

---

“Juros, moeda e ortodoxia”  
de André Lara Resende \*

---

Gustavo de Oliveira Aggio \*\*

Dez entre dez macroeconomistas brasileiros leram o artigo “Juros e conservadorismo intelectual” de André Lara Resende (2017a) no jornal *Valor Econômico* do dia 13 de janeiro de 2017. Era impossível ignorar que um dos “pais do Real” estava defendendo a tese segundo a qual a relação entre taxa de juros e inflação seria a inversa daquela que a teoria e prática dos bancos centrais adota de forma generalizada. Alguns desses leitores chegaram a manifestar publicamente suas opiniões sobre a hipótese e o posicionamento de Lara Resende. Parte destes adotou um tom mais crítico, outros, ainda, aproveitaram a discussão para expressar suas próprias ideias sobre as taxas de juros e a política monetária brasileira nos principais jornais do país. No dia 27 do mesmo mês, Lara Resende (2017b) escreveu “Teoria, prática e bom senso” em resposta. Os dois artigos agora compõem o livro de ensaios *Juros, moeda e ortodoxia* (Lara Resende, 2017c).

Segundo o autor, na introdução desta obra, a polêmica decorrente da publicação do artigo de jornal resultou na alteração do projeto do livro que vinha escrevendo. A ideia original era rever o ideário da política monetária desde o período da controvérsia entre Roberto Simonsen e Eugênio Gudin, em meados dos anos 1940, até o Plano Real. A tese inicial de Lara Resende era que o combate à inflação sob uma ortodoxia monetária quantitativista neste período gerou pesado custo político ao “liberalismo tecnocrático”. A surpresa do autor com a polêmica do primeiro artigo foi verificar que, a despeito de uma superação do quantitativismo, a nova ortodoxia monetária pode levar aos mesmos custos políticos. Nesta resenha apresentamos um panorama não exaustivo do conteúdo do livro, evidenciando, principalmente, os argumentos teóricos do autor. A obra é um livro de ensaios, seis no total mais uma conclusão ampla, e, conseqüentemente, há alguma repetição. Por outro lado, a estrutura permite que os ensaios sejam lidos de forma independente, tendo cada um mote próprio. Também é um livro dirigido para um grande público e, portanto, não carrega o peso de um livro técnico.

No primeiro capítulo, no qual se pretende identificar as raízes ideológicas da ortodoxia monetária brasileira, Lara Resende apresenta Eugênio Gudin como um (novo) institucionalista que espera por, ou almeja, reformas que permitam a promoção da competição e do aumento de produtividade no Brasil. O autor considera Gudin à frente do seu tempo, inclusive com referências de proximidade intelectual com Douglas North, Daron Acemoglu e James

---

\* Resenha recebida em 25 de setembro de 2017 e aprovada em 27 de março de 2018. Resenha de: Lara Resende, André. *Juros, moeda e ortodoxia*. São Paulo: Portfolio Penguin, 2017.

\*\* Professor do Departamento de Teoria Econômica do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp), Campinas, SP, Brasil. E-mail: [aggio@unicamp.br](mailto:aggio@unicamp.br).

Robinson (Lara Resende, 2017c, p.31). Pode-se dizer, também, que é bem-sucedido o exercício de desconstrução da figura de Gudin como inimigo do processo de industrialização e adepto da ideia de “vocação natural” do Brasil para a agricultura. Desta forma, o “tecnocrata liberal” se mostra um progressista na leitura de Lara Resende do famoso debate com Simonsen. Por outro lado, a filiação de Gudin à Teoria Quantitativa da Moeda nos argumentos e na prática - enquanto ministro do governo Café Filho – destoaram da capacidade de pensar e articular boas propostas para o desenvolvimento do país. A participação no governo teria gerado a primeira onda dos chamados custos políticos de um combate da inflação por meios supostamente equivocados. “Infelizmente, tanto para ele como para o país, Gudin não sabia que a teoria monetária com que trabalhava era profundamente inadequada aos processos inflacionários crônicos, como já era o caso da inflação no Brasil no início dos anos 1950” (Lara Resende, 2017c, p. 38). Mais à frente, porém, o autor reconhece que “[s]eria pedir demais que nos anos 1950 Gudin tivesse formulado a crítica ao domínio do quantitativismo monetário que só foi abandonado a partir do início do século XXI” (Lara Resende, 2017c, p. 48).

A crítica de Lara Resende à Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) aparece em quase todos os ensaios, mostrando ser uma preocupação recorrente. Do ponto de vista teórico, o autor defende que a teoria foi construída sobre bases fracas, incomparáveis e incompatíveis com o modelo de equilíbrio geral. Do ponto de vista empírico, as críticas vão desde a falta de comprovação da causalidade entre quantidade de moeda e nível de preços até a instabilidade da velocidade de circulação, sendo, para o autor, a experiência do *Quantitative Easing* o teste empírico definitivo para a refutação desta teoria ao se observar que um aumento dramático do nível de liquidez da economia americana (dentre outras) não causou a inflação esperada pela TQM. Além disso, o autor explora o histórico da TQM e da sua crítica desde o debate entre bulionistas e antibulionistas e da *Currency School* com a *Banking School* na Inglaterra dos Séculos XVIII e XIX, assim como a influência dos críticos sobre Wicksell e até mesmo a vertente heterodoxa do keynesianismo nas figuras de Kaldor e J. Robinson e o estruturalismo latino americano. Mais interessante do que isso, Lara Resende assume a sistemática de Wicksell sobre economias com maior ou menor presença de crédito e propõe que a TQM seria mais adequada para uma economia puramente monetária, com pagamentos exclusivamente em espécie, enquanto que em uma economia de crédito puro, ou perto disso, como vivemos atualmente, a TQM seria completamente inadequada. Porque, então, mesmo expoentes não monetaristas da macroeconomia com Olivier Blanchard se renderam aos seus resultados em seus livros-texto até muito recentemente?

[A] única explicação para o prolongado domínio da TQM é que, sem ela, não se tinha uma alternativa teórica para ancorar o nível de preços. Na ausência de uma alternativa satisfatória, uma teoria simples e bem estabelecida é capaz de resistir à evidência contrária por muito mais tempo do que se poderia imaginar (Lara Resende, 2017c, p. 101).

A substituição da TQM por outra ortodoxia monetária não ocorreu sem problemas na percepção de Lara Resende. A despeito do reconhecimento dentro do *mainstream* macroeconômico, de que o sistema monetário era regulado pela fixação da taxa de juros já no

final dos anos 1980, a prática dos bancos centrais somente teria sido teoricamente circunscrita no arcabouço da macroeconomia contemporânea (microfundamentada sob a hipótese de expectativas racionais e maximização intertemporal de funções de utilidade) com a obra *Interest & Prices* de Michael Woodford (2003). O autor chega até a classificar o período como uma “revolução woodfordiana” (Lara Resende, 2017c, p. 12). Apesar de algumas críticas pouco rigorosas ao trabalho de Woodford<sup>1</sup>, Lara Resende realiza com sucesso o complicado esforço de apresentar resultados de um conjunto teórico analiticamente complicado em um livro não especializado. Um dos méritos do autor é evidenciar que o próprio Woodford conclui que não existe uma determinação única para a taxa de inflação na teoria da política monetária baseada na fixação de taxas de juros:

No modelo nekeynesiano (sic), a variação da taxa de inflação, sua aceleração ou desaceleração, é função da intensidade da demanda, medida pelo hiato do produto, e da inflação esperada. Não há, entretanto, razões que justifiquem determinada trajetória da inflação e não outra. O que ancora a inflação no hiato do produto? O que determina a inflação hoje associada a certo hiato de produto é sua história, mas o que define a inflação na partida? Se não há uma única taxa de inflação possível associada à primeira pressão inflacionária da demanda, se a inflação não tem âncora, estamos de volta à indeterminação nominal. Se existem infinitas taxas de inflação possíveis, associadas a certo hiato do produto no ponto de partida do processo, a possibilidade de inflações e deflações autorrealizadas não pode ser descartada.

O que é moeda e por que existe a demanda por moeda? Sem uma resposta para essas perguntas, não há de fato uma teoria monetária. Com a Teoria Quantitativa, tinha-se respostas; respostas questionáveis em termos analíticos e empiricamente insustentáveis, mas respostas (Lara Resende, 2017c, p. 70)<sup>2</sup>.

Lara Resende, simpático à “teoria creditícia da moeda” nos termos de Schumpeter, defende que a função da moeda como meio de pagamento foi exageradamente evidenciada na teoria e que a função como unidade de conta da economia deveria receber papel central. Uma alternativa dentro do *mainstream* macroeconômico compatível com esta ideia teria sido levantada por Guillermo Calvo ao reconhecer que alguns preços nominais centrais da economia, como os salários, garantem certa estabilidade para uma economia monetária ao permanecerem inflexíveis por um período maior de tempo:

O que Calvo chama de Price Theory of Money (PTM) inverte a relação clássica entre a moeda e os preços. Segundo a teoria monetária, a moeda é a âncora nominal dos preços,

---

(1) Por exemplo, Lara Resende (2017c, p. 104) afirma que “[...] a abordagem de Woodford, além de excluir a moeda de seu arcabouço analítico, exclui também o crédito, o setor financeiro e a função investimento.” O trabalho de Woodford (2003) é apenas didático, não pode ser tomado como a referência última desta escola de pensamento. Além disso, o investimento é explicitamente incorporado no modelo didático básico (Woodford, 2003, cap. 5); e mesmo que altamente abstraído lá se encontra o crédito, de outra forma não seriam possíveis maximizações intertemporais (trocas entre consumo presente e futuros) e nem mesmo a existência de uma taxa de juros. Estes pontos parecem detalhes mínimos, mas podem afastar a leitura de muitos.

(2) Lara Resende (2017c) chama novos keynesianos de nekeynesianos (termo que é mais comumente associado à primeira geração de keynesianos) e atribui o termo pós-keynesianos aos recentíssimos desenvolvimentos que foram mote de seus artigos e não ao grupo de economistas ao qual é tradicionalmente atribuído este nome.

e a inflexibilidade dos preços é um problema que impede o equilíbrio e o pleno emprego. A PTM sustenta que preços – ou mais precisamente preços inalterados durante algum tempo – são o que justifica a existência da moeda, a existência de uma unidade nominal de conta. São os preços nominais estáveis, por um período relevante de tempo, que dão funcionalidade e razão de ser à moeda. Pode-se, portanto, afirmar que são os preços temporariamente inflexíveis que “ancoram” a moeda (Lara Resende, 2017c, p. 73-74).

Mesmo neste caso, o nível geral de preços permanece sem determinação única, mas a vantagem é que haveria um entendimento mais acertado sobre o papel da moeda na economia. Além disso, é evidenciado um *tradeoff* entre flexibilidade e inflexibilidade de preços. Quanto mais flexíveis, mais rápido o ajuste para os preços relativos de equilíbrio, e quanto mais inflexíveis, mais robusta a referência monetária da economia. A linha de argumentação segue no sentido de diminuir a importância da condução da taxa de juros como política monetária, enfatizando a importância dos mercados financeiros e a possibilidade de utilização de medidas de controle de preços de ativos. Neste ponto, entretanto, Lara Resende apenas considera os argumentos de uma “nova ortodoxia” com alguma simpatia, sendo cuidadoso ao não se posicionar mais enfaticamente. O conjunto destas ideias pode ser apreendida nos ensaios 2, “A teoria monetária: Reflexões sobre um percurso inconcluso”, e 3, (“A caminho da economia desmonetizada”).

Nos capítulos 4 e 5, os publicados no diário, são apresentadas a hipótese neofisheriana e a compatibilidade proposta por Cochrane. Como foi amplamente divulgado, a hipótese neofisheriana é um resultado observado nos modelos macroeconômicos contemporâneos, os woodfordianos na linguagem de Lara Resende, ao se impor a equação de Fisher com o objetivo de fixar uma trajetória para a inflação. Como, para níveis baixos da taxa de inflação, a diferença entre a taxa nominal e a real de juros é uma boa aproximação para a taxa de inflação esperada e que a taxa real de juros de longo prazo é dada pelo lado real da economia, ao se fixar uma taxa de juros nominal por um período longo o suficiente é possível ancorar a taxa de inflação. Mas nesse caso a taxa de inflação seria uma variável positivamente determinada pela taxa de juros nominal, o inverso do propalado nos bancos centrais. A percepção de Lara Resende é que este resultado foi observado nos últimos anos, pós crise de 2008, nos EUA, sendo a evidência chave o fato de a taxa de inflação ter se estabilizado quando as taxas de juros nominais atingiram, ou chegaram perto, do limite inferior possível. Segundo o autor, o resultado previsto deveria ter sido um processo deflacionário, o que não ocorreu. Portanto, Lara Resende não enquadra a hipótese neofisheriana como um resultado pouco plausível da teoria, pelo contrário, o “novo” resultado colocaria em cheque a base de atuação dos Bancos Centrais:

A condução da política monetária estaria assim, há décadas, equivocada. Esta não é, como poderia parecer, uma conclusão de contumazes críticos da teoria dominante. É o resultado lógico do arcabouço teórico da moderna macroeconomia, que inspira a condução das políticas monetárias no mundo, quando confrontado com evidência empírica dos últimos anos (Lara Resende 2017c, p. 116).

Lara Resende apresenta, ainda, a existência de uma possível conciliação entre a relação positiva entre taxas de juros e inflação no longo prazo e a antiga perspectiva de relação inversa no curto

prazo citando o trabalho de John Cochrane onde se verificou que “[a] única hipótese capaz de explicar a tradicional relação inversa entre os juros e a inflação no curto prazo é a chamada Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP)” (Lara Resende, 2017c, p. 117). O autor, entretanto, não se aventura desta vez em traduzir para o grande público os caminhos seguidos por Cochrane. Não obstante, a TFNP é apresentada de forma didática no sexto ensaio “Dominância fiscal e o neofisherianismo”, assim como a tese original de Blanchard presente neste título.

Lara Resende conclui o livro com um bem apresentado panorama da macroeconomia *mainstream* no Século XX, principalmente após a síntese neoclássica, até nossos dias. O autor reserva, ainda, um bom espaço para mostrar concordância com as críticas de Paul Romer (2016) sobre as dificuldades dentro do programa de pesquisa da macroeconomia. Lara Resende mantém ao longo de todo o livro uma posição crítica à forma como se desenvolvem e propõem teorias de política monetária, mas pode-se dizer que é um crítico interno e não um revolucionário. O livro é, sobretudo, uma tentativa de debate e de esclarecimento junto à “tecnocracia liberal” e sua base intelectual, para que não persistam nos mesmos erros de Gudin. Lara Resende iniciou um debate falando em conservadorismo intelectual e não poderia estar mais correto, visto que a reação negativa foi mais forte justamente junto àqueles com que se alinha ideologicamente. Recomenda-se, a despeito desta polêmica, que a obra seja lida e estudada independentemente da filiação ideológica, contendo, ainda, vários temas do fascinante estudo monetário que não puderam ser enumerados nesta resenha.

### **Referências bibliográficas**

LARA RESENDE, André. Juros e conservadorismo intelectual. *Valor Econômico*, 13 jan. 2017a.

LARA RESENDE, André. Teoria, prática e bom senso. *Valor Econômico*, 27 jan. 2017b.

LARA RESENDE, André. *Juros, moeda e ortodoxia*. São Paulo: Portfolio Penguin, 2017c.

ROMER, P. *The trouble with macroeconomics*. Stern School of Business, New York University, 2016. Mimeo. Disponível em: <https://paulromer.net/wp-content/uploads/2016/09/WP-Trouble.pdf>. Acesso em: 22 set. 2017.

WOODFORD, M. *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*. Princeton: Princeton University Press, 2003.