

# POSTULADOS DE UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA

Fernando Nogueira da Costa\*

## 1 - Introdução

A história das idéias sobre moeda tende a se concentrar sobre as idéias "bem-sucedidas" ou dominantes — o que significa as que aparecem como precursoras da atual ortodoxia monetária. As idéias críticas alternativas são ignoradas ou esquecidas.

Por que a reação contra essas idéias? Porque os autores contrarcorrente atacam justamente os sustentáculos da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), respaldo da condução ortodoxa da política monetária. Os pontos críticos dessa teoria estão nas suas premissas, que seus defensores acham imediatamente evidentes e as admitem como universalmente verdadeiras, sem exigência de demonstração.

O **postulado** é uma proposição não evidente nem demonstrável, que se admite como princípio de um sistema dedutível, de uma operação lógica ou de um sistema de normas práticas. Usamos também a expressão **axioma** (COSTA, 1992, p.22), que é uma proposição que se admite como verdadeira, porque dela se podem deduzir as proposições de uma teoria ou de um sistema lógico.

A TQM consiste de um conjunto de proposições inter-relacionadas ou de postulados que suportam a conclusão de que, quando a quantidade de moeda se torna abundante, seu valor ou poder de compra cai, e, conseqüentemente, o Índice Geral de Preços das mercadorias se eleva.<sup>1</sup> Os defensores dessa teoria geralmente postulam suas hipóteses, em vez de demonstrá-las claramente.

Há muito existe um corpo de doutrina oposta à TQM. Muitas críticas têm sido levantadas recorrentemente contra a teoria. Essas críticas nunca são mutuamente exclusivas nem são sempre consistentes. Há alguma sobreposição e algum conflito. Cabe resgatá-las e dar-lhes organicidade, num corpo abrangente e coerente. Há, na teoria monetária, confusão entre correlação e causalidade, causa e efeito, identidade e funcionalidade, o que permite que a simples inversão de argumento constitua, muitas vezes, verdadeiros "ovos de Colombo", ou então se caia em dilemas como o do "ovo e da galinha"...

\* Professor do Instituto de Economia da Universidade de Campinas (UNICAMP).

<sup>1</sup> Para o que se segue, baseamo-nos no texto de Humphrey (1990; 1992).

O Postulado da Proporcionalidade estabelece que uma dada variação percentual no estoque nominal de moeda resultará em idêntica variação percentual no nível geral dos preços. Sua crítica implica mostrar que a demanda de encaixe real e sua contrapartida, a velocidade de circulação da moeda, não são estáveis. Assim, não se produz o **efeito saldo real**, que justificaria o gasto do "excesso nominal" de moeda. Deve-se refutar, ainda, a hipótese dos modelos de equilíbrio da economia a pleno nível de ocupação da capacidade produtiva.

A ligação-chave nessa explicação quantitativista é a relação entre a taxa de dispêndio, de um lado, e a discrepância entre o saldo real **efetivo e o desejado**, de outro. O **mecanismo de transmissão direto** refere-se ao processo pelo qual o impacto da variação monetária é canalizada para o nível de preços via um efeito antecedente sobre a demanda de bens. Portanto, o Postulado da Causalidade estabelece que as variações monetárias precedem e causam variações no nível de preços. Nessa relação de causa e efeito, a moeda é vista como a **variável ativa**, e o nível de preços, como a **variável passiva ou dependente**. Sua crítica exige a inversão na direção de causação.

O Postulado da Neutralidade estabelece que, exceto para períodos transitórios de ajustamento, **variações monetárias** não exercem influência sobre **variáveis econômicas reais**, por exemplo, produto agregado, emprego, preços relativos, etc. Essas variáveis, argumenta-se, são determinadas por condições não monetárias básicas, como as preferências, tecnologia, dotação de recursos e taxas de substituição técnica entre fatores de produção. Para criticá-lo, é necessário revelar que a moeda não é simplesmente um "véu", obscurecendo os fenômenos que realmente importam. A crítica abandona a pretensa imparcialidade: **a moeda não é neutra e importa** nas decisões.

Como corolário da proposição quantitativista que o estoque nominal de moeda é o fator causal independente governante do nível geral dos preços, o Postulado da Exogeneidade refere-se à condição requerida de esse fator não ser determinado pela demanda. Se a quantidade de moeda não for uma **variável independente**, mas, em vez disso, responder passivamente a mudanças antecedentes na demanda por ela, então os teóricos quantitativistas não podem alegar que ela joga o papel ativo iniciante na determinação do nível de preços. Em sua crítica, portanto, mostra-se a **interdependência** entre a oferta e a demanda por moeda.

Deve ser observado que a **neutralidade da moeda** refere-se aos **preços relativos** e não ao **nível geral de preços**. O Postulado da Teoria Monetária do Nível dos Preços estabelece que este tende a ser influenciado predominantemente por variações na quantidade da moeda. A implicação é que essa instabilidade do nível de preços deriva principalmente de distúrbios **monetários** em vez de **causas não monetárias** originárias do setor real da economia. Essas causas contrapõem-se a essa visão, mostrando que os preços são formados a partir de custos, inércia ou expectativas. Além disso, os oligopólios levam à oscilação da dispersão dos preços relativos, afetando o Índice Geral de Preços.

Nossa hipótese é que é possível elaborar uma Teoria Alternativa da Moeda (TAM), lógica e consistente, a partir das críticas à TQM, realizadas ao longo de um determinado percurso conceitual da história do pensamento econômico. Esse

percurso sai da Escola Bancária (Thornton, Tooke, Mill, etc.), passando pela Escola Sueca (Wicksell, Myrdal, Lindahl, etc.) e atingindo a Escola Pós-keynesiana (Hicks, Kaldor, Davidson, Minsky, Moore, etc.).

No entanto o objetivo deste ensaio não é recuperar exaustivamente toda essa trajetória do pensamento econômico, mas somente expor os postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda (postulados da velocidade variável, da sancionalidade, da realidade, da endogeneidade, de uma teoria de fixação dos preços). Buscaremos o confronto com os postulados da teoria hegemônica da moeda (Teoria Quantitativa da Moeda), para possibilitar um melhor entendimento sobre o papel da moeda e do crédito na economia contemporânea. Informar sobre a existência de fundamentos teóricos alternativos, lógicos e coerentes, poderá eventualmente propiciar uma outra condução da política monetária.

## 2 - Postulado da velocidade variável

Esse postulado contesta a TQM, que erroneamente assume a estabilidade na velocidade e em sua contrapartida, a demanda por moeda. De fato, velocidade é volátil, variável imprevisível, influenciada por expectativas, incerteza e variações no volume de ativos substitutos da moeda. É afetada por mudanças institucionais ou nos comportamentos habituais dos agentes.

O comportamento errático da velocidade torna impossível prever o efeito que uma dada variação monetária terá sobre preços, ou vice-versa, podendo ocorrer variações nos preços sem que ocorram na quantidade de moeda. Variações na velocidade de circulação da moeda — provocadas no curto prazo por variações na taxa de juros e no longo prazo por inovações financeiras — podem atenuar ou acentuar o impacto no sancionamento de determinado nível de preços por um dado estoque monetário.

O conceito de velocidade, segundo O'Brien (1984, p.9), data, no mínimo, do início do século XVII. Thornton (1965) analisou os fatores que afetam a demanda por dinheiro como determinantes da velocidade. Deu um tratamento diferenciado do posteriormente difundido por Fisher, em 1911, cuja velocidade era dependente das "condições técnicas" e dos hábitos comportamentais, não se relacionando funcionalmente com a oferta monetária. Era, portanto, vista como alguma constante exógena, somente com possibilidade de mudança secular. Thornton afirmou que a velocidade podia variar, não sendo fixa nem no curto prazo.

A "rapidez de circulação" de cada um dos diferentes componentes do meio circulante depende essencialmente de sua natureza e do estado de confiança, que varia segundo as épocas. A questão relaciona-se, basicamente, a um problema de custo de oportunidade, ao se olhar através de certo estado de confiança e de previsões. Essas características, aplicadas aos diferentes meios circulantes, fornecem observações diferentes. Por exemplo, grau de confiança no emissor do título, perda de juros no caso de encaixe (ou de aplicação precoce), situação "alarmante", risco inerente, etc. Fica claro que, para Thornton, a quantidade de meio circulante não é uma proporção

fixa ou estável do conjunto de pagamentos efetuados durante um período dado. Essa questão se coloca a propósito da proporcionalidade dos preços, postulada pela teoria quantitativa.

Um bom estado de confiança incitaria os homens pelo menos a se prevenirem contra o imprevisto. Quando, pelo contrário, advém um período de desconfiança, a prudência sugeriria que a perda dos juros resultante da detenção de títulos durante alguns dias pode ser negligenciada.

A expressão "rapidez de circulação" considera claramente essas oscilações entre os encaixes de transação (circulação ativa da moeda) e de precaução/especulação (retenção da moeda). O encaixe transacional é *a priori* função dos pagamentos correntes. Os outros encaixes dependem da taxa de juros e do estado de confiança. Quando a atividade econômica prospera, a preferência pela liquidez diminui, mas num período de "alarme" ela aumenta fortemente e se torna insensível ao custo de oportunidade, portanto, à taxa de juros. A idéia de que os saldos precaucionários são afetados, no curto prazo, pelo grau de desconfiança na atividade dos negócios é encontrada ainda em Tooke e Mill.

Também a observação de que a demanda por saldos não acompanha proporcionalmente as variações no nível de preços data do início do século XIX. Foi matéria tratada, entre outros, por Thornton e Mill. Havia duas linhas explicativas. A primeira podia ser o desejo de dividir riscos de ficar com um meio circulante depreciando-se (evitar perdas). Na segunda havia o desejo de trocar moeda por mercadorias com o objetivo de beneficiar-se de um crescimento de preços mais tarde (buscar lucros).

Thornton, portanto, duvidava muito seriamente do **sentido da causalidade** na explicação do valor do dinheiro. Para ele, não era claro se a emissão crescente de papel-moeda seria a **causa** da alta dos preços, ou se esta não deveria ser considerada como a **causa** e o crescimento do papel-moeda como o **efeito**.

### 3 - Postulado da sancionalidade

Os defensores da doutrina do *real bills*, no século XIX, apontaram que o canal de influência vai em direção oposta à causalidade da TQM. Por sua argumentação, renda e preços determinam a demanda por moeda, a qual, em compensação, determina a oferta de moeda. Desde que a oferta monetária é o **resultado** e não a **causa** das variações no gasto, na renda e nos preços, segue-se que as variações monetárias não podem ser a fonte de inflação, deflação ou outro distúrbio econômico. Por isso, a interpretação dos teóricos da TQM a respeito de inflação, desequilíbrio do balanço de pagamentos e ciclo de negócios estaria errada. As fontes das rupturas econômicas estariam em causas **reais** (não monetárias).

A doutrina do *real bills* afirmava que os passivos em depósitos e notas nunca seriam excessivos se bancos restringissem seus ativos remunerados aos **títulos reais** — títulos de dívida direta sacados de um credor para um devedor, com valor em processo de criação, tendo garantias reais da produção, do consumo ou do patrimônio. O argumento

central foi de que o desconto de títulos genuínos comportava em si sua própria limitação. Além disso, fazia com que o meio circulante se expandisse e se contraísse **elasticamente**, na medida em que a produção e o comércio se expandissem ou se contraíssem. Se um banco se limitasse a esse tipo de negócios, não poderia, realmente, elevar seus empréstimos por conta própria, porque as mercadorias precisariam primeiramente ser **produzidas e vendidas**. Também os empréstimos por descontos de títulos comerciais não elevariam os **preços já estabelecidos**.

Essa doutrina, que se encontra em Smith (1983), foi tomada pelos "antibullionistas" e aplicada a uma doutrina do papel-moeda inconvertível. Mas os "bullionistas" moderados, especialmente Thornton, também enfatizaram a elasticidade da oferta do *paper credit* (moeda creditícia) (ANDRADE, LOPES, 1989). Tooke providenciou a ligação entre os "bullionistas" moderados e a Banking School nos anos 40 do século passado.

Tooke (1826; 1959) foi o fundador da "contrateoria quantitativa da moeda" — a visão de que o controle monetário é instrumento pouco poderoso para estabilizar preços, porque a oferta da moeda depende do fluxo de gasto monetário e, então, é o **resultado** e não a **causa** das variações dos preços. Essencialmente, essa teoria é a seguinte: uma vez que, de um lado, as mercadorias podem ser compradas sem o uso da própria "moeda" definida estritamente, através do crédito, e uma vez que, de outro lado, a "moeda" não precisa tornar-se toda ativa (caso entesourada realmente é inexistente no que concerne à ação sobre os preços), o estoque monetário nominal sobre o qual a TQM raciocinou não é pertinente.

Tooke, embora sob um regime de conversibilidade, e fazendo uma estreita distinção entre notas convertíveis e inconvertíveis, voltou a argumentar que a oferta de moeda — em termos modernos — era determinada pela demanda. A **causalidade** corria do nível de preços para a oferta monetária. As flutuações de preços eram devidas a **causas reais**, em vez de serem provocadas por variações na quantidade de moeda. Isso não significava que a prudência bancária não fosse requerida; certamente era. Mas qualquer excesso de notas seria retornado ao sistema bancário via o **princípio do refluxo**, seja depositando novamente, seja liquidando passivos, ou, se o papel-moeda estivesse depreciando, demandando títulos. A circulação era dependente da renda nominal, na visão de Tooke.

Mill também sugere a necessidade de uma teoria "não monetária" dos preços, explicando o movimento destes por **causas não monetárias**. A moeda entraria na explicação não como "causadora", mas simplesmente como "sancionadora". O valor do dinheiro seria uma variável dependente.

"O valor de uma coisa é aquilo pelo qual ela pode ser trocada: por conseguinte, o valor do dinheiro é aquilo pelo qual o dinheiro pode ser trocado, o poder de compra do dinheiro. Se os preços forem baixos, o dinheiro comprará um montante elevado de outras coisas, tendo grande valor; se os preços forem altos, comprará um montante pequeno de outras coisas, tendo pouco valor. O valor do dinheiro comporta-se em razão inversa aos preços gerais: cai quando eles sobem, e sobe quando eles baixam" (MILL, 1983, p.51).

Também para Marx, o problema dos preços não é um problema monetário. Pelo contrário, a circulação monetária depende dos preços. Mollo o interpreta mostrando que, em sua teoria monetária, a moeda se apresenta como **validadora** (ou **sancionadora**) social das decisões privadas (MOLLO, 1990). Constitui-se na prova de demanda social pelos valores de uso particulares, produzidos, em consequência, com emprego de trabalho aceito socialmente. A moeda, portanto, estabelece uma regra de coerência social, sinalizando a distribuição de trabalho que atende à necessidade do mercado.

Porém Wicksell (1986, p.248) considera ingênua a idéia de que dinheiro possui valor próprio. De acordo com a teoria da escola clássica, supõe-se que esse fundamento seria o custo de produção do dinheiro, isto é, dos metais preciosos em relação aos demais. Esta é chamada de **teoria do custo de produção da moeda**, ou, mais exatamente, a do custo comparativo do valor do dinheiro. Para Wicksell, o próprio Marx se veria obrigado a admitir que se desperdiça trabalho quando se ultrapassa o volume de tempo de trabalho socialmente necessário. Basta aprofundar um pouco mais esse argumento para observar que o trabalho, ou melhor, que as forças produtivas combinadas receberão exatamente o **valor de mercado** daquilo que produziram. Essa idéia está de acordo com o postulado da sancionalidade. Em resumo, os preços e os custos de produção (do ouro) exercem influência mútua e adquirem seus respectivos valores de troca precisamente mediante esse processo de troca. Naturalmente, a teoria do custo de produção da moeda mostra-se ainda mais inadequada quando trata de explicar de maneira puramente convencional o valor de troca do dinheiro **inconvertível**, caindo na mais fantástica das explicações.

Wicksell critica também as teorias modernas, que colocam ênfase num suposto controle de preços por parte dos trustes e dos cartéis, da avidez dos comerciantes, das reivindicações de aumentos salariais dos sindicatos, dos direitos tarifários, etc. A teoria do custo de produção da moeda encontra, quando menos, embora unilateralmente, a causa da variação do valor monetário em algo que afeta diretamente o dinheiro. Mas na exposição moderna dos preços das mercadorias em geral, considera-se, frequentemente, o dinheiro como uma massa amorfa, infinitamente elástica ou plástica, que se adapta por si mesma, sem pressionar o nível dos preços, sendo completamente passiva no que diz respeito ao mecanismo de preços, enquanto estes se regulam unicamente por circunstâncias que afetam as próprias mercadorias. A tal ponto as pessoas estão habituadas a que o sistema de crédito e o sistema bancário modernos satisfaçam qualquer demanda de meios de troca por parte da sociedade que não concebem que o dinheiro influa sobre os preços, senão em uma pelo menos em outra direção. Aliás, como propõe também o postulado da sancionalidade.

O raciocínio das "teorias modernas" contém uma generalização inadmissível para Wicksell. Argumentos que só são válidos quando se trata de preços relativos aplicam-se sem reserva alguma aos preços absolutos dos artigos expressos em dinheiro. Segundo o postulado da teoria alternativa de moeda, é necessário o **sancionamento monetário** para que os preços se efetivem.

Há a crítica de que Tooke tendeu a explicar **preços por preços**. Portanto, Wicksell trata de assinalar

"(...) a loucura que é supor que, no que diz respeito aos preços dos bens concretos, existe uma relação essencial entre as coisas, bens e dinheiro, e que só se pode explicar satisfatoriamente o processo do ponto de vista das variações experimentadas por uma delas, nesse caso os bens, sem nos referirmos ao dinheiro" (WICKSELL, 1986, p.255-256).

De acordo com Wicksell, toda alta ou baixa no preço de determinada mercadoria pressupõe uma perturbação do equilíbrio entre a oferta e a procura de tal produto, seja uma perturbação efetiva, seja mera expectativa. O que é válido para cada produto tomado separadamente tem de valer da mesma forma para os produtos tomados em conjunto. Só poderemos conceber uma alta geral dos preços supondo que toda procura, por uma ou outra razão, está a caminho de ser maior do que a oferta. "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 [contra dinheiro] em dadas condições" (WICKSELL, 1986, p.256).

No entanto a interpretação da Escola de Estocolmo — trabalhos de Myrdal, Lindahl, Ohlin, etc., entre 1927 e 1937 — sobre Wicksell, apesar de ele conceber sua própria teoria como um elo entre a **teoria quantitativa** e a **teoria real**, foi de que ele forneceu as bases para uma abordagem fundamentalmente distinta. Em vez de continuar as investigações de Wicksell, seguindo a linha orgânica de sua metodologia, seus discípulos da Escola de Estocolmo submeteram a obra do mestre ao que Myrdal (1965) denominou **crítica imanente**, concebendo um método de desequilíbrio dinâmico na teoria dos movimentos dos preços. Por esse raciocínio, a moeda **sanciona *ex post*** — não causa — **decisões *ex ante*** de gasto, de aplicação, de formação de estoques e de fixação de preços. As decisões **planejadas** demandam liquidez *a posteriori* para serem **efetivadas**.

Em sua tentativa de reabilitar a Teoria Quantitativa da Moeda, Wicksell teve que desfazer a relação **direta** entre a quantidade em circulação da moeda e os preços e criar a abordagem através da oferta e da demanda agregadas, desequilibradas via desajuste de juros. Esse **mecanismo de transmissão indireto** foi o ponto de partida para explicar os movimentos do nível geral dos preços. Mas Wicksell jamais deixou claro o que entendia por demanda e oferta de todos os bens. Coube a Lindahl (1946) desenvolver e sistematizar sua teoria da renda, definindo os agregados necessários à investigação do **Processo Cumulativo**.

Essa foi uma primeira aplicação do método da crítica imanente. Lindahl considerou que a Teoria Quantitativa da Moeda não possuiria o atributo da generalidade, devido à sua inaplicabilidade ao **sistema de crédito puro**, com oferta de **moeda creditícia endógena**. Portanto, a **reabilitação que Wicksell fez da teoria quantitativa foi, na realidade, sua destruição**.

Pela interpretação alternativa, a relação entre o volume de meios de pagamentos e os preços produz-se através do mercado de crédito, pelo aumento ou pela diminuição da taxa de juros, que, ao afetar o investimento, modifica o nível de renda e a demanda, repercutindo nos preços. A relação entre a quantidade de moeda e os preços ficou, na argumentação, reduzida a uma reação de tipo secundário (**indireta**), que pode ser compensada por distintas causas. Além disso, é influenciada pelas variações na oferta de mercadorias, como resultado do aumento ou da diminuição do nível de produção.

## 4 - Postulado da realidade

A TQM seria inválida também porque assume uma tendência automática ao pleno emprego. Se existem recursos desempregados e excesso de capacidade, uma expansão monetária, se afeta a taxa de juros, pode produzir um crescimento no produto mais do que um crescimento nos preços. Portanto, moeda pode ser mais que somente um véu, constituindo um **fenômeno real**.

Variações monetárias podem ter um **efeito permanente**, através das taxas de juros, sobre produto e outras variáveis reais, contrariamente ao postulado de neutralidade da TQM. A preferência por liquidez leva ao diferimento dos gastos e ao não-sancionamento dos preços desejados. A moeda é não neutra, pois afeta as decisões e as motivações.

O **mecanismo de transmissão indireto** refere-se ao processo pelo qual uma variação monetária influencia gastos e preços indiretamente via seu efeito antecedente sobre a taxa de juros. Por um lado, o **mecanismo indireto** conta com a criação de um diferencial entre a **taxa esperada de lucro** sobre o investimento de capital e a **taxa de juros de mercado** e com um investimento em resposta a esse hiato. Por outro, os juros representam, para o formador de preços, custo financeiro e/ou custo de oportunidade na aplicação de capital.

O ponto de partida do investigador econômico deve residir nos planos dos agentes econômicos. Quando numa economia de mercado descentralizada existem muitos sujeitos econômicos, há muitos planos distintos em ação. A interdependência estratégica desses planos resulta num futuro incerto. Em certos períodos, as expectativas dos vendedores ou dos compradores não se cumprem ao longo do processo. O desvio entre as expectativas e o curso real dos acontecimentos dá motivo a que se modifiquem os planos dos agentes.

Lindhal argumenta que a Teoria Quantitativa da Moeda não conduz a uma explicação das variações no valor da moeda que seja satisfatória e válida em sentido geral. O ponto de partida para abordar o problema das variações no valor da moeda contemporânea pode ser encontrado na Teoria Geral dos Preços.

Sob um ponto de vista dinâmico e realista, deve-se distinguir entre duas classes de ação, que são o fundamento do **processo dos preços**: por um lado, ações mediante as quais os bens são **oferecidos** a **dados** preços pelos vendedores aos compradores; e, por outro, ações pelas quais essas ofertas são **aceitas** pela outra parte, com freqüência numa extensão maior ou menor que a esperada pelos ofertantes. Ambas as classes de ações têm lugar em momentos do tempo definidos, em que as ofertas são válidas até novo aviso. Assim, o processo de fixação dos preços não é contínuo, é discricional.

O anúncio de novos preços, por exemplo, por certos vendedores, induzirá os interessados nesses preços a modificarem seus próprios planos de ação e, eventualmente, seus preços. A **aceitação** (pelos compradores) dos preços **desejados** (pelos vendedores) pode ser referida ao tempo que segue imediatamente ao anúncio do preço ou a um período posterior. Se essas transações não estão com a **freqüência** de acordo com as previsões (dos vendedores), conduzirão, em muitos casos a uma nova modificação dos planos baseados nas previsões anteriores.



Os fatores mais importantes que influenciam nas decisões dos vendedores para variar seus preços de um período ao seguinte são os desvios entre as **transações previstas** e aquelas **efetivadas** na realidade. Portanto, para Lindhal, as forças que geram os movimentos dos preços são principalmente o excesso ou a carência da demanda prevista pelos vendedores ao fixarem seus preços anteriores.

Na realidade, a quantidade de bens vendidos ajusta-se, ao menos parcialmente, aos preços por meio de variações no volume de estoques, característica do método do *fix price*.

Quando se abandona a equação de demanda e oferta, a determinação dos preços ocorre fora do modelo, de maneira **exógena**. Supõe-se que devem cobrir os custos, com uma margem de lucro estável. O modelo converte-se num **modelo de preços fixos**, como o de Hicks (1985). A fixação dos preços não implica que eles nunca possam variar, só que não variam necessariamente ao haver desequilíbrio entre demanda e oferta de bens e serviços.

Na prática, o fato de que haja estoques tem muito a ver com a possibilidade de manter fixos os preços. Quando a demanda excede a produção, se há estoques que podem compensar essa deficiência, obviamente o preço não tem por que aumentar. Se não há estoques, Hicks acha difícil a suposição dos preços rígidos. Na realidade, não existe um mercado onde os vendedores deixam insatisfeita a demanda sem subir os preços. A suposição dos preços fixos é mais difícil no caso dos bens **perecíveis** (não armazenáveis) que no dos **estocáveis**.

No caso dos **perecíveis**, um excesso da produção sobre a demanda sob forma monetária não pode se acumular em estoques; simplesmente se desperdiça. Assim, como esse é um sinal para reduzir a produção, um excesso de demanda monetária sobre a produção provocará o mesmo tipo de sinal para aumentá-la. Esses sinais de validação *ex post*, pelo pagamento em dinheiro, de decisões *ex ante* ocorrem, inclusive, num mercado de preços fixos. A economia não se priva de um meio de ajuste, pelo menos no que se refere ao nível "micro".

O **princípio de ajuste de estoques** de bens, elaborado por Hicks (1987, p.21), com seu **nível desejado**, é uma simplificação. Na realidade, há uma faixa dentro da qual o nível de estoque é "confortável", de modo que não parece haver necessidade de medidas especiais para corrigi-lo. Só haverá uma reação se o **nível efetivo** sair fora dessa faixa. O estado de estoques, portanto, deve ser levado em consideração. A demanda por reposição dos estoques é regida, em primeiro lugar, pela taxa de **vendas esperadas**, e, em segundo, pela diferença entre o **estoque efetivo** e o **desejado**.

Quando há estoques, não basta que os produtores interpretem os sinais monetários corretamente. Não se pode esperar um ajuste exato; seguramente se cometerão erros. Porém, ao contrário do caso dos bens perecíveis, no caso dos armazenáveis os erros comprometerão o futuro. Até um simples atraso no ajuste deixará sua marca sobre o nível dos estoques, permanecendo no futuro uma faixa invendável àqueles **preços não sancionados por moeda**.

No caso de uma demanda insatisfeita que não pode ser substituída, a única alternativa para o dinheiro não gasto é entesourá-lo para o futuro. O resultado é o mesmo que o derivado de um aumento da preferência pela liquidez: o vendedor fica com estoques que não desejava conservar; o consumidor fica com dinheiro aplicado.

A moeda não é **neutra**; sua retenção provoca efeitos danosos do ponto de vista da realização da produção. Produziram-se bens que não se puderam vender; os fundos investidos nesses bens correm o risco de se perder. Isso significa que o produtor fica com um passivo (ou obrigação) contra o qual não obteve um correspondente retorno monetário no ativo. Essa dívida passiva não liquidada dos produtores não foi assumida voluntariamente, mas a partir de um **rendimento esperado não confirmado**.

Qualquer agente econômico nesse estado de "desequilíbrio" de balanço — equilíbrio pensado não como uma trajetória real, mas, sim, como padrão de referência idealizado — tomará medidas para corrigi-lo. Daí a necessidade de uma **análise sequencial dinâmica** dos efeitos de uma não-validação monetária. No caso, delinearemos o **mecanismo de transmissão indireto**, via taxa de juros, dos fatores monetários aos reais. A idéia é que os bancos afetam as decisões variando a **liquidez geral** através do movimento da taxa de juros. A capacidade de tomar empréstimos de uma empresa depende de suportar a variação da carga de juros do crédito face à sua expectativa de rendimento futuro e de oferecer garantia patrimonial para apaziguar o risco do credor.

Crédito bancário adicional é demandado para financiar acréscimos no valor dos estoques e no capital de giro, durante o intervalo entre produção e vendas, ou melhor, entre as **datas dos pagamentos** dos insumos e as **datas de recebimento** das receitas das vendas. Elevações na taxa de salários nominais e nos custos das matérias-primas serão seguidas por um aumento na quantidade de moeda demandada. Se **sancionada** por crédito, haverá um correspondente acréscimo nas contas correntes bancárias e, portanto, no estoque nominal de moeda. Também elevações no volume do produto, mesmo com custos permanecendo estáveis, similarmente requererão um acréscimo nos empréstimos bancários para financiar o maior valor dos bens em processo (ou em estoques), até que maiores receitas de vendas cubram o financiamento adicional das necessidades de capital de giro.

Bancos fixam a taxa de juros de empréstimos, tendo em conta a taxa básica de juros determinada pelo Banco Central, e, então, esperam atender à demanda de crédito que resulta. Empréstimos bancários às empresas não financeiras aumentam equi-proporcionalmente com seus requerimentos de capital de giro, no caso de inelasticidade da demanda dos empréstimos aos juros de curto prazo.

Portanto, a capacidade das autoridades monetárias de restringirem o crescimento de empréstimos às empresas não financeiras indiretamente, variando as taxas de juros de curto prazo, é limitada. No **período de mercado**, principalmente numa situação de excesso de estoques, a demanda de crédito aparece amplamente como insensível às variações dos custos de juros. No **período de produção**, tal processo cumulativamente reverte expectativas, leva à suspensão de decisões de produção, férias coletivas, dispensa de empregados. No longo prazo, **período de investimento**, o aumento da capacidade ociosa provoca adiamento de decisões de investimento, recessão e desemprego.

Desde que o Banco Central, consistente com seu papel supremo de dar suporte ao sistema financeiro, intervém e opera para permitir o estoque nominal de moeda e acomodar os acréscimos na demanda de crédito bancário, **agregados monetários podem propriamente ser considerados como se movendo endogenamente**. Em geral, o Banco Central somente fixa **exogenamente** a taxa de juros de curto prazo —

tendo em conta o nível geral dos preços, o nível de emprego, o grau de fragilidade financeira, a relação câmbio/juros, etc. — pela qual estará disposto a oferecer assistência de liquidez. Mas o estoque nominal de moeda em si próprio não é uma variável controlada.

Podem ser argumentado que **teoricamente** seria possível para o Banco Central recusar-se a acomodar as pressões expansionistas altistas sobre o estoque nominal de moeda (via crédito bancário), causadas por crescimento dos preços e dos salários. Essa recusa em "sancionar a inflação", como veremos, tem limites políticos, colocados pela maior volatilidade nas taxas de juros e pela conseqüente instabilidade econômica.

## 5 - Postulado da endogeneidade

Os propositores, no século XIX, da chamada doutrina da necessidade do comércio argumentaram que, contrariamente à TQM, a oferta de moeda é uma variável **endógena**, que responde passivamente às mudanças na demanda por ela. Conforme a doutrina do *real bills*, a moeda somente entrando efetivamente em circulação (fora das reservas ou entesouramento), em função das reais necessidades transacionais, representadas por títulos de dívida real (contrapartida de atos de compra e venda não fictícios), não há como ser excessiva. De acordo com a lei do refluxo, também originária da Banking School, a moeda, quando não desejada, retornaria para o emissor bancário, seja pelo pagamento de empréstimos do devedor, seja pela aplicação financeira do investidor. Em suma, não haveria mecanismo de transmissão **direto e/ou efeito saldo real** correndo da moeda para preços.

Uma implicação dessas doutrinas, aplicadas ao padrão monetário contemporâneo, é que variações monetárias não podem influenciar preços. Sendo determinado pela demanda, o estoque de moeda não pode nem exceder, nem cair abaixo da quantidade de moeda demandada. Com a quantidade de moeda ofertada **interdependente** da quantidade demandada, nunca uma situação de oferta excessiva ou redundante de moeda creditícia — criada endogenamente, através de contrapartidas entre débitos e créditos — pode se desenvolver, para estimular gastos ou forçar preços para cima.

A moeda creditícia, por causa de sua geral aceitação como um meio de pagamento, é diferente de todos os outros bens. Moore (1991, p.125-133) faz uma analogia entre oferta endógena de moeda bancária e produção sob encomenda. Para todos os bens produzidos **para o mercado**, uma função de oferta existe independentemente da demanda. Mas para todos os bens produzidos **por contrato**, a oferta depende de "ordens de serviços" contratuais. Nesse caso, a quantidade ofertada é sempre necessariamente determinada pela demanda. Moeda creditícia é ofertada em resposta a contratos de crédito administrados por vendedores (bancos). Não se pode ter uma oferta dela independentemente de sua demanda. Todos os produtores que são **fixadores de preços** (*price setters*) e **tomadores de quantidade** (*quantity takers*) podem ser vistos como tendo uma função de oferta horizontal no curto prazo, até que, enfim, mudem seus preços. Aí então ter-se-ia uma **nova curva** de oferta interdependente com a nova demanda. Juros mais altos não são representados como novos "pontos de equilíbrio" na mesma curva.

A moeda creditícia possui uma característica diferente da de outras mercadorias. Enquanto outros bens e serviços são todos perecíveis no tempo, pelo menos em algum grau, a moeda é o único ativo que, embora perecível quando não é demandado, é **infinitamente durável** enquanto for demandado. Quando a moeda creditícia não é demandada, os contratos de empréstimos são pagos, e a oferta cai, pela **lei do refluxo**. Mas, enquanto for demandada para transações ou atender a necessidades de liquidez por motivo precaucional ou especulativo, a moeda é infinitamente durável.

É importante reafirmar que, de acordo com a visão de Moore (1988), o significado da endogeneidade da moeda não é no sentido de que bancos centrais são impotentes, ou passivos, ou devem necessariamente acomodar a criação de moeda pelos bancos comerciais, mas mais exatamente de que seu instrumento de controle monetário é o **preço** e não a **quantidade** de moeda. Em outras palavras, as autoridades monetárias influenciam as decisões dos agentes econômicos via política de taxas de juros, um mecanismo de transmissão **indireto** dos fatores monetários aos reais.

O debate sobre a **endogeneidade da moeda**<sup>2</sup> é também uma polêmica **instrumental**, que é relevante e não deve ser menosprezada. Ao contrário dos monetaristas, argumenta-se que não há a alternativa de restringir **diretamente** a oferta de moeda a uma dada taxa de juros. A real opção (*ex ante*) de política monetária é oferecer reservas a uma taxa de juros discricionariamente elevada, que racione **indiretamente** a disponibilidade de reservas. Aí a fixação da taxa de juros é **causa**; o controle de reservas é **conseqüência**.

É necessário ver as variáveis econômicas no tempo, e não num modelo estático-comparativo. De maneira estilizada, seqüencial, a oferta de moeda creditícia é efetivamente aumentada quando há demanda de crédito àquela dada taxa de juros. A criação de moeda — depósitos — pelo empréstimo precede temporalmente a captação de reservas. O banco cobra uma **taxa de empréstimo** com um *spread* desejado acima da **taxa de captação** do mercado, o que lhe dá expectativa de conseguir pagar o suficiente para conseguir o "dinheiro comprado", para constituir reserva do empréstimo. A relação entre as **taxas de desconto** e de mercado é fundamental para a decisão do banco, se ele recorrer ao mercado a varejo, ao atacado (mercado interbancário) ou ao Banco Central. Se este eleva **exogenamente** a taxa de desconto acima da taxa de empréstimo, esta tende posteriormente a reagir. Essa posterior alta pode desestimular a demanda de crédito, na medida em que a relação custo de serviço da dívida/rendimento esperado induzir uma expectativa de aumento da fragilidade financeira do agente demandante. O risco do credor e o do tomador (prudência no endividamento face ao ganho esperado) serão reavaliados. A resultante poderá ser não o refinanciamento, mas a liquidação do empréstimo e a anulação da moeda creditícia.

Nessa seqüência dinâmica, explicamos as decisões cruciais dos agentes econômicos em termos de relações entre preços básicos (juros, preços finais, câmbio, tarifas, etc.) e não entre quantidades, como num modelo neowalrasiano. Desaparece a política dita "moneta-

<sup>2</sup> Resenhamos esse debate em Costa (1992, 1993, 1993a, 1993b).

rista" (com meta de controle de algum agregado monetário) para reaparecer uma política monetária realista, com seus limites definidos. Kaldor, por exemplo, afirma literalmente que "(...) o BACEN tem o poder de influenciar as taxas de juros que lhe permite moldar a demanda por moeda na direção desejada" (KALDOR, 1982).

A endogeneidade da moeda compreende também a administração de passivos pelos bancos, como uma forma de captação via criação de "quase-moeda", quando as reservas não estão disponíveis no redesconto a custo compensador. A vantagem para o banco é captar no mercado, com uma relação custo/benefício favorável, via um passivo não submetido à exigência de depósito compulsório no BACEN, o que significa custo não remunerado. Para o público não bancário, a vantagem é dispor de um ativo facilmente transformável de **recedor de juros em transferível por cheque**. Essa conciliação de interesses entre banco e cliente justifica a **inovação financeira** fora da regulação do BACEN.

Na prática diária, a determinação do nível da taxa de juros de mercado é tarefa relativamente simples: o nível é fixado pela intervenção do BACEN no mercado monetário, regulando o desejo do mercado por dinheiro indiretamente. Na medida em que as autoridades monetárias realmente fixam taxa de juros no curto prazo, então o estoque de moeda se torna uma **variável endógena**, embora várias análises acadêmicas da determinação da taxa de juros assumam que as autoridades monetárias fixam **exogenamente** o nível do estoque monetário. Dada a extremamente inelástica demanda por reservas, qualquer tentativa de as autoridades monetárias determinarem o nível de curto prazo da quantidade de reservas, em vez do nível da taxa de juros, provocará drásticas variações de curto prazo nas flutuações das taxas de juros. Exemplos práticos mostram que é inconsistente uma política que busca a estabilidade monetária apertando quantitativamente o controle monetário. Ocorreria a indesejada volatilidade nas taxas de juros de curto prazo.

## 6 - Postulado de uma teoria de fixação dos preços

Um grande número de críticos, tanto modernos quanto antigos, têm sustentado que, contrariamente à TQM, uma injeção monetária não pode sempre ser considerada como indo estimular gastos e elevar preços.

Uma expansão monetária pode ser não efetiva por três razões decisivas. Primeira, a nova moeda pode ser simplesmente absorvida em reservas ociosas. Segunda, o gasto pode ser insensível a juros, isto é, não responder a variações nas taxas de juros induzidas por expansão monetária. Terceira, como previamente mencionado, o estoque monetário pode ser determinado pela demanda, em cuja situação não pode haver excesso de oferta de moeda que transborde sobre o mercado de mercadorias sob forma de um excesso de demanda de bens.

Portanto, se a TQM não é válida, há necessidade de apresentar uma teoria de preços alternativa. A causa do aumento dos preços não é colocada na pressão de demanda no mercado, mas, sim, no âmbito da decisão do formador de preços de oferta. Sua

referência está nos **custos**, na **inércia** ou nas **expectativas**. Relaciona-se com seu poder na estrutura de mercado, com sua liquidez e com a elasticidade da demanda de seu produto.

A fundamentação microeconômica pós-keynesiana caracteriza-se pela aplicação generalizada dos **princípios da incerteza e da teoria do oligopólio** à análise da formação dos preços (OCAMPO, 1988, p.18). Os ajustes macroeconômicos típicos de uma economia capitalista não atingem as empresas primordialmente por meio dos preços de seus produtos, mas, sim, mediante variações nas **quantidades** demandadas. Em condições de concorrência oligopólica, a incerteza da empresa acerca de seu nível de vendas afeta fundamentalmente o processo de investimento e de formação de preços.

As empresas não financeiras oligopolistas estabelecem um preço ou uma margem de lucro sobre os custos unitários de produção, que se mantém apesar de alterações na demanda. Como vimos, a empresa absorve essas variações por meio de ajuste de estoques ou de utilização da capacidade produtiva. Assim, deve manter estoques ou capacidade ociosa para responder a elevações na demanda de seus produtos. Quando é muito custoso mantê-los, o ajuste pode dar-se, até certo limite, por meio de alterações na data de entrega dos pedidos.

Todas essas situações se caracterizam por uma certa **rigidez dos preços** ou das margens de lucro (*markup*) diante de alterações na demanda. Por isso, Hicks denominou de **mercados de preço fixo**. Esses mercados não se ajustam fundamentalmente via **preços**, mas via **quantidades**, embora tanto os preços quanto as margens de lucro possam se reajustar em condições de liquidez particulares. Contrapõem-se aos **mercados de preços flexíveis**. Em ambos os casos, as alterações nos preços estão sujeitas a ajustes nos estoques, que dependem de fatores diferentes do simples equilíbrio de curto prazo entre a oferta e a demanda.

A característica fundamental desses mercados oligopólicos é a fixação dos preços com base numa margem de lucro sobre os custos unitários de produção (mão-de-obra e matérias-primas). Essas margens estão sujeitas a variações cíclicas. A análise teórica conduziu à identificação de dois de seus determinantes fundamentais: as condições de concorrência e a demanda de fundos de investimento. Além desses, podem apresentar-se condições particulares, associadas à luta sindical, à regulação governamental, etc.

De acordo com Sylos-Labini (1984), a margem de lucro está determinada basicamente pelo desejo das empresas de impedir a entrada de novos competidores no mercado. Ele não leva em conta a demanda de fundos de investimento da empresa não financeira e sua relação com a margem de lucro. Steindl (1983) mostra a interação desses dois fatores num contexto dinâmico e a relação que se estabelece entre eles como reflexo do caráter dos lucros como fundos de acumulação. As análises dos determinantes da margem de lucro, particularmente de Okun, Eichner, Harcourt, Kenyon e Wood<sup>3</sup>,

---

<sup>3</sup> Okun (1975), Wood (1975), Eichner (1973), Harcourt, Kenyon (1976). Todos com estratos publicados em Ocampo (1988).

mostram como se determinam os preços num contexto dinâmico para proporcionar, no longo prazo, fundos internos de acumulação adequados. Deve-se destacar, para os nossos propósitos, que, num mercado financeiro, não são comparáveis os fundos **internos e externos** disponíveis para uma empresa não financeira, pois são substitutos imperfeitos. Tanto do ponto de vista do credor como do devedor, existe um risco crescente, à medida que se incrementa o grau de endividamento. O **autofinanciamento** desempenha o papel fundamental em todo processo de investimento.

Portanto, empresas líderes na formação de preços, graças aos seus poderes de mercado, respondem às variações ocorridas nas condições da demanda agregada de uma maneira muito distinta da esperada pela teoria tradicional. O que se requer, obviamente, é **uma teoria alternativa à Teoria Quantitativa da Moeda** que explique por que os preços das empresas oligopólicas aumentam com frequência ao longo do tempo de maneira quase insensível às condições da demanda agregada.

Teóricos da **inflação inercial** distinguem diferentes fatores que atuam sobre o crescimento persistente dos preços (PEREIRA, NAKANO, 1984, p.5-21). **Fatores aceleradores** da inflação (aumento da margem de lucros ou de salários acima da produtividade) estão ligados a **variações de preços relativos** que iniciam o processo. **Fatores mantenedores** do patamar de inflação — a capacidade de os agentes econômicos repassarem seus aumentos de custos para os preços ou a tentativa generalizada e incompatível de **recompor o pico anterior de renda real** no momento de cada reajuste periódico de preço — alimentam-se através do conflito distributivo. **Fatores sancionadores** da elevação dos preços referem-se particularmente ao **aumento da quantidade nominal da moeda**. A expansão monetária simplesmente acompanha a inflação, transformando-se em uma **variável endógena** do sistema, e não em uma **variável exógena**, como pretende um tipo de pensamento linear como o monetarista.

Na medida em que é um **fator sancionador** da inflação, o aumento da quantidade de moeda assume, para os teóricos inercialistas (numa postura crítica à Teoria Quantitativa da Moeda), o caráter mais de **conseqüência** do que de **causa** da inflação. O aumento da moeda só seria um **fator causador** da inflação, e, portanto, um **fator acelerador** do crescimento dos preços, se esse aumento se convertesse em demanda efetiva que fosse superior à oferta agregada em pleno nível de ocupação da capacidade produtiva. De acordo com o modelo keynesiano (e wickselliano), essa conversão ocorreria através da baixa da taxa de juros, que estimularia os investimentos.

Por fim, é importante acentuar que a taxa de juros básica, fixada **exogenamente** pelo Banco Central (por decisão de política econômica), é forte referência para a formação dos preços. Não só porque atinge o **custo financeiro** das empresas endividadas, mas também porque é parâmetro para o **juro mercantil** cobrado numa venda a prazo. Nessa **formação do preço a prazo**, o empresário leva em conta a alternativa de vender à vista e aplicar os recursos derivados da realização dessa venda no mercado financeiro. Não seria racional, na busca de maximização de lucro, cobrar menos de juro mercantil e obter uma receita operacional menor do que poderia receber de receita financeira. Evidentemente, a possibilidade de alcançar esse **markup desejado** depende de poder de mercado, nível dos estoques, posição de liquidez da empresa, para mantê-lo até que se efetive.

Esse debate sobre os fatores que impulsionam os processos inflacionários teve uma contribuição recente (DORNBUSCH, STURZENEGGER, WOLF, 1990, p.1-64). Testes empíricos trazem resultados a favor do mecanismo de transmissão pelo seguinte percurso: desvalorização da taxa de câmbio—aumento de preços domésticos de bens comercializáveis—aumento do nível geral dos preços—aumento do déficit orçamentário—emissão de moeda—sustentação de um nível alto de inflação. Portanto, nem moeda nem orçamento são **exógenos** num processo inflacionário. A influência da inflação sobre o déficit orçamentário é um elemento crítico no processo. Este é significativamente afetado pela adaptação das instituições financeiras, criando **substitutos da moeda**. O processo inflacionário é dirigido, em parte, pelas regras de **fixação de preços** dos agentes econômicos nos mercados de bens e fatores, independentemente da demanda agregada. Finalmente, a taxa de câmbio **real** não é constante, e choques cambiais podem precipitar hiperinflação.

No entanto, embora esses resultados atestem a evidência real dos Postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda, sabemos que "(...) nenhuma controvérsia importante na teoria econômica foi resolvida através do teste ou da mensuração empírica" (ARIDA, 1991, p.28). As controvérsias resolvem-se não porque uma das teorias é falsificada, mas porque a outra comanda maior poder de convencimento. Controvérsias resolvem-se retoricamente. Esperamos que a Teoria Alternativa da Moeda seja capaz de formar consenso em torno de si.

## Bibliografia

- ANDRADE, Joaquim P., LOPES, Carlos M. (1989). Moeda e crédito: a versão "clássica" de Thornton e Mill. In: AMADEO, E., ed. **Ensaio sobre economia política moderna**. São Paulo: Marco Zero. p.69-87.
- ARIDA, Pérsio (1991). A história do pensamento econômico como teoria e retórica. In: REGO, José Márcio, org. **Revisão da crise: metodologia e retórica do pensamento econômico**. São Paulo: Bial.
- COSTA, Fernando N. (1992). **Relação gasto-liquidez (as três tríades)**. São Paulo: Bial.
- COSTA, Fernando N. (1992a). Moeda endógena, taxa de juros exógena. In: \_\_\_\_\_. **Ensaio de economia monetária**. São Paulo: Bial/Educ.
- COSTA, Fernando N. (1993). (Im)propriedades da moeda. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.13, n.2, abr./jun.
- COSTA, Fernando N., coord. (1993a). **Relatório final da pesquisa sobre política monetária**. Campinas: IPEA/PNUD. cap.1
- COSTA, Fernando N. (1993b). **Inovações financeiras e política monetária**. Campinas: UNICAMP/IE. (Texto para discussão, n.19).



- DORNBUSCH, R., STURZENEGGER, F., WOLF, H. (1990). Extreme inflation: dynamics and stabilization. **Brookings Papers on Economic Activity**, n.2, p.1-64.
- EICHNER, Alfred (1973). Una teoría de la determinación del margen de ganancia en el oligopolio. **Economic Journal**, v.83, n.332, dez.
- HARCOURT, G. C., KENYON, P. (1976). **La fijación de precios y la decisión de inversión**. *Kyklos*
- HICKS, John (1985). **Methods of dynamic economics**. New York: Oxford University.
- HICKS, John (1987). **A crise na economia keynesiana**. São Paulo: Vertice. (Original, 1974).
- HUMPHREY, T. H. (1990). The quantity theory of money: its historical evolution and role in policy debates. In: CHRYSTAL, ed. **Monetarism I**. London: Edward Elgar.
- HUMPHREY, T. H. (1992). **Texto didático de economia monetária**. Campinas: UNICAMP/IE.
- KALDOR, Nicholas (1982). **The scourge of monetarism**. New York: Oxford University.
- LINDAHL, Eric (1946). **Estudios sobre la teoría del dinero y del capital**. Madrid: M. Aguillar. (Original inglés; 1939).
- MILL, John Stewart (1983). **Princípios de economia política**. São Paulo: Abril Cultural. (Original 1848).
- MOLLO, Maria L. R. (1990). Estado e economia: o papel monetário do estado. **Estudos Econômicos**, São Paulo: USP, jan./abr.
- MOORE, Basil (1988). **Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money**. Cambridge University.
- MOORE, Basil (1991). Has the demand for money been mislaid? A reply to "has Moore become too horizontal? **Journal of Post Keynesian**, v.14, n.1, p.125-133, Fall.
- MYRDALL, Gunnar (1965). **Monetary equilibrium**. New York: Augustus M. Kelley. (Original sueco: 1931)
- O'BRIEN, D. P. (1984). Monetary economics. In: CREEDY, J., O'BRIEN, D. P., ed. **Economic analysis in historical perspective**. London: Butterworths.
- OCAMPO, José A. (1988). De Keynes al análisis poskeynesiano. In: OCAMPO, José A. **Economía poskeynesiana**. Mexico: Fondo de Cultura Económica.
- OKUN, Arthur M. (1985). Inflation: its mechanics and welfare costs. **Brooking papers on Economic Activity**, v.2.

- PEREIRA, L. C. B., NAKANO, Y. (1984). Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.4, n.1, p.5-21, jan./mar.
- SMITH, Adam (1983). **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas**. São Paulo: Abril Cultural. (Original de 1776).
- STEINDL, Joseph (1983). **Maturidade e estagnação no capitalismo americano**. São Paulo: Abril Cultural. (Original, 1952).
- SYLOS-LABINI, Paolo (1984). **Oligopólio e progresso técnico**. São Paulo: Abril Cultural. cap.2, (Original, 1961).
- THORNTON, Henry (1965). **An enquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain**. New York: Kelley. (Original 1802).
- TOOKE, Thomas (1826). **Considerations on the state of currency**.
- TOOKE, Thomas (1959). **An inquiry into the currency principle**. London: London School of Economics. (Edited, 1844).
- WICKSELL, Knut (1986). **Lições de economia política**. São Paulo: Nova Cultural. (Original, 1911).
- WOOD, Adrian (1980). **Uma teoria dos lucros**. Rio de Janeiro: Paz e Terra. (Original, 1975).

## **Abstract**

**This paper intends to present the postulates of an Alternative Monetary Theory. They are compared with the postulates of Quantity Theory of Money for better understanding about the role of money and credit in contemporary economy.**