley, 1986, p. 24).

No tocante ao nível de preços a única coisa com que nós devemos nos preocupar é com as condições de produção e a forma como o excedente (produto menos salário) é distribuído. No desenvolvimento secular da economia, a composição e a escala do produto irá mudar com mudanças no comportamento dos gastos dos indivíduos, empresas e do estado. Essas mudanças serão, em geral,

acompanhadas por mudanças nos métodos de produção e portanto nos preços (e para um dado salário real, na taxa de lucro)

Em Marx a taxa de juros é exogenamente determinada por fatores institucionais, políticos e históricos refletindo o poder de barganha entre os capitalistas tomadores e emprestadores de dinheiro. Podemos considerar as políticas do banco central como um instrumento no embate que ocorre na distribuição. A contradição que a inflação pretende responder ou resolver é o conflito entre o capital e o trabalho.

Dada a importância deste Marx para a Economia Política Clássica, uma análise da relação entre taxas de juros e preços na visão deste autor mereceria uma pesquisa muito mais ampla. Iremos nos ater a contribuição de Panico (1988b, p. 100). É importante ressaltar que o autor busca compatibilizar as ideias de Sraffa com Keynes e Marx. Trata-se de uma empreitada teórica extensa que este ensaio não pretende analisar.

Na sua pesquisa a respeito da relação entre taxa de juros e a taxa de lucro em Marx, Panico está analisando a relação entre a taxa geral de lucros, i.e. a taxa uniforme estabelecida através da competição entre capitais, e a taxa média ou taxa de juros comum, i.e. a taxa que surge no mercado monetário. Ele não está interessado na taxa de juros de mercado a taxa que, segundo Marx, flutua continuamente em relação à taxa de juros média.

Em primeiro lugar para Marx a relação entre as duas taxas se alterna dependendo do período histórico e a dependência de uma com relação à outra depende do poder e posição dos emprestadores e tomadores de crédito no processo de reprodução e também da estrutura social

A análise também sugere que a política monetária tem efeitos diretos relevantes na distribuição de renda entre trabalhadores e capitalistas e na formação dos preços. Políticas monetárias restritivas, não ocorrendo uma redução no salário real, geram, tanto no curto como no longo prazo, processos inflacionários. Por outro lado, uma política monetária objetivando a redução gradual das taxas de juros pode contribuir para a eliminação da inflação. Todavia, este ponto deve ser ajustado aos efeitos que mudanças no mercado monetário têm nas taxas de lucros cobradas pelos industriais considerando os custos de produção de suas mercadorias (Panico, 1988b, p. 101).

5.3 Keynes (teoria monetária da taxa de juros)

No trabalho clássico de Keynes (1972) "*How to Pay for the War*", escrito em 1940, o autor investiga a relação entre inflação, tributação e distribuição de renda que decorre de gastos, não relacionados ao consumo, não antecipados. A economia analisada é aquela operando em condições ou tempo de guerra. Como

financiar os gastos do governo e o investimento privado em tempo de guerra. Keynes apresentou duas explicações para o nível de preços onde ambas se concentram no que ocorre com o salário nominal. É importante destacar que as duas podem fazer parte de um mesmo processo de explicação do fenômeno inflacionário.

Assuma que um componente da demanda agregada em uma economia em pleno emprego aumente de maneira inesperada. De que maneira a inflação resultante reduz a participação real de outros componentes da demanda agregada total?

A primeira explicação é a do “Hiato Inflacionário” que decorre do excesso de demanda agregada mencionada acima. A primeira vista essa teoria seria similar à Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), todavia na TQM o excesso de gastos deriva do excesso de saldos monetários e a inflação por si só reduz esse excesso de demanda através da redução do valor real dos saldos monetários. Para Keynes esse excesso de demanda deriva de fatores reais que não necessariamente são afetados pela inflação.

Em tempos de guerra a questão do excesso de demanda agregada toma outra forma, pois o estado irá continuar gastando e aumentando o nível real da demanda. Dado que os preços aumentam, a renda recebida pelos indivíduos também irá aumentar. Isso irá aumentar a demanda da classe trabalhadora por bens de consumo. Este fator por sua vez, reduz a demanda do governo por recursos. Todavia, o governo irá aumentar o nível de seus gastos para manter o nível da demanda real. Portanto o nível da demanda real está permanentemente acima da oferta real e os preços aumentam continuamente. Portanto, o nível do salário nominal estabelece o nível de preços e o hiato inflacionário.

A segunda explicação teórica está relacionada com a classe trabalhadora. Keynes argumenta que as negociações salariais envolvem o salário nominal. Porém os trabalhadores negociam em cima de um **salário real alvo**. Se padrão de vida cai, eles irão demandar maior salário nominal para recuperar seu padrão de vida original. A renda real requerida pelos trabalhadores necessita certo volume de recursos para sustenta-la. Se parte desses recursos é transferido para a produção de guerra não haverá recursos suficientes para satisfazer o padrão de vida dos trabalhadores.

Como resultado dessa transferência o preço desses recursos sobe e consequentemente o preço dos bens de consumo da classe trabalhadora (assalariada) também sobe. Dessa maneira, a única forma de manter o padrão de vida é através do aumento do salário nominal. Porém, o Estado irá garantir que esses recursos sejam usados na produção de guerra e seu preço irá aumentar ainda mais e ação e reação cria-se uma espiral de salário-preço.

O processo inflacionário em Keynes (1972) é basicamente um processo distributivo. Inflação funciona como uma bomba que transfere renda dos assalariados que possuem baixa propensão a poupar e uma baixa taxa marginal tributária para o setor empresarial que possuem alta propensão a poupar e uma alta taxa marginal tributária. Portanto, o hiato inflacionário é financiado pelo próprio pro-

cesso inflacionário no qual os salários reais são deprimidos pelo ajuste retardado dos salários nominais. Central para Keynes, é a hipótese de que os salários se ajustam ao nível geral de preço de maneira retardada. O aumento de preços move sempre à frente dos aumentos de salários. Portanto, o salário real é constantemente deprimido para abaixo do nível que existia antes do início do processo inflacionário (Frich, 1990, p.230).

As propostas de política econômica de Keynes (1972) para o combate da inflação são: a) a abordagem relacionada ao **salário real alvo**. Lembrando que essa teoria afirma que a chave para a inflação é se a economia é capaz de fornecer o **salário real alvo**. Ele propôs a introdução do racionamento (sistema de cupom) significando que um maior nível de renda não irá ameaçar o nível de demanda.

No tocante à primeira explicação teórica, ou seja, para reduzir a pressão sobre a demanda, ele propôs (i) aumentar o nível de tributação reduzindo a renda disponível. Todavia, isso irá levar a salários nominais mais altos, portanto, ele também propôs (ii) a poupança forçada, um sistema onde as rendas seriam taxadas na forma de títulos que seriam pagos depois da guerra. Essa última atende às duas explicações teóricas.

Sem levar em conta a defesa do Paradoxo de Gibson e sua relação inversa entre taxas de juros e preços defendidas por Keynes em 1930 (Keynes, 1930, p. 198-207). A explicação teórica apresentada acima de que os trabalhadores negociam ou buscam alcançar um **salário real alvo** como explicação da inflação teve como decorrência a análise de Tarling e Wilkson (1977). Esses autores keynesianos explicam a inflação em termos de produtividade. Ou seja, se a economia é produtiva o suficiente para pagar o salário real almejado. Em caso negativo, ocorrerá uma tentativa para reduzir o salário real alvo e ocorrerá pressão inflacionária na medida em que os trabalhadores pressionam por maiores salários nominais de maneira a recuperar os seus salários reais.

Para esses autores, seguindo a tradição keynesiana, no caso de uma pressão inflacionária na economia a proposta não é aumentar a taxa de juros. A política econômica adequada é acelerar o crescimento da economia. Isso irá gerar mais recursos e alto crescimento da produtividade eliminando as pressões inflacionárias (Tarling e Wilkson, 1977, p. 413). Outra proposta de redução da inflação dentro da linha teórica que acabamos de discutir seria uma política de rendas que busque estabilizar os salários nominais e as margens de lucro com apresentada por Davidson (1972, p. 352).

Conclusões

A teoria neoclássica responde a questão de que altas taxas de juros reduzem a inflação de maneira positiva. Temos muita moeda procurando poucos produtos,

um alto nível de demanda para bens de investimento. Essa demanda pode ser contraída através de um aumento das taxas de juros afetando a decisão de investimento. Isto pode ser visto através do processo cumulativo de Wicksell. No caso em que a taxa de juros de juros monetária é menor que a taxa natural de juros o sistema de crédito pode financiar os gastos sem necessidade de poupança prévia. Porém um excesso de demanda é criado. Dado que a economia está no nível de pleno emprego não ocorre uma maior produção. Os preços sobem e a inflação se acumula. Dado que a inflação penaliza os emprestadores (num mundo de taxas fixas de juros) bancos são forçados a aumentarem suas taxas de juros. Altas taxas de juros reduzem o investimento e elimina o excesso de demanda e a inflação. Este é o argumento de que altas taxas de juros reduz a inflação.

Para Sraffa e seus seguidores a taxa de juros é uma variável de política econômica determinada de fora do sistema de produção, determinada em última análise pelas relações de classe que governam a relação preço e salário nominal. Dado o salário nominal e a técnica de produção, um aumento da taxa de juros pelo Banco Central aumenta o nível de preço por que ele aumenta os “mark-ups”, diminuindo ao mesmo tempo salário real a variável distributiva residual. Para Marx, de acordo com pesquisa elaborada por Panico essa relação direta entre taxa de juros e nível de preços também é observada.

De acordo com a macroeconomia estruturalista com políticas monetárias restritivas, como é o caso de altas taxas de juros, o crédito se torna mais racionado no mercado oficial de crédito. Esse racionamento ocorre associado a um crescente mercado informal de crédito. Financiamento através deste mercado informal implica que o custo do crédito (a taxa de juros no mercado informal) é um componente do custo. A regra de “mark-up” demonstra que esse aumento adicional de custo tem como efeito um aumento nos preços.

Para Keynes e autores keynesianos no caso de uma pressão inflacionária na economia a proposta não é aumentar a taxa de juros. A política econômica adequada seria acelerar o crescimento da economia. Isso irá gerar mais recursos e alto crescimento da produtividade eliminando as pressões inflacionárias. Outra proposta de redução da inflação seria uma política de rendas que busque estabilizar os salários nominais e as margens de lucro.

Referências

Blaug, Mark, (2005). *Economic Theory in Retrospect*. Cambridge: Cambridge University Press, 5th edition.

Bruno, M. (1979). “Stabilization and Stagflation in a Semi-Industrialized Economy”, In: Dornbush, R. e Frenkel, J., *International economic policy, theory and evidence*. Baltimore, Johns Hopkins Press.

- Davidson, P. (1972), *Money and the Real World*. Nova Iorque, John Willey & Sons
- Dobb, M. (1973). *Theories of Value and Distribution since A. Smith*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Frisch, H. (1990). *Theories of Inflation*. New York, Cambridge University Press.
- Foley, D. K. (1986). *Understanding Capital: Marx Economic Theory*, Cambridge, Ma. Harvard University Press.
- Garegnani, P. (1983). “Notes on consumption, investment and effective demand”. In: Eatweel, J. and Milgate, M., *Keyens Economics and the Theory of Value and Distribution*. New York, Oxford University Press.
- Garegnani, P. (1984). “Value and Distribution in Classical Economist and Marx”. *Oxford Economic Papers*, vol. 36, pgs. 291-325.
- Keynes, J. M. (1930). *A Treatise on Money, Vol. II*. Londres, Macmillan
- Keynes, J. M. (1972). “How to Pay for the War”. In: *Essays in Persuasion*. Nova Iorque: Macmillan, pgs. 367-439
- Laidler, D. (1975). *Essays on Money and Inflation*. Manchester, Manchester University Press.
- Nell, E. (1967). “On Wicksell’s Theory of Circulation”. *Journal of Political Economy*, Vol. 75, No 4 Part I.
- Panico, C. (1988a). “ Sraffa on money and banking”. *Cambridge Journal of Economics*, 12, pgs 7-28.
- Panico, C. (1988b). *Interest and Profit in the Theories of Value and Distribution*. Londres, Macmillan.
- Pivetti, M. (1991). *An Essay on Money and Distribution*. Londres: Macmillan
- Pivetti, M., (2010), “Interest and Inflation: Some Critical Notes on “The New Consensus Monetary Policy Model””. In: Birolo, A., et all (2010), *Production, Distribution and Trade: Alternative Perspectives. Essays in Honour of Sergio Parrinell*. Londres, Routledge

- Schumpeter, J. (1980). *History of Economic Analysis*. Oxford University Press, 11th edition.
- Sraffa, P. (1960). *Production of Commodities by Means of Commodities*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Tarling, R. e Wilkson, F. (1977). “The Social Contract: post-war incomes policies and their inflationary impact”. *Cambridge Journal of Economics*, 1, p. 395-414.
- Taylor, L. (2004). *Reconstructing Macroeconomics: Structuralist Proposal and Critiques of the Mainstream*. Cambridge, MA, Harvard University Press
- Taylor, Lance (2010). *Maynard's Revenge: The Collapse of Free Market Economics*. Cambridge, Ma: Harvard University Press.
- Tobin, J. (1975). “A general equilibrium approach to monetary theory”. *Journal of Monetary Economics*
- Van Wijnbergen, S. (1982). “Stagflationary Effects of Monetary Stabilization Policies”. *Journal of Development Economics*, 10, p. 133-169.
- Van Wijnbergen, S. (1983a). “Interest Rate Management in LDC's”. *Journal of Monetary Economics*, 12, p. 433-452.
- Van Wijnbergen, S. (1985). “Macro-Economic Effects of Changes in Bank Interest Rates”. *Journal of Development Economics*, 18, p. 541-554.
- Wicksell, K. (1907). “The Influence of the Rate of Interest on Prices”. *Economic Journal*, 17, June, p. 213-20.
- Wicksell, K. (1978). *Lectures on Political Economy*. Fairfield, New Jersey: Augustus M. Kelley. Disponível em : <http://mises.org/books/LPEvol2.pdf>