

FABIANO A. S. DALTO • ENZO M. GERIONI • JULIA A. OZZIMOLO  
DAVID DECCACHE • DANIEL N. CONCEIÇÃO

# TEORIA MONETÁRIA MODERNA

A chave para uma economia  
a serviço das pessoas

PREFÁCIO DE RANDALL WRAY E FLÁVIA DANTAS

FABIANO A. S. DALTO • ENZO M. GERIONI • JULIA P.  
DAVID DECCACHE • DANIEL M. CONCEIÇÃO

# TEORIA MONETÁRIA MODERNA

**TEORIA MONETÁRIA MODERNA - MMT**  
A Chave para uma Economia a Serviço das  
Pessoas

## Edições Nova Civilização

### Direitos reservados a:

Edições Nova Civilização  
Distribuição Nacional em sua loja virtual em [www.novacivilizacao.org](http://www.novacivilizacao.org)  
CNPJ: 07.519.462/0001-03

### Conselho Editorial

Alfredo Saad Filho	Universidade de Londres (SOAS)
Antônia Rozimar Machado e Rocha	Universidade Federal do Ceará
Eduardo Ferreira Chagas	Universidade Federal do Ceará
Elione Maria Nogueira Diogenes	Universidade Federal de Alagoas
Emmanoel Lima Ferreira	Universidade do Vale do Acaraú-CE
Enéas de Araújo Arrais Neto	Universidade Federal do Ceará
Fábio José Cavalcanti de Queiroz	Universidade Regional do Cariri-CE
Fátima Maria Nobre Lopes	Universidade Federal do Ceará
Ivo Tonet	Universidade Federal de Alagoas
José Eudes Baima Bezerra	Universidade Estadual do Ceará
José Milton Pinheiro de Souza	CEMARX/UNEB
Justino de Sousa Junior	Universidade Federal do Ceará
Kátia Regina Rodrigues Lima	Universidade Federal do Ceará
Marcelo Dias Carcanholo	Universidade Federal Fluminense
Marisa Silva Amaral	Universidade Federal de Uberlândia
Nelson Rosas Ribeiro	Universidade Federal da Paraíba
Oswaldo Luis Angel Coggiola	Universidade de São Paulo
Robéria Rodrigues Lopes	Universidade Federal do Ceará
Roberto Leme Batista	Fafipa - PR
Virgínia Maria Gomes de Mattos Fontes	Universidade Federal Fluminense

FABIANO A. S. DALTO  
ENZO M. GERIONI  
JULIA A. OZZIMOLO  
DAVID DECCACHE  
DANIEL N. CONCEIÇÃO

TEORIA MONETÁRIA MODERNA - MMT  
A Chave para uma Economia a Serviço das Pessoas



TODOS OS DIREITOS RESERVADOS A:

© 2020 Edições Nova Civilização

Editora Nova Civilização

Rua Cel. Linhares nº 943 – Meireles – Fortaleza/CE CEP: 60170-240

Telefones: (85) 3401.5224 / (85) 3249.1125

Coordenação Editorial: Remo Bastos

Capa: Juliana Pinheiro de Sousa

Diagramação: Maria Joselita de Sousa

Revisão do Texto: Cristiane Dias de Lima Dalto

Esta obra pode ser adquirida diretamente na  
Editora Nova Civilização por meio da página eletrônica

[www.novacivilizacao.org](http://www.novacivilizacao.org)

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP).

Elaborado por Rita de Cássia Alencar

Bibliotecária CRB-3/671

---

D152I Dalto, Fabiano A. S.

Teoria Monetária Moderna – MMT: a chave para uma economia a serviço das  
pessoas / Fabiano A. S. Dalto ... [et al.]. – Fortaleza: Nova Civilização, 2020.

252 p.: il.

ISBN: 978-65-87050-00-3

1. Economia. 2. Teoria monetária. 3. Política monetária. I. Gerioni, Enzo M. II.  
Ozzimolo, Julia A. III. Deccache, David. IV. Conceição, Daniel N. I. Título.

CDD: 330

CDU: 330

---

Impresso no Brasil / Printed in Brazil

Editora Nova Civilização  
Rua Cel. Linhares, 943 - Meireles – Fortaleza/CE - CEP: 60170-240  
Tel: (85) 3401.5224 / (85) 3249-1125  
<http://www.novacivilizacao.org/>



# PREFÁCIO

Por L. Randall Wray e Flávia Dantas

Este livro apresenta aos leitores brasileiros os princípios fundamentais e os desenvolvimentos recentes da Teoria Monetária Moderna <sup>1</sup>. Embora a publicação “Trabalho e Moeda Hoje” tenha sido traduzida para o português há muitos anos, a abordagem permaneceu amplamente à margem dos círculos acadêmicos heterodoxos brasileiros. Até recentemente, o assunto atraía o interesse de apenas alguns poucos pesquisadores e de seus alunos de graduação – alguns dos quais futuros estudantes de Pós-graduação da Universidade de Missouri, Kansas City.

A MMT está se tornando muito mais popular em todo o mundo e está sendo intensamente debatida por formuladores de políticas, acadêmicos e pelo público em geral. No entanto, é chocante que muitos críticos da academia ou da mídia especializada se recusem a tratar da literatura de forma profunda, preferindo confiar em argumentos simplistas do tipo "espantalho" e esperando esconder sua ignorância apelando a argumentos gerais que, embora disseminados, têm pouco significado. Em vez de recorrer aos textos escritos pelos proponentes da MMT, tais analistas baseiam-se em observações feitas por críticos hostis e desonestos, como Tom Palley. Isso tudo levou a uma perpetuação de alegações falsas sobre a MMT.

Esta obra é leitura importante para todos os falantes de português, economistas ou não, que realmente desejem entender a teoria moderna do dinheiro aplicada ao contexto brasileiro. É mais uma contribuição essencial para a literatura da MMT, pois aumenta a evidência de que a abordagem permanece verdadeira

mesmo em contexto de país emergente, com um cenário institucional e um desenvolvimento histórico distintos, desde que ele emita sua própria moeda e tenha regime de taxas de câmbio flutuantes. Ao mesmo tempo em que as políticas públicas do Brasil embarcam em uma nova jornada regressiva, sem espelho retrovisor, rumo à versão fracassada, arcaica e autoritária do (neo)liberalismo dos Chicago Boys, este livro deixa claro que o congelamento dos gastos públicos por 20 anos e as “reformas” trabalhistas e previdenciárias em curso, que destroem as políticas de proteção social, só aprofundarão a crise econômica e piorarão os conflitos sociais no Brasil.

Como explicam os autores, a MMT é amplamente baseada em princípios bem fundamentados da contabilidade macroeconômica: para todo superávit deve haver um déficit igual e compensatório; para cada dívida existe um ativo financeiro igual e compensatório; para cada injeção de gastos na economia, há um vazamento igual e compensatório. Tudo isso foi bem entendido com a ascensão da economia keynesiana após a Segunda Guerra Mundial, mas tudo foi perdido quando a macroeconomia se transformou em uma "ciência comportamental" tola que simplesmente agrega o comportamento de um único autômato hiper-racional que maximiza utilidade. A posição do Governo foi reduzida, por analogia, à de uma família com orçamento limitado. Ele deve gastar sua receita tributária e equilibrar seu orçamento ou recorrer a vigilantes do mercado para tomar empréstimos; ou, Deus nos livre!, ligar as impressoras. Os empréstimos expõem o Governo a possíveis inadimplências e falências quando os mercados de títulos resgatam os empréstimos; a impressão de dinheiro é o caminho certo para uma hiperinflação como na República de Weimar.

Enquanto nossos críticos afirmam que a MMT defende a entrega das finanças do Governo para a impressão de dinheiro do Banco Central – portanto, promove a hiperinflação –, na realidade, a MMT simplesmente revive o entendimento mais antigo de que o

Governo soberano que emite sua própria moeda não enfrenta uma restrição financeira externa. Ele enfrenta restrições de recursos, restrições de inflação relacionadas a restrições de recursos e restrições políticas. Governos também se autoimpõem restrições, analisadas em detalhes pela MMT. Isso inclui um processo orçamentário (uma boa ideia, desde que os formuladores de políticas entendam a natureza das finanças do Governo) e procedimentos operacionais (que podem não ser uma boa ideia).

As restrições operacionais típicas são os limites aos saques a descoberto do Tesouro a sua conta no Banco Central, bem como proibições na compra de títulos de dívida do Tesouro pelo Banco Central nos mercados primários (financiamento direto do Tesouro pelo Banco Central). No entanto, como mostra a MMT, essas restrições operacionais, de fato, não limitam os gastos do Tesouro porque os bancos centrais e os tesouros desenvolveram procedimentos que incluem instituições financeiras privadas (depositários especiais e bancos *dealers* ) para garantir que o Tesouro sempre possa obter depósitos em sua conta no Banco Central para cobrir os cheques (veja Wray 2015, para o caso dos EUA, e Rezende 2009, para o caso do Brasil). Os EUA também impõem um limite de dívida – o que é, obviamente, uma má ideia e, nos últimos anos, chegou perto de forçar o país a inadimplir voluntariamente os pagamentos prometidos, incluindo juros sobre dívida. Mais importante ainda, é óbvio que essa restrição é autoimposta e que os mercados aceitariam sua eliminação.

Além disso, algumas nações soberanas que emitem sua moeda impõem regimes cambiais que podem limitar o espaço da política doméstica; historicamente, elas impuseram um padrão-ouro, mas hoje elas costumam atrelar sua moeda ao dólar ou a outra moeda de reserva. Mesmo que não a atrelem, às vezes administram sua economia como se o tivessem feito – adotando austeridade para limitar as importações e incentivar as exportações (por meio da política de empobrecimento do vizinho). Na América Latina, é bastante comum que se faça isso sob a justificativa de que o país

enfrenta "crescimento restringido pela balança de pagamentos" – o que, é claro, ocorre quando ele adota a austeridade. Não argumentamos que esses tipos de restrições autoimpostas sejam sempre e em toda parte uma má ideia, mas elas devem ser reconhecidas pelo que são: restrições autoimpostas. Não há lei da economia que exija que uma nação impeça o crescimento para evitar um déficit comercial.

Grande parte da MMT é dedicada a explicar como os emissores de moeda soberana realmente gastam. Em outras palavras, é uma descrição. Em geral, os críticos interpretam isso, incorretamente, como uma prescrição de política. Por exemplo, a MMT reconhece que os emissores de moeda soberana sempre gastam emitindo moeda (no passado) ou creditando contas bancárias (hoje). Os gastos do Tesouro assumem a forma de crédito na conta bancária do destinatário e crédito na conta de reserva mantida pelo banco privado no Banco Central. Essa é uma descrição factual e significa que as reservas sempre aumentam quando o Governo gasta. Os pagamentos de impostos revertem isso, debitando a conta do contribuinte e as reservas do banco. O que chamamos de gasto deficitário é simplesmente a criação líquida de reservas.

Adeptos da ortodoxia, assim como muitos economistas heterodoxos, acham que os governos podem escolher como financiar os gastos: usando impostos, empréstimos (vendendo títulos) ou "imprimindo dinheiro". Eles, dessa forma, interpretam equivocadamente a MMT como se defendesse o argumento de que o Governo **deve** apenas "imprimir dinheiro". Isso é uma deturpação completa da MMT, a qual sustenta que todos os gastos do Governo sempre levam a crédito de reservas bancárias. Isso é verdade se o orçamento for "equilibrado", "deficitário" ou "superavitário" ao longo de um período (trimestre ou ano). Ao final do ano, a mudança líquida do portfólio garantirá uma identidade *ex post* : os gastos do Governo ao longo do ano serão iguais a receitas fiscais, emissões de títulos e créditos na conta das

reservas bancárias. Em outras palavras, a diferença entre gastos e tributação será igual a títulos emitidos e reservas líquidas adicionadas. Isso ocorre devido aos procedimentos operacionais adotados. Não tem nada a ver com uma suposta "escolha" de usar impostos, "pedir empréstimos" ou "imprimir dinheiro". Como a MMT explica, todos esses itens serão usados normalmente ao longo de um ano, independentemente do resultado final do saldo orçamentário.

Finalmente, a MMT é frequentemente acusada de propor que governos incorram em déficits e dívidas. Isso é falso. A MMT propõe que o orçamento seja formulado para atingir o objetivo público (e privado). Deve, nesse sentido, ter o objetivo de manter o emprego razoavelmente pleno dos recursos domésticos – pleno, mas não além do pleno. A MMT também reconhece que a inflação pode ser um problema antes mesmo do pleno emprego ser atingido. Por esse motivo, despreza tanto a noção de uma curva de Phillips (que atribui a inflação a uma taxa de desemprego muito baixa) quanto uma visão simplista de “ampliar a injeção monetária para gerar crescimento econômico”. Em que o Governo gasta pode ser tão importante como o quanto ele gasta. A MMT defende gastos direcionados para atingir metas de pleno emprego, prosperidade compartilhada e crescimento sustentável (econômica e ambientalmente).

Os desenvolvedores da MMT sempre viram a abordagem como parte das linhas Pós-Keynesiana e Institucional da heterodoxia. Infelizmente, algumas pessoas nessas escolas de pensamento encararam a MMT como uma concorrente e, portanto, dedicaram esforço considerável para depreciá-la e marginalizá-la. Além disso, é claro, economistas ortodoxos que seguem suas agendas neoliberais tentaram mantê-la fora de periódicos, universidades e círculos de influência política. No entanto, nos últimos dois anos, a MMT rompeu essas barreiras a tal ponto que seus críticos não conseguem mais detê-la. Saudamos

a chegada deste novo livro que colocará a MMT à disposição de um público mais amplo no Brasil.

# LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Balanços Financeiros do Setor Privado Doméstico, do Governo e do Resto do Mundo em % do PIB

Gráfico 2 - Balanço setorial: o espaço fiscal em uma economia aberta

Gráfico 3 - Balanço setorial: o espaço fiscal em uma economia aberta com meta fiscal de superávit

# LISTA DE FIGURAS

[Figura 1 - Pirâmide da Hierarquia das Moedas](#)

[Figura 2 - Fontes Primárias de Geração de Reservas e Secundárias de Transação com Reservas](#)

[Figura 3 - Condicionantes das Reservas Bancárias](#)

[Figura 4 - Produção, preço e repartição da renda](#)

# SUMÁRIO

## 1 INTRODUÇÃO

## 2 CONCEITOS MACROECONÔMICOS BÁSICOS SUBJACENTES DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA

### 2.1 Balanços Setoriais a Partir das Contas Nacionais

### 2.2 Riqueza Financeira Líquida do Setor Privado é Dívida de Outro Setor

### 2.3 Fluxos e Estoques Financeiros e Comportamento dos Setores Econômicos

## 3 SISTEMA MONETÁRIO DOMÉSTICO, CRIAÇÃO DE MOEDA E SUSTENTABILIDADE DO DÉFICIT E DA DÍVIDA PÚBLICA

### 3.1 Definições de Dinheiro

### 3.2 Emissores de Moeda, Hierarquia Monetária e Sistema de Pagamentos

#### 3.2.1 Criação de Dinheiro por Bancos e Reservas Bancárias

#### 3.2.2 Hierarquia de Moedas

#### 3.2.3 Banco Central e os Bancos

### 3.3 Reservas e Exogeneidade da Taxa de Juros

### 3.4 Banco Central, Tesouro e "Restrição Orçamentária" do Governo

#### 3.4.1 Sustentabilidade Fiscal

## **4 OS IMPACTOS DA POLÍTICA FISCAL EM ECONOMIAS MONETARIAMENTE SOBERANAS**

### **4.1 O "Efeito Reserva" da Política Fiscal**

**4.1.1 Tributação e Reservas**

**4.1.2 Gastos do Governo e Reservas**

**4.1.3 Resultado Orçamentário do Governo e Reservas**

### **4.2 Política Fiscal e Política Monetária**

**4.2.1 Drenagem e Injeção de Reservas**

**4.2.2 Comportamento Acomodacionista do Banco Central**

### **4.3 Política Fiscal e Poupança do Setor Privado**

**4.3.1 Preferências de Firms e Famílias na Composição da Carteira de Ativos**

### **4.4 Política Fiscal, Renda e Estabilização**

**4.4.1 Tributação e Distribuição**

**4.4.2 Gastos do Governo e Mudança da Estrutura Econômica**

**4.4.3 O Papel Estabilizador da Política Fiscal**

## **5 SOBERANIA MONETÁRIA, REGIMES CAMBIAIS E POLÍTICA MACROECONÔMICA**

### **5.1 Padrão Ouro e Regime de Câmbio Fixo**

### **5.2 O Regime de Câmbio Flutuante**

### **5.3 Moeda Soberana e Política Econômica na Economia Aberta**

**5.3.1 Bandas Cambiais, Currency Board e Dolarização**

**5.3.2 União Monetária**

### **5.4 Estrangeiros Detentores de Títulos da Dívida Pública**

### **5.5 A Posição Externa da Moeda Doméstica**

**5.5.1 Solvência Externa**

## 5.6 O Espaço Fiscal Possível e Sustentável em uma Economia Aberta

# 6 A INFLAÇÃO E OS ASPECTOS POLÍTICOS DO PLENO EMPREGO

## 6.1 Preços, Conflito Distributivo e Inflação: trabalho *versus* capital

## 6.2 Conflito Distributivo e Moeda Endógena

## 6.3 Estrutura de Mercado e Concorrência por Preços

## 6.4 Preços, Conflito Distributivo e Inflação

### 6.4.1 A Influência do Estado e dos Credores

### 6.4.2 A Influência do Setor Externo

## 6.5 Estagflação

## 6.6 Políticas de Controle da Inflação

## 6.7 Os Casos Extremos de Inflação: alta inflação e hiperinflação

## 6.8 O Problema das Transferências Externas e a Hiperinflação

### 6.8.1 A Hiperinflação Brasileira na Década de 1980

## 6.9 Teoria Monetária Moderna e Políticas de Controle da Inflação

# 7 ENVIDUAMENTO PRIVADO, DÍVIDA PÚBLICA E INSTABILIDADE MACROECONÔMICA

## 7.1 Crises Capitalistas e o Fracasso da Teoria Neoclássica

## 7.2 A Contradição entre o Investimento Produtivo e o Rentismo na Teoria Keynesiana

## 7.3 As Propriedades Dinâmicas do Produto de Equilíbrio Descrito por Keynes

[7.4 Hyman Minsky e a Teoria Financeira dos Ciclos de Investimento](#)

[7.5 Vulnerabilidade e Instabilidade Financeiras](#)

[7.6 Dívidas Públicas e o seu Papel Estabilizador de Economias Instáveis](#)

[REFERÊNCIAS](#)

# 1

## INTRODUÇÃO

Neste livro, apresentamos aos interessados uma abordagem da macroeconomia virtualmente desconhecida pelos leitores brasileiros. Embora pouco difundida no Brasil, a Teoria Monetária Moderna - MMT tem sido desenvolvida há mais de 20 anos por pesquisadores como Randall Wray, Stephanie Kelton, Mathew Fostater, Scott Fullwiler, Pavlina Tcherneva e Bill Mitchell entre outros.

O primeiro livro de Randall Wray, que buscou organizar de forma coerente a Teoria Monetária Moderna (cujo título foi “Trabalho e Moeda Hoje”), foi traduzido para o Português por José Carlos de Assis em 2002 [2](#) . Mais recentemente, a abreviatura MMT (do inglês *Modern Money Theory* ) chegou ao público brasileiro por meio de artigo escrito por André Lara Resende [3](#) , economista de sólida formação na macroeconomia convencional e de grande influência política, e publicado no jornal Valor Econômico.

Nos meios acadêmicos brasileiros, a Teoria Monetária Moderna não foi totalmente ignorada, especialmente por pesquisadores da UFRJ como Franklin Serrano, Carlos Bastos Pinkusfeld e Ricardo Summa que, em parte, têm incorporado essa abordagem em suas análises sobre a economia brasileira e a internacional. Apesar disso, esses importantes esforços não surtiram efeitos mais profundos no ensino e no debate da macroeconomia nacional. Mesmo nos EUA, onde a MMT tem

grandes nomes contemporâneos e produção acadêmica muito maior, a abordagem ainda é bastante desconhecida. Os atuais debates públicos foram trazidos a lume por políticos estadunidenses que passaram a basear suas propostas nessa abordagem <sup>4</sup>. Embora seja um avanço, há ainda um evidente desconhecimento da abordagem entre críticos da MMT. Dessa constatação, torna-se premente a necessidade de se ter à disposição uma referência que exponha os pressupostos e as consequências desta nova abordagem de modo claro e com a profundidade devida.

O recente interesse despertado pela Teoria Monetária Moderna entre formuladores de política e economistas conhecidos pelo grande público mostrou imediatamente a profundidade do desconhecimento sobre o tema. A depender das preferências políticas dos comentadores, as reações à Teoria Monetária Moderna alternam-se entre associá-la ao monetarismo, ao keynesianismo neoclássico ou bastardo (IS-LM) ou, mesmo, ao socialismo. Em certa medida, a Teoria Monetária Moderna é apenas uma descrição consistente das operações de crédito e débito, de pagamentos e recebimentos entre setor público e setor privado. Dessa forma, ela não está vinculada a preferências políticas específicas. Por outro lado, porém, a Teoria Monetária Moderna expõe imediatamente a incoerência de alguns argumentos das teorias macroeconômicas convencionais e, com isso, pode invalidar proposições que sugerem uma única alternativa, como se não houvesse alternativas ao pensamento dominante. A MMT demonstra que não apenas há abordagens alternativas ao pensamento dominante, como a nova abordagem que apresenta é mais consistente com a realidade do funcionamento do sistema monetário em que vivemos.

Por ser pouco conhecida, a Teoria Monetária Moderna tem causado algum desconforto e a tentativa de debatê-la sem conhecê-la tem levado a equívocos recorrentes, mesmo por parte de economistas experientes e até laureados, que anunciam como

proposições da nova abordagem o que não pertence à Teoria Monetária Moderna. O espectro amplo de avaliações contraditórias e, no mais das vezes, pouco informadas sobre os detalhes da Teoria expõe a necessidade de uma referência consistente para os interessados em debruçar-se seriamente sobre o estudo desta abordagem para a macroeconomia.

Nosso propósito é de que este livro sirva de base sólida para que se compreenda a MMT e suas profundas implicações para a disciplina da macroeconomia e, também, para a formulação de políticas econômicas.

A Teoria Monetária Moderna é uma abordagem nova sobre a macroeconomia e parte de uma concepção inovadora da moeda. Contudo, é importante ter-se em mente que ela é tributária das contribuições de grandes pensadores econômicos do passado como Karl Marx, George Knapp, Mitchel Innes, John Maynard Keynes, Abba Lerner, Michal Kalecki, Hyman Minsky, Wynne Godley e tantos outros. Não poderemos, entretanto, fazer uma discussão da história das ideias econômicas que embasam a MMT, uma vez que isso exigiria tempo e espaços maiores do que dispomos. Nosso foco é desenvolver o arcabouço conceitual sobre o qual a Teoria Monetária Moderna se assenta e apresentar algumas implicações disso para temas debatidos na macroeconomia. Não obstante, procuraremos sempre fazer referência aos pensadores econômicos cujas abordagens aportaram *insights* para a Teoria.

Nesta breve introdução, esquematizamos brevemente a MMT. De certa forma, ela não é, de fato, uma teoria econômica nova, mas, sim, uma abordagem nova sobre a macroeconomia. A partir de uma concepção distinta da que domina a macroeconomia convencional no que diz respeito à moeda, a Teoria Monetária Moderna propõe uma abordagem herdada de grandes pensadores, geralmente marginalizados pela corrente dominante do pensamento econômico para a macroeconomia.

O que há, então, de “novidade” na Teoria Monetária Moderna? Dinheiro é uma unidade de conta criada pelo Estado. <sup>5</sup>

Cerca de cinco mil anos atrás, nos templos e palácios sumérios da Mesopotâmia, as autoridades públicas definiram as primeiras unidades de conta para contabilizar e calcular as obrigações (tributos) dos cidadãos para com as autoridades públicas. <sup>6</sup> Desde então, essa é prerrogativa exercida por todos os estados modernos. Além de definir a unidade de conta na qual as dívidas a receber (tributos, taxas, contribuições e outras penalidades) são contabilizadas, o Estado emite a moeda (uma coisa, um instrumento físico ou virtual) que será aceita no pagamento dessas dívidas.

O reconhecimento desse singelo fato histórico leva à contestação não apenas da fantasia de que a moeda é uma mercadoria usada como meio de troca que emergiu do escambo entre proprietários privados em tribos primitivas, mas refuta, fundamentalmente, também, a ideia de que o Estado sofre restrições financeiras como uma família ou uma firma e pode se ver sem dinheiro para honrar pagamentos.

Nos capítulos 3 e 4 deste livro, abordamos uma das mais significativas contribuições da Teoria Monetária Moderna que foi a de “seguir o dinheiro” desde o emissor até o receptor final. Autores endogenistas já haviam desvelado os mecanismos de criação de moeda privada, ou interna, sobretudo autores da corrente Pós-Keynesiana <sup>7</sup>, e a Teoria Monetária Moderna joga novas luzes sobre essa questão ao descrever os detalhes das operações coordenadas entre Tesouro e Banco Central.

De forma geral, o Governo gasta criando moeda estatal e drena moeda estatal por meio do recolhimento de impostos e da venda de títulos públicos. Embora os detalhes operacionais sejam mais complexos e dependentes dos desenhos institucionais específicos de cada país, nada de significativo muda se as operações do Tesouro se derem por intermédio do Banco Central. O objetivo dos capítulos 3 e 4 é mostrar o caso geral e que, de fato,

nada de significativo muda se levarmos em conta detalhes institucionais mais “restritivos” quando as operações envolvem ordem de pagamento do Tesouro por meio do Banco Central.

Uma primeira consequência derivada da Teoria Monetária Moderna, recorrentemente negligenciada pela macroeconomia convencional, é que governos que se endividam em sua própria moeda não enfrentam limites financeiros nem podem, conseqüentemente, “quebrar” (tornar-se insolventes) na sua moeda. Portanto, a preocupação generalizada de macroeconomistas e formuladores de política com o nível da dívida pública ou a rapidez com que a dívida pública cresce é inadequada para a compreensão de um sistema em que o Governo se endivida em sua própria moeda.

Uma segunda consequência dos princípios da Teoria Monetária Moderna é a de que governos não necessitam de receitas tributárias ou de venda de títulos para financiar seus gastos. Governos são emissores de suas moedas, agentes privados são usuários da unidade de conta do Governo. Assim sendo, governos gastam para, então, tributar ou vender títulos. Logicamente, tributos só podem ser pagos e títulos comprados por meio da entrega de moeda estatal.

As implicações desses princípios para as políticas Fiscal e Monetária são consideráveis. Gastos do Governo injetam reservas bancárias e pressionam as taxas de juros para zero. Pagamentos de tributos e venda de títulos públicos drenam as reservas bancárias. O Banco Central opera a Política Monetária por meio da fixação exógena da taxa de juros de curto prazo. Devido aos efeitos dos gastos e da tributação do Governo sobre as reservas bancárias, acima descritos, o Tesouro e o Banco Central precisam coordenar suas operações para que a meta operacional da taxa de juros do Banco Central seja atingida. Em nenhuma circunstância, portanto, as taxas de juros de curto prazo são determinadas pelos agentes privados, nem o Tesouro corre qualquer risco de não ser

financiado pelo mercado financeiro, pois, efetivamente, o mercado financeiro não financia o Tesouro.

Também é consequência do exposto anteriormente que os déficits do Tesouro não pressionam as taxas de juros para cima, uma vez que o endividamento do Governo em sua própria moeda não se assemelha ao endividamento privado e não leva a aumento da fragilidade financeira do Governo. Para a teoria macroeconômica convencional, um governo mais endividado representaria maiores riscos para o setor privado que o financiasse, o que levaria a aumento das taxas de juros sobre a dívida pública. A Teoria Monetária Moderna, ao contrário, estabelece que a dívida pública denominada na moeda do próprio Governo não sofre risco de *default* por falta de dinheiro para honrá-la. Além disso, a taxa básica de juros sobre os títulos públicos é determinada pelo próprio Governo por meio do Banco Central.

Uma terceira consequência da Teoria Monetária Moderna deriva da análise dos modelos de estoques e fluxos, cujos conceitos básicos serão apresentados amplamente no Capítulo 2. De modo sintético, déficits públicos são superávits privados. Dívida pública é riqueza financeira privada. Gasto público gera renda para o setor privado e tributação reduz a renda disponível para o setor. O conhecimento das imbricações dos balanços financeiros dos vários setores econômicos nos permite evitar as inconsistências recorrentes na análise macroeconômica convencional.

Dito isso, a Teoria Monetária Moderna reconhece, por outro lado, os limites reais para o gasto público. Enquanto os limites financeiros são inexistentes, os reais são, de fato, existentes. O limite real para o gasto público é o limite de recursos reais disponíveis para serem empregados na produção de riqueza real da sociedade. Conforme estabelecido pelo primeiro princípio das Finanças Funcionais, o gasto público não deve ser nem maior nem

menor do que aquele condizente com o pleno uso dos recursos produtivos.

Nos capítulos 5 e 6, discutimos limites reais para o gasto público. No Capítulo 5, por exemplo, argumentamos que a política pública vai ser mais limitada em países que, forçadamente ou não, se endividam em moeda estrangeira e adotam regimes de câmbio fixo. Nessas condições e em outras ainda mais restritas como a união monetária do tipo que se estabeleceu na área do Euro, o Governo deliberadamente se endivida em moeda que não emite e, portanto, vê-se obrigado a obter receitas em moeda estrangeira para fazer frente a pagamentos externos. A restrição ao gasto público torna-se ainda mais elevada se, além disso, o Governo fixa a taxa de conversão de sua moeda em relação à moeda externa.

No Capítulo 6, discute-se tanto as restrições reais como as políticas para se alcançar o pleno emprego. A inflação é vista como resultante principalmente do conflito distributivo das várias classes sociais, sobretudo capitalistas e trabalhadores, pela renda produzida. Políticas de pleno emprego conduzidas pelos gastos públicos elevam o poder de barganha dos trabalhadores e expõem, ainda, a redundância dos capitalistas para a geração de riqueza social <sup>8</sup>. Quanto mais próximo do pleno emprego, tanto mais limitados serão os efeitos reais dos gastos públicos. Ademais, mesmo antes de se atingir o pleno emprego é provável que existam restrições de disponibilidade de recursos reais – recursos naturais, mão de obra especializada de algum tipo etc. Observa-se, todavia, que as limitações impostas por restrições da balança de pagamentos e pelo pleno emprego não se aplicam exclusivamente aos gastos do Governo. Elas são, de fato, restrições a qualquer aumento de gastos na economia.

No Capítulo 7, nós nos voltamos para questões da instabilidade da economia privada capitalista e do papel estabilizador desempenhado pelos gastos públicos. A Teoria Monetária Moderna alinha-se à abordagem minskyana da

instabilidade financeira ao mostrar que, embora seja verdade que os agentes privados podem se endividar privadamente para realizar gastos e gerar renda, eles tem restrições financeiras – diferentemente do Governo que emite sua própria moeda. Ao contrário do déficit público e da dívida pública, que são estabilizadores da renda e da riqueza privada, o endividamento privado gera instabilidade financeira na economia.

Finalmente, lembramos ao leitor que a Teoria Monetária Moderna deriva de uma série de outras contribuições para o pensamento econômico explicitada ao longo destas páginas. Assim, usamos, por vezes, termos que consideramos intercambiáveis como “abordagem cartalista”, “finanças funcionais”, “teoria estatal da moeda”, “Teoria Monetária Moderna” e MMT.

Este livro foi escrito com o objetivo de expor, com clareza, o essencial da teoria e de ser bastante didático. Se servir de porta de entrada para uma nova visão da economia, comprometida com a prosperidade de todos e com a paz, teremos atingido, para além de nossos objetivos, nossas aspirações.

## 2

# CONCEITOS MACROECONÔMICOS BÁSICOS SUBJACENTES DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA

Neste capítulo, apresentamos conceitos básicos de contabilidade macroeconômica sem os quais seria impossível compreender a Teoria Monetária Moderna em plenitude.

A Teoria Monetária Moderna está fundada em uma lógica simples da macroeconomia: todo gasto realizado por uma unidade econômica qualquer corresponde a uma receita de mesmo valor recebida por alguma outra unidade econômica; também, para todo crédito ou ativo financeiro, existe um correspondente passivo ou dívida de igual montante.

Embora sejam princípios básicos, é absolutamente fundamental que o raciocínio macroeconômico sempre consiga identificar os gastos e receitas correspondentes um ao outro e os créditos e débitos correspondentes um ao outro. “Siga o dinheiro”, diz um velho dito de investigadores de crimes financeiros. Aqui, também será necessário nunca perder de vista o caminho percorrido pelo dinheiro, do gastador ao recebedor, do devedor ao credor.

Neste capítulo, nós discutiremos a abordagem dos balanços setoriais para analisar os fluxos de usos e fontes da renda entre diferentes setores econômicos. Essa abordagem nos dará ferramentas analíticas para compreender as relações entre os fluxos de renda e despesas das famílias, firmas, do setor externo e do Governo. O princípio fundamental que mostraremos é que a soma dos balanços dos setores iguala-se a zero e que, portanto, ao menos um dos setores

deverá apresentar despesas maiores do que receitas para que algum outro setor apresente receitas superiores à despesa. Essa é uma regra lógica de contabilidade da qual nenhuma teoria pode se esquivar.

## **2.1 Balanços Setoriais a Partir das Contas Nacionais**

As contas nacionais, elaboradas e divulgadas no Brasil pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), são calculadas seguindo um método derivado do modelo de gastos-receitas de determinação da renda em termos macroeconômicos.

A análise que faremos dos fluxos de gastos-receitas baseia-se no princípio da demanda efetiva <sup>9</sup>. De forma sintética, o princípio da demanda efetiva estabelece que na relação gastos-receitas, demandas-vendas, numa economia monetária de produção, prevalece a decisão do demandante como determinante. Fluxos de gastos de famílias, firmas, Governo e setor externo <sup>10</sup> se combinam para determinar o volume de vendas num determinado período que, por sua vez, motiva nova produção de bens e geração de renda. Antes de nos aprofundarmos nessas relações comportamentais, vamos explorar as relações contábeis (voltaremos ao tema das relações comportamentais mais adiante).

O balanço de gastos-receitas de cada dos setores considerados – família, firmas, resto do mundo e Governo – resulta em superávits ou déficits que no agregado se compensam. Podemos iniciar a análise desses fluxos a partir das fontes da renda nacional, escrevendo os fluxos de gastos que ocorrem na economia num determinado período de tempo como segue:

$$Y \equiv C + I + G + (X - M) \quad (2.1)$$

onde:

Y é a renda nacional;

C os gastos em consumo;

I os gastos em investimento;

G os gastos do Governo em bens e serviços;

X são as exportações; e

M são as importações.

Dessa forma, a renda nacional bruta (Y) é a soma dos gastos em consumo (C), dos gastos em investimento (I), dos gastos do Governo (G) e do saldo da balança comercial ou exportações líquidas (X - M). Como se percebe, utilizamos o símbolo da identidade para denotar que essa é uma relação verdadeira por definição. Ainda não estabelecemos relações de causalidade nem de comportamento, o que depende da teoria que utilizarmos.

A soma dos vários componentes de gastos das várias unidades, como acima, nos dá a demanda agregada por bens e serviços da economia. A demanda agregada, por sua vez, faz produtores de bens e serviços responderem com sua produção que, por seu turno, gera rendas (salários e lucros) para os fornecedores de serviços e de matérias-primas para os produtores. A soma desses fluxos iguala a renda nacional.

Podemos, agora, adicionar mais uma variável às nossas descrições. O saldo comercial ou as exportações líquidas não esgotam as transações da economia doméstica com o resto do mundo. Fluxos de renda auferidos no exterior por nacionais são transferidas para a economia doméstica, assim como fluxos de rendas auferidos domesticamente são transferidas para não residentes domesticamente. A diferença entre esses dois fluxos de rendas enviadas ao exterior e recebidos do exterior resulta em fluxos líquidos de renda externa (FLREX).

Adicionando esses fluxos líquidos de renda externa (FLREX) à equação (2.1) - que expressa o Produto Interno Bruto (PIB) - nós obtemos o conceito de Produto Nacional Bruto (PNB), como segue:

$$Y \equiv C + I + G + (X - M) + FLREX \quad (2.2)$$

Os dois últimos termos da equação (2.2) formam o saldo das transações correntes (BCC) no Balanço de Pagamentos das Contas Nacionais. A partir da equação (2.2), podemos derivar os balanços setoriais das unidades econômicas – famílias, firmas, resto do mundo e Governo. Para o caso do Governo, adicionando os impostos coletados (T), as transferências realizadas (Tr) e os juros pagos (J), encontramos:

$$Y - (T + Tr + J) \equiv C + I + G + (X - M) + FLREX - (T + Tr + J) \quad (2.3)$$

A partir de (2.3), podemos rearranjar os termos para expressar os três balanços: do setor privado doméstico (famílias e firmas); do resto do mundo e do Governo.

$$(Y - C - T + Tr + J) - I \equiv (G - T + Tr + J) + (X - M + FLREX) \quad (2.4)$$

Os termos na equação (2.4) são ferramentas analíticas muito úteis e fáceis de se entender. O termo  $(Y - C - T + Tr + J)$  representa a renda recebida pelas famílias (Y) menos o consumo das famílias (C), menos o quanto as famílias pagaram de tributos (T) mais o quanto elas receberam de transferências (Tr) e juros do Governo (J). O resultado final nos dá a poupança das famílias. Quando consideramos todo o lado esquerdo da equação (2.4) – isto é,  $(Y - C - T + Tr + J) - I$  – que inclui os investimentos das firmas, obtemos a poupança do setor privado ou o balanço financeiro do setor privado doméstico.

Se o setor privado doméstico gastar mais do que recebe de renda, o **balanço financeiro do setor privado** (BFP) doméstico é negativo ( $< 0$ ), o que significa que ele acumula dívida ou se desfaz de algum outro ativo. Em outras palavras, reduz a liquidez de seu portfólio. Se o setor privado doméstico gasta menos do que recebe de renda, o balanço é positivo ( $> 0$ ) de forma que o setor privado acumula ativos financeiros; aumenta a liquidez de seu portfólio [11](#).

O primeiro termo do lado direito representa o **balanço financeiro do setor público**  $(G - T + Tr + J)$  ou o balanço fiscal nominal. Esse

conceito é mais amplo do que o chamado balanço primário fiscal, que envolveria apenas  $(G - T + Tr)$ . Em qualquer caso, o déficit do Governo ocorre quando os gastos do Governo  $(G + Tr + J)$  são maiores do que as receitas dele  $(T)$ . O Governo estará em superávit se seu balanço  $(G - T)$  estiver *negativo* (pois  $T$  será maior do que  $G$ ).

O último termo da equação (2.4) representa o **balanço financeiro do resto do mundo**  $(X - M + FLREX)$  ou **balanço das transações correntes** (BTC). Esse balanço mostra os fluxos de despesas e transferências de renda dos residentes para o exterior e os fluxos de despesas e de transferências de renda dos não residentes para a economia doméstica.

A partir das definições expressas acima, podemos estabelecer um princípio contábil permanente: a soma dos déficits de um ou mais setores deve ser igual ao superávit do(s) outro(s) setor(es). Ou seja, é impossível que todos os setores estejam simultaneamente em superávit ou em déficit.

**Balanço Financeiro Doméstico Privado (BFP) = Balanço Financeiro Governamental (BFG) + Balanço das Transações Correntes (BTC)**

Alguns exemplos ilustrarão as relações entre os balanços dos setores. Vamos começar por assumir que o balanço de transações correntes seja zero  $(BTC = 0)$ . Digamos que o Governo esteja em déficit de R\$ 10 bilhões por ano, isto é, que  $G - T = 10$  bilhões. Da identidade (2.4) podemos derivar que o balanço do setor privado está superavitário em justos R\$ 10 bilhões. Isso significa que o setor privado acumulará, nesse determinado período, uma riqueza líquida financeira de R\$ 10 bilhões, equivalente a exatamente o déficit do setor público.

Podemos considerar agora o resto do mundo realizando menos gastos para a economia doméstica do que recebe de renda da economia doméstica. Nesse caso, o balanço de transações correntes estaria em déficit. Digamos que o balanço das transações correntes apresentasse um saldo negativo de R\$50 bilhões. Além disso, vamos assumir que o balanço financeiro do Governo seja superavitário em R\$10 bilhões, isto é, que o Governo gaste menos do que arrecada em tributos nesse mesmo período de tempo. Novamente, nossa

identidade (2.4) nos leva a concluir que o setor privado doméstico terá incorrido num déficit equivalente de R\$ 60 bilhões (BTC = R\$ 50 bilhões mais BTG = R\$ 10 bilhões). Nesse caso, a riqueza financeira líquida do setor privado sofreu uma redução desses R\$ 60 bilhões, que podem ser compensados ou por redução de ativos previamente acumulados ou por emissão de dívidas ou ambos. Ao mesmo tempo, o setor público aumenta seus direitos sobre outros agentes (por exemplo, aumenta seus direitos sobre tributos a receber quando concede créditos tributários a contribuintes) ou reduz sua dívida pendente.

A importante conclusão a que chegamos de nossa identidade (2.4) é que: **para um setor operar com superávit ao menos um outro setor terá que operar em déficit. É absolutamente impossível que todos os três setores operem em superávit simultaneamente para acumular riqueza financeira líquida .**

## **2.2 Riqueza Financeira Líquida do Setor Privado é Dívida de Outro Setor**

Uma outra implicação da identidade (2.4) é que, ao tomarmos o conjunto do setor privado (empresas e firmas), suas dívidas e ativos deverão se compensar totalmente. Em outras palavras, em termos líquidos, o setor privado como um todo não pode gerar riqueza financeira líquida. Sem dúvida, o ativo real que a dívida emitida serviu para financiar a compra constituirá riqueza real da unidade compradora. Se, por exemplo, um crédito é emitido para uma família comprar uma casa, em termos financeiros, o crédito do banco é compensado pelo débito assumido pela família, de forma que, em termos líquidos, o setor privado não criou riqueza financeira. Mas, ainda assim, a família possuirá um ativo real líquido: a casa (voltaremos à discussão da acumulação de riqueza real adiante).

No entanto, para o setor privado acumular riqueza financeira líquida é preciso que esse setor acumule dívidas emitidas por outro setor. Seguindo nossa divisão simplificada entre setor público e setor privado - e abstraindo o resto do mundo, o setor privado acumulará

riqueza líquida na forma de moedas e notas emitidas pelo Governo e/ou títulos de dívida pública. Como vimos, quando o setor público está em déficit, o setor privado está em superávit. O superávit privado, receitas maiores do que suas despesas, resultará em aumento do estoque de riqueza financeira privada. Essa última se acumulará na forma ou de moedas e notas ou na forma de títulos de dívida pública. Similarmente, isso significa que o Governo aumenta sua dívida. Do contrário, isto é, caso em que o Governo está em superávit, a dívida diminui. Nesse último caso, o setor privado deve operar em déficit e reduzir sua riqueza financeira líquida.

Já deve estar claro que, considerando razões estritamente financeiras, o déficit público não representa perdas para a riqueza financeira privada. Antes, ao contrário, o déficit e a dívida públicos aumentam a renda e a riqueza financeira líquida privada. Quando o Governo entra em superávit, inevitavelmente, o setor privado entra em déficit. O setor privado terá de financiar seus déficits de alguma forma. Poderá fazê-lo vendendo riqueza líquida acumulada dos períodos em que o Governo estava em déficit ou poderá aumentar seu endividamento. Seja como for, a riqueza privada diminui quando o setor público entra em superávit.

Podemos adicionar, agora, as relações com o resto do mundo para tomar em conta os efeitos das transações correntes sobre o balanço dos setores. Já há algum tempo as economias estão bem mais integradas em suas transações para que um modelo analítico fechado, isto é, que não leve em conta essas transações, nos dê qualquer informação relevante. As transações com o resto do mundo (chamado de balanço das transações correntes) envolvem pagamentos e recebimentos por compras (importações) e vendas (exportações) de produtos, e de pagamentos e recebimentos de rendas (juros, lucros, salários, dividendos etc.) realizados entre agentes domésticos e estrangeiros. Observe que o setor “resto do mundo” é formado pelas famílias, firmas e governos externos que transacionam com os setores domésticos (setor privado e setor público vistos acima). Isso implica em que um superávit do resto do mundo representa um déficit para os setores domésticos e vice-versa. Quando o setor doméstico está em superávit na conta de transações correntes com o resto do mundo, o

setor doméstico acumula ativos financeiros emitidos por membros do setor resto do mundo. Na contabilidade entre os setores doméstico e resto do mundo aparece, também, uma conta de capital. Essa conta de capital representa os acúmulos de ativos financeiros do setor superavitário. Logo, ela se apresenta com o sinal inverso da conta de transações correntes.

Assim, quando a conta das transações correntes da economia doméstica encontra-se em déficit ( $X < M$ ) e o setor público em ponto neutro ( $G = T$ ), a contabilidade macroeconômica indica que o setor privado necessariamente terá de estar em déficit ( $BFP < 0$ ) de mesma monta do déficit na conta de transações correntes. Isso implica em que a dívida do setor privado doméstico aumenta com agentes externos ou que o setor privado doméstico deve vender ativos denominados em moeda externa. De modo reflexo, o resto do mundo acumula ativos do setor doméstico deficitário.

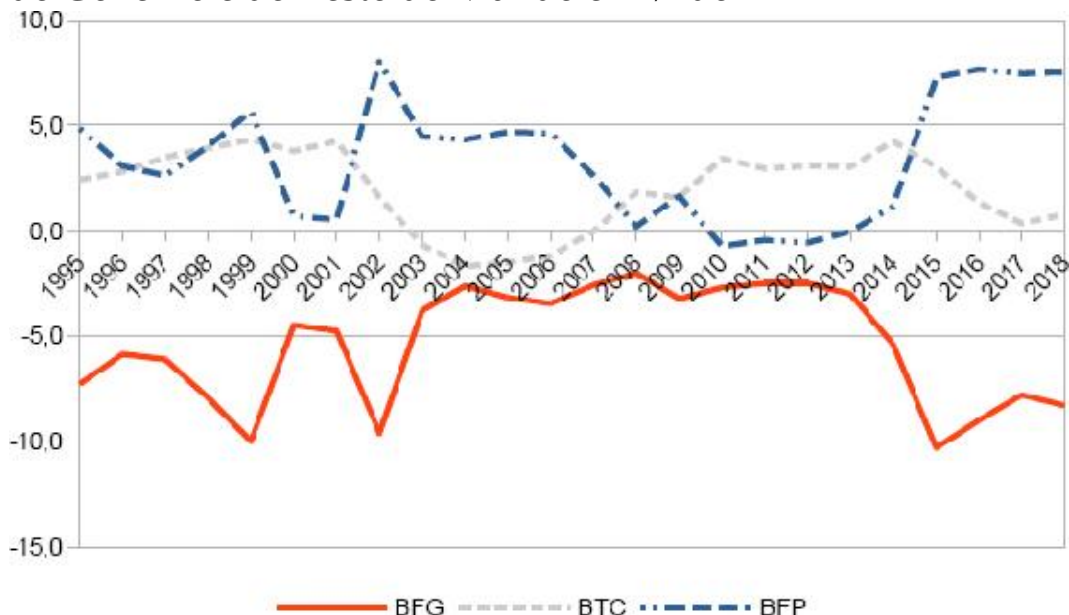
Caso as contas de transações correntes apresentem superávit ( $X > M$ ) e o balanço do setor público seja nulo ( $G = T$ ), então, o setor privado deverá estar superavitário ( $BFP > 0$ ) para compensar o déficit do resto do mundo (superávit da conta corrente do balanço de pagamentos doméstico). Nesse caso, é o setor privado doméstico que acumula ativos financeiros do resto do mundo. Claro, um déficit nas transações correntes ( $X < M$ ) poderá ser totalmente compensado por um déficit do setor público ( $G > T$ ) de forma que o setor privado doméstico não mude seu balanço ( $S = I$ ). Da mesma forma, um superávit das transações correntes pode ser compensado por um superávit fiscal ( $G < T$ ) de forma que o setor privado doméstico não consiga acumular nenhuma riqueza financeira.

Enfim, a contabilidade macroeconômica mostra que: a) pelo menos uma conta entre os três setores deverá estar em déficit de forma que as demais possam estar em superávit; b) que o setor privado não pode gerar riqueza financeira líquida para si mesmo; c) que o déficit do setor público permite ao setor privado acumular riqueza financeira líquida e compensa perda de riqueza financeira privada quando há déficit em transações correntes.

Podemos ilustrar nossa discussão de conceitos básicos sobre a contabilidade macroeconômica com o gráfico 2.1, abaixo, que mostra

estimativas dos balanços financeiros do setor privado, do setor público e do resto do mundo na economia Brasileira entre 1995 e 2017.

Gráfico 1 – Balanços Financeiros do Setor Privado Doméstico, do Governo e do Resto do Mundo em % do PIB



Fonte: Elaboração própria a partir de informações do IPEA data e do Monitor Fiscal do FMI.

Algumas observações podem ser feitas sobre o gráfico 1 acima:

- Nos 23 anos da amostra, em nenhum deles o Governo apresentou superávit;
- Nesse mesmo período, apenas em 4 anos (entre 2003 e 2007), houve superávit nas transações correntes;
- O balanço financeiro do setor privado doméstico esteve em superávit em quase todo o período, exceto em 4 anos (entre 2010 e 2013), e basicamente espelha o balanço financeiro do setor público. Isto é, quanto maior o déficit fiscal maior o superávit financeiro do setor privado doméstico e vice-versa;
- A recessão que tem início em 2015 até a atualidade (2019) se seguiu após os 4 anos de déficit financeiro do setor privado (2010-2013). O superávit financeiro do setor privado doméstico entre 2014-2018 é praticamente o reverso do déficit público no mesmo período.

Os princípios subjacentes aos três balanços setoriais devem ser usados como parâmetro de consistência analítica. Por exemplo, quando políticos anunciam que é primordial reduzir o déficit público para aumentar a poupança privada, sabemos que isso é impossível por razões contábeis e não por preferências teóricas. Entretanto, é

preciso complementar o que vimos até agora – que basicamente estabelece a consistência de fluxos – com análises do comportamento das famílias em relação ao consumo, das firmas em relação ao investimento, dos governos em relação a seus gastos e do resto do mundo em relação a suas importações (exportações para a economia doméstica). Isto é, ainda que analiticamente relevante, o balanço dos três setores precisa de complementação.

## 2.3 Fluxos e Estoques Financeiros e Comportamento dos Setores Econômicos

O que vimos apresentando até aqui não discute os determinantes (causas) dos balanços dos setores. A discussão deles exige que se adote alguma teoria do comportamento dos agentes econômicos – firmas, famílias, Governo e resto do mundo – e se estabeleça a interação do comportamento dos gastos entre esses agentes.

Os **fluxos** que vamos considerar aqui dizem respeito à realização de gastos e recebimento de rendas por um determinado período de tempo. Por exemplo, os salários recebidos pelos trabalhadores num determinado período de tempo (dia, semana, mês ou ano). Outro exemplo é o consumo desse trabalhador num mesmo ou outro período de tempo. Ambos são medidos em uma mesma unidade de conta. O trabalhador recebe seu salário, usualmente na forma de um depósito numa conta bancária de depósitos. Quando o trabalhador compra um bem de consumo, em geral, faz uma transferência de recursos de sua conta de depósitos no banco para a conta de depósitos do vendedor do bem de consumo num mesmo banco ou em outro banco.

Nesse exemplo, o fluxo de gasto e o fluxo de renda se realizam utilizando-se uma dívida de um banco: os depósitos. Depósitos são reconhecimentos de dívida pelos bancos a favor de seus clientes. Essas dívidas são denominadas em uma mesma unidade de conta, seja qual for o banco, na unidade de conta definida pelo Estado. Assim, quando estamos medindo o fluxo de gasto e o fluxo de renda,

nós o fazemos em moeda estatal sendo transferida de um comprador (fluxo de gasto) para um vendedor (fluxo de renda) [12](#) .

Quando fluxos de gasto e renda se acumulam, eles se tornam **estoques** . Considere a água que flui pelos canos até uma caixa d'água com capacidade para 1.000 litros. Podemos calcular quantos litros de água estão estocados a qualquer momento no tempo medindo a quantidade d'água contida na caixa naquele momento do tempo. Se a quantidade de água subir de nível na caixa após algumas horas, podemos ter certeza de que o fluxo de entrada foi maior do que o fluxo de saída d'água. Assim como uma caixa d'água pode acumular 1.000 litros de água, por exemplo, uma conta bancária pode acumular infinitas quantidades de unidades monetárias, dependendo dos fluxos de entrada e de saída de depósitos numa determinada conta bancária. Fluxos de renda que são depositados em favor de um cliente do banco podem se acumular em estoques de depósitos na conta desse cliente nesse banco. Quanto maior o volume de depósitos em relação ao fluxo de saídas de depósitos da conta, maior a riqueza financeira acumulada pelo cliente do banco.

Seguramente, a riqueza das famílias, das firmas ou dos governos não se acumula apenas na forma de depósitos em contas correntes de bancos. A riqueza de uma unidade econômica pode tomar muitas formas distintas; pode se acumular tanto numa forma financeira - como os depósitos num banco, mas também como ações de empresas, títulos de dívidas pública ou privada etc., - quanto na forma de riqueza tangível - carros, casas, terrenos, joias, quadros etc. Ambas as formas são, para reenfatar, estoques de riqueza cujo valor é medido em termos de uma unidade de conta (moeda estatal) num determinado ponto do tempo.

Voltando ao exemplo, suponhamos que um trabalhador recebe seu salário mensalmente na forma de depósito numa conta salário de banco no valor de R\$ 5.000,00. Digamos que, ao comprar bens de consumo (alimentos, vestuário, água, luz, telefone, transporte, medicamentos etc.), esse trabalhador gaste mensalmente cerca de R\$ 4.500,00. A diferença entre seu salário mensal e os gastos de consumo resulta num acúmulo mensal de R\$ 500 em depósitos bancários. Relembrando as definições dadas acima, isso equivale ao balanço

financeiro desse trabalhador. A diferença dos fluxos de renda e despesas, se deixadas acumular na conta corrente do banco, constituirão um estoque de riqueza acumulada na forma de depósitos bancários.

Como já foi dito, essa não seria a única forma de acumular riqueza financeira. Existem outras formas para se acumular a riqueza (títulos de dívida pública, ações, imóveis, bens duráveis etc.). Algumas formas financeiras de acumulação de riqueza podem implicar em fluxos que aumentam a riqueza acumulada e/ou que podem simplesmente modificar o estoque de riqueza, por meio de reavaliações de seu valor monetário, periodicamente. Existem ações, por exemplo, que são ativos financeiros contingentes – isto é, cujos retorno e valor dependem de eventos futuros particulares. As ações dão direito a dividendos distribuídos pelas empresas e ainda tem seu valor reavaliado constantemente em bolsas de valores. Os dividendos são fluxos de renda que se acumulam na conta corrente do proprietário das ações. Já as reavaliações do valor das ações alteram o estoque de riqueza em termos monetários (unidades de conta) sem provocar fluxos de entrada ou saída das contas. Títulos de dívida, como títulos públicos, pagam rendimentos previamente definidos até o período de maturação ou vencimento. Também podem sofrer reavaliações periodicamente até o prazo de vencimento, uma vez que têm mercado secundário de negociação. Finalmente, os estoques de riqueza podem se acumular na forma de ativos tangíveis (como imóveis ou carros, por exemplo), que também podem ter seu valor reavaliado periodicamente. Sendo assim, ainda que a diferença entre os fluxos de renda e gastos se acumule inicialmente na forma monetária – em geral, mas não exclusivamente, na forma de depósitos ou ativos financeiros em bancos - , e assim forme um estoque de poder de compra, esse não é o único fator a determinar o volume do estoque. Em muitos casos, a reavaliação (sem fluxos de gastos e receitas) do valor monetário dos ativos é suficiente para mudar significativamente o estoque de riqueza dos agentes.

Uma análise consistente do sistema econômico que estamos descrevendo deve levar sempre em conta que a riqueza financeira acumulada por um agente é uma obrigação financeira emitida por

algum outro agente no sistema. Não pode haver “buracos negros” num sistema macroconsistente <sup>13</sup>. Isto é, fluxos monetários que saem de um ponto têm de chegar a outro; dívidas acumuladas por um agente têm de representar ativos para algum outro agente. Nos exemplos acima, os depósitos acumulados na conta do trabalhador são obrigações do banco do qual o trabalhador é cliente. Igualmente, títulos de dívida pública são ativos financeiros para quem os adquire. A diferença entre ativos financeiros e obrigações financeiras possuídas pela unidade em questão resulta em sua riqueza financeira líquida.

Está claro que fluxos e estoques estão relacionados – ainda que não univocamente relacionados. Fluxos de gasto são transferências de meios de pagamentos entre agentes. Os estoques são registrados nos balanços de ativos e passivos de cada unidade econômica. Ainda que de forma imperfeita – uma vez que as reavaliações de ativos e passivos não expressam fluxos de gasto nem de renda, a análise dos balanços de cada unidade nos permite inferir sobre a inter-relação entre fluxos e estoques. Também é possível analisar as interações entre os balanços de unidades econômicas distintas.

O balanço de uma unidade econômica se apresenta como segue:

Ativos	Passivos ou Obrigações
Ativos Financeiros (AF)	Passivos Financeiros (PF)
Ativos Reais (AR)	Patrimônio Líquido (PL)

O balanço precisa sempre apresentar equivalência entre passivos e ativos. De forma que:

$$AF + AR = PF + PL$$

Uma vez que o balanço deve sempre apresentar equivalência entre ativos e passivos, mudanças em qualquer dos componentes devem ser compensadas por variações em algum(ns) outro(s) componente(s) do balanço. O patrimônio líquido é a conta residual do balanço. Diferenças entre ativos e passivos são ajustadas na conta do patrimônio líquido.

Tomemos novamente o exemplo de um trabalhador que recebe salário na forma de depósitos numa conta bancária e usa-os para pagar pela compra do necessário.

Ativos	Passivos ou Obrigações
$\Delta AF$ (depósitos) = R\$ 100	PF
AR	$\Delta PL$ (depósitos) = R\$ 100

O balanço acima mostra a primeira situação do trabalhador ao receber salário. Ao receber os R\$ 100, em depósitos na conta bancária, seu patrimônio líquido cresce no mesmo valor, *ceteris paribus*. Digamos que o trabalhador decida comprar um carro usando os depósitos para isso e tomando um empréstimo junto ao banco para complementar o valor. Seu balanço agora será como segue:

Ativos	Passivos ou Obrigações
$\Delta AF$ (depósitos)	$\Delta PF$ (empréstimo bancário)
=R\$ 100 - R\$ 100	= R\$ 900
$\Delta AR$ (carro) = R\$ 1.000	$\Delta PL$ = R\$ 100

Observe, novamente, que o balanço está equilibrado como antes, em que o trabalhador tinha um patrimônio de R\$ 100. Entretanto, temos novas informações registradas no balanço do trabalhador que serão úteis analisar. Embora o patrimônio líquido seja o mesmo em valor, ele não é o mesmo qualitativamente. Antes, ele era constituído de depósitos na conta bancária apenas. Agora, o patrimônio líquido é a diferença entre o valor do carro e os empréstimos tomados para financiar a compra. Essa mudança qualitativa do balanço expressa o que se chama de liquidez do portfólio. No primeiro momento, o portfólio do trabalhador era mais líquido do que no segundo caso, embora apresente o mesmo valor de patrimônio líquido.

Outra informação que retiramos da análise do balanço é de que há um crescimento do passivo financeiro como resultado de uma diferença entre renda e despesas do trabalhador. Esse déficit entre os

fluxos de receita e de despesa do trabalhador resulta num acréscimo de suas obrigações financeiras. Na primeira linha do balanço ativos e passivos financeiros, encontra-se o balanço financeiro da unidade. Observe que esse tem conceito diferente, subsumido, do conceito de patrimônio líquido. O patrimônio líquido envolve os ativos reais da unidade. No balanço financeiro, vemos que o financiamento do ativo real, o carro, criou comprometimentos financeiros futuros para o trabalhador. O patrimônio líquido do trabalhador é o mesmo, em valor, do que antes, mas o balanço financeiro foi significativamente alterado.

Numa economia monetária, as decisões de gasto de uma unidade e de financiamento dos gastos sempre envolvem uma outra unidade. No caso que estamos analisando, envolve a empresa que vendeu o carro e o banco que financiou a compra do carro concedendo crédito ao trabalhador. Consideremos simultaneamente os três balanços:

#### Balanço Patrimonial do Trabalhador

Ativos	Passivos ou Obrigações
$\Delta AF$ (depósitos)	$\Delta PF$ (empréstimo bancário)
= R\$ 100 - R\$ 100	= R\$ 900
$\Delta AR$ (carro) = R\$ 1.000	$\Delta PL$ = R\$ 100

#### Balanço Patrimonial do Vendedor de Carros

Ativos	Passivos ou Obrigações
$\Delta AF$ (depósitos) = R\$ 1.000	$\Delta PF$ = 0
$\Delta AR$ (carro) = - R\$ 1.000	$\Delta PL$ = 0

#### Balanço Patrimonial do Banco

Ativos	Passivos ou Obrigações
$\Delta AF$ (crédito ao trabalhador) = R\$ 900	$\Delta PF$ (depósitos trabalhadores) = R\$ 100 (salário) + R\$ 900 (crédito)
$\Delta AF$ (crédito ao empregador do trabalhador para pagar salário) = R\$ 100	$\Delta PL$ = 0

### Balanco Final do Banco

Ativos	Passivos ou Obrigações
$\Delta AF$ (crédito ao trabalhador) = R\$ 900	$\Delta PF$ (depósitos trabalhadores) = R\$ 100 (salário) + R\$ 900 (crédito -
$\Delta AF$ (crédito ao empregador do trabalhador para pagar salário) = R\$ 100	R\$ 1.000 (transferência para o vendedor de carros)
	$\Delta PF$ (depósitos em benefício do vendedor de carros) = R\$ 1.000
	$\Delta PL = 0$

O primeiro balanço apenas reproduz o balanço patrimonial do trabalhador, que já analisamos anteriormente. O segundo mostra as variações patrimoniais que ocorrem na empresa vendedora do carro como resultado da venda para o trabalhador. Observe que, assim como no caso do balanço do trabalhador, não há alterações no patrimônio líquido da empresa; há, apenas, uma mudança qualitativa de seus ativos.

O ativo real, carro, transformou-se em ativo líquido, depósitos no banco.

O terceiro balanço é o do banco financiador do trabalhador. Vamos assumir que o banco que concede o crédito para o trabalhador comprar o bem é o mesmo em que o trabalhador recebe os depósitos de salário; também será por meio desse banco que o vendedor de carros receberá o pagamento. Assim, o empréstimo tomado mais os salários constituem os ativos (depósitos) utilizados pelo trabalhador para pagar pelo carro, como mostrado no balanço final do banco.

Os três balanços considerados mostram as inter-relações entre as unidades. Consolidando todos os balanços das unidades privadas, chegamos a:

### Balanco Privado Consolidado

Ativos	Passivos ou Obrigações
$\Delta AF$ (depósitos) = R\$ 1.000	$\Delta PF$ (depósitos) = R\$ 1.000

$\Delta AF$ (empréstimos bancários) = R\$ 900	$\Delta PF$ (empréstimos bancários) = R\$ 900
$\Delta AR$ (carro) = R\$ 1.000 - R\$ 1.000	

Na primeira linha do lado ativos, encontram-se os depósitos dos vendedores de carros, transferidos pelo trabalhador quando adquiriu o bem. Do lado passivos, está o passivo correspondente registrado na conta dos bancos em benefício do vendedor de carros. Igualmente, na segunda linha, temos as transações realizadas entre o trabalhador e o banco. No lado ativos, está o crédito concedido pelo banco ao trabalhador; no lado passivos, está a dívida assumida pelo trabalhador junto ao banco. Finalmente, na última linha, só há ativos reais, que se cancelam mutuamente porque, no início, o carro pertencia ao vendedor e, no final, foi transferido ao trabalhador.

Deste processo de consolidação, chegamos à conclusão fundamental: **uma vez que o setor privado doméstico - famílias, firmas e bancos - deve a si mesmo, não é possível que consiga gerar riqueza financeira líquida dentro do próprio setor privado como um todo. O total de ativos financeiros deve equivaler ao total de passivos financeiros** . Apenas a riqueza real permanece, o carro [14](#) .

Finalmente, podemos usar os conceitos que definimos até aqui e os princípios que regem um sistema consistente de fluxos e estoques para demonstrarmos algumas das contribuições que a Teoria Monetária Moderna trouxe. Em especial: **déficits do Governo são superávits do setor privado; passivos financeiros do Governo são ativos financeiros do setor privado** .

Suponhamos que, ao invés do trabalhador, o Governo é que adquire o carro emitindo reais e pagando no caixa do vendedor de automóveis [15](#) :

Balanco do Governo

Ativos	Passivos ou Obrigações
$\Delta AR$ (carro) = R\$ 1.000	$\Delta PF$ (dinheiro) = R\$ 1.000

Balanco do vendedor de automóveis

--	--

Ativos	Passivos ou Obrigações
$\Delta AF$ (dinheiro) = R\$ 1.000	
$\Delta AR$ (carro) = - R\$ 1.000	

O vendedor de carros tem, agora, R\$ 1.000 que não se cancelam com nenhum passivo de outro agente do setor privado. O vendedor pode utilizar esses R\$ 1.000 para comprar qualquer coisa de outros agentes privados sem se endividar. Qualitativamente, essa é uma situação diversa daquela anterior, na qual os agentes privados deviam uns aos outros, de forma que a dívida privada se cancelava mutuamente. Agora, qualquer compra entre os membros do setor privado, utilizando esses R\$ 1.000, sempre implicará em resultado líquido positivo em algum dos balanços privados. O resultado final é que, numa economia fechada, o setor privado só pode acumular riqueza financeira líquida se houver um setor público que esteja endividado de forma líquida [16](#).

# 3

## SISTEMA MONETÁRIO DOMÉSTICO, CRIAÇÃO DE MOEDA E SUSTENTABILIDADE DO DÉFICIT E DA DÍVIDA PÚBLICA

A Teoria Monetária Moderna desafia uma das mais arraigadas crenças, entre economistas de várias correntes do pensamento, ao afirmar que **um governo que emite sua própria moeda não tem limites financeiros para gastar** . Outra forma pela qual essa mesma ideia aparece é pela afirmação de que **o governo não quebra na sua própria moeda** . A visão convencional, por seu turno, transmuta a ideia de restrição orçamentária aplicável a agentes que não se endividam em sua moeda para argumentar que o Governo também enfrentaria uma restrição semelhante.

Neste capítulo, detalhamos o funcionamento do sistema monetário doméstico (envolvendo bancos, Banco Central e Tesouro) para demonstrar a tese central da Teoria Monetária Moderna de que **o governo não quebra em sua própria moeda e que, portanto, não enfrenta limites financeiros para gastar** . Consequentemente, mostramos também que não existe um correlato da restrição orçamentária sofrida pelos agentes privados na esfera do Governo que emite sua própria moeda. A visão convencional adota hipóteses irrealistas ou incoerentes para fazer a referida transmutação.

Após definirmos “moeda”, mostraremos como se dá a criação dela toda vez que um agente decida realizar gastos. No setor privado, a criação de moeda para financiar gastos é, em geral, realizada pelos

bancos. Mostraremos que ela é endógena, horizontal ou “interna”. Por outro lado, quando o Governo gasta, cria moeda estatal ou “externa”. Nesse contexto, discutiremos a determinação exógena da taxa de juros e como as operações de emissão de dívida do Governo estão estritamente vinculadas à determinação da taxa de juros da política monetária. Em outras palavras, gastos públicos sempre criam dinheiro e títulos de dívida são emitidos para regularizar e atingir a taxa de juros politicamente determina

### 3.1 Definições de Dinheiro

A Teoria Monetária Moderna define moeda como dívida [17](#) . Mais precisamente, como definiu John Maynard Keynes (1930, p.3, tradução nossa): “Moeda de conta, declaradamente aquilo em que dívidas e preços e poder de compra em geral são *expressos* , é o conceito originário de uma teoria monetária”.

E toda moeda de conta emerge

(...) junto com dívidas, que são contratos para pagamento diferidos, e listas de preços, que são ofertas de contratos de compra ou venda. Tais dívidas e listas de preços, sejam elas registradas por palavras ou anotadas em tijolos ou documentos de papel, só podem ser expressas em termos de moeda de conta (...). A moeda de conta é a descrição ou denominação e o dinheiro é aquilo que corresponde à descrição (P.3, tradução nossa).

Vimos no Capítulo 2 que toda riqueza é medida em termos dessa unidade de conta. Na contabilidade macroeconômica, estoques e fluxos são medidos em unidades de conta. Também vimos que para cada ativo há um passivo em alguma outra conta. Está claro que dívida de um lado é crédito de outro. Dívidas (créditos) devem ser denominados numa mesma unidade de conta. Quem a define? De acordo com os cartalistas e as pesquisas de antropólogos e historiadores econômicos recentes, o Estado é que definiu as primeiras unidades de conta há mais de 5 mil anos [18](#) . O ponto fundamental aqui é que o Governo define o que é dinheiro ao definir por que meio receberá seus impostos. Como revelou Keynes na citação acima, se a moeda de conta definida pelo Estado para pagar os tributos é uma unidade virtual ou tijolo (de barro ou de ouro) não é

questão crucial. A imposição da dívida tributária pelo Governo **criará uma demanda cativa pela moeda do Estado** . Isto é, a necessidade de pagar tributos com uma determinada moeda estabelecida pelo Governo, fará as pessoas demandarem a moeda do Estado [19](#) .

Observe que, ao contrário da maioria das teorias sobre a aceitação da moeda, na Teoria Monetária Moderna a “confiança no Governo” não é o determinante da aceitação da moeda estatal [20](#) . A imposição de pagamentos de dívidas tributárias nessa moeda é que é o fator objetivo a estabelecer uma necessidade de demandar a moeda do Estado. Assim, na teoria cartalista todos sabem que todos aceitarão a moeda estatal – ao menos na jurisdição desse Estado - uma vez que todos devem pagar seus tributos (e, mesmo, dívidas privadas denominadas na mesma unidade). Aqueles que não aceitassem a moeda do Estado fá-lo-iam por não terem dívidas pendentes naquela moeda e não por “falta de confiança no Governo”.

Uma segunda questão é a conversibilidade da moeda estatal em alguma mercadoria (ouro, por exemplo) ou em outra moeda estrangeira. Possivelmente, se o Governo estabelecer uma taxa fixa de conversibilidade de sua moeda em uma mercadoria ou outra moeda estrangeira, é possível que isso eleve a aceitação da moeda do Governo. Por outro lado, a fixação de uma regra de conversão implicará na necessidade de o Governo dispor da mercadoria ou da moeda estrangeira para a qual sua moeda tem uma taxa fixa de conversão. Isto é, para garantir a conversão à taxa estabelecida é preciso ter estoques dessa mercadoria ou moeda, de forma a manter a taxa – esse ponto será melhor discutido no Capítulo 5. Neste capítulo, assumiremos que o Governo opera sob taxa flutuante de câmbio entre sua moeda e moedas estrangeiras, de forma que as questões de conversibilidade não se aplicam.

## **3.2 Emissores de Moeda, Hierarquia Monetária e Sistema de Pagamentos**

De acordo com Hyman P. Minsky (1986, p. 228, tradução e negrito nossos):

O que é dinheiro é determinado pelo funcionamento da economia, e usualmente existe uma hierarquia das moedas, com instrumentos monetários especiais servindo a diferentes propósitos. Dinheiro não apenas surge no processo de financiamento, mas também existem vários diferentes tipos de moeda: **qualquer pessoa pode criar dinheiro, o problema é conseguir que seja aceito** .

Consistente com a definição de moeda de conta de Keynes, que reproduzimos mais acima, Minsky associa a emissão de moeda com a emissão de dívidas. Evidentemente, qualquer pessoa pode emitir uma dívida - uma nota promissória ou uma promessa de pagamento futuro - desde que encontre alguém que aceite receber essa dívida em troca de alguma coisa (ou uma mercadoria ou serviço ou, mesmo, uma outra dívida de outro emissor). Emissores diferentes podem ter suas dívidas com aceitabilidade diferente.

A distintiva particularidade da Teoria Monetária Moderna é estabelecer as bases nas quais a **moeda estatal** é aceita por todos e a que define o padrão no qual todas as demais dívidas serão emitidas. O Estado determina a unidade de conta na qual receberá seus impostos, taxas e quaisquer tipos de pagamentos a ele referentes. Ao determinar esse padrão de conta de dívidas para consigo, o Estado garante que sua moeda, também emitida no mesmo padrão, será amplamente aceita por todos os membros da sociedade. Diretamente, por qualquer membro que tenha que pagar impostos e taxas para o Estado ou que tenha dívidas denominadas na unidade de conta escolhida pelo Estado, e, indiretamente, por todos demais que queiram fazer transações com os primeiros. Como afirma Keynes (1930, p.4):

O Estado, portanto, aparece inicialmente como a autoridade legal que impõe o pagamento da coisa que corresponde ao nome ou descrição no contrato. Mas o Estado aparece novamente quando, adicionalmente, invoca o direito de determinar ou declarar *que coisa* corresponde ao nome, e variar sua declaração de tempos em tempos(...) este direito é invocado por todos os Estados modernos e vem sendo invocado há quatro mil anos pelo menos.

O Governo emite, portanto, dívidas na mesma unidade em que recebe seus impostos. Assim, desde que haja impostos a pagar na moeda estatal, haverá demanda por moeda do Estado pelos que precisam pagar os impostos, mas, muito provavelmente, também por outros que nada devem ao Estado. Existe uma determinada emissão

de dívida do Governo que não paga juros – o que Keynes chamou de “moeda propriamente” – e que liquida, em definitivo, toda dívida (quer pública ou privada) denominada na mesma unidade de conta.

Emissão de dívidas não é uma exclusividade do Governo. Como disse Minsky, **desde que aceita, todo mundo pode emitir moeda** . Dívidas emitidas privadamente servem tanto para financiar gastos quanto para liquidar dívidas com terceiros. Por exemplo, as empresas tomam empréstimos com os bancos para pagar os salários dos trabalhadores. Os trabalhadores recebem os pagamentos de salário, portanto, na forma de depósitos bancários (uma dívida do banco) e usam esses depósitos para comprar produtos das empresas. Ao receber os depósitos nas contas bancárias, as empresas tornam-se aptas a usá-los para liquidar dívidas (empréstimos tomados) com os bancos. No Capítulo 2, discutimos esse circuito monetário com dívidas privadas através das alterações de balanços decorrentes da criação de moeda privada.

Assim, tanto o Governo quanto os agentes privados aceitam dívidas por eles emitidas no pagamento a eles devidos. Existe, entretanto, uma diferença crucial entre a **moeda estatal** e a **moeda privada** . A **moeda estatal** presta-se para liquidar qualquer dívida com o Governo ou com os agentes privados. Dívidas do Governo são promessas de que pagamentos serão realizados em **moeda do Governo** . Já a **moeda privada** é a promessa de que seu detentor receberá **moeda do Governo** . Agentes privados não podem emitir **moeda do Governo** . **Moeda privada** não pode liquidar dívidas tributárias. Como veremos a seguir, mesmo entre os bancos, liquidações de dívidas devem ser realizadas por meio de **moeda estatal** porque, embora emitidas privadamente, prometem resgate em **moeda estatal** . Essa diferença é fundamental pois confere uma posição especial para a **moeda estatal** no sistema de liquidação de dívidas no sistema.

Até aqui, tratamos os conceitos de moeda utilizados em nível mais amplo e teórico. Agora, vamos utilizar conceitos de forma mais operacional, conforme aparecem em relatórios e publicações do Banco Central e nos balanços do sistema monetário [21](#) . Por sistema

monetário, entende-se os bancos que emitem depósitos à vista e o Banco Central.

O Banco Central é o banco do Governo e o banco dos bancos; é banco do Governo por ser o que realiza as transações financeiras em nome do Tesouro e banco dos bancos por ser o que efetiva as transações entre os bancos privados.

Os conceitos de moeda mais restritos são passivos financeiros emitidos por esses dois bancos. Conforme a classificação amplamente utilizada, a base monetária é constituída de reservas dos bancos e de papel-moeda em poder do público. A base monetária é a **moeda estatal**. Assim sendo, só se pode pagar tributos com transferências de reservas ou utilizando papel-moeda. Enquanto esse se constitui das notas e moedas em poder de famílias e empresas não bancárias, aquelas são os créditos mantidos no Banco Central, em **moeda estatal**, em posse dos bancos [22](#).

Os depósitos à vista mais o papel-moeda em poder do público constituem o que se chama meios de pagamentos M1 (existem outros agregados monetários, dos quais nos absteremos por enquanto. Veja a Caixa explicativa abaixo). Os depósitos à vista são dívidas emitidas pelos bancos em favor de seus clientes não bancários e dominam amplamente os meios de pagamentos no âmbito da circulação. Cada vez mais, faz-se pagamentos com cartões de débito e outros meios de transferência bancária (internet banking etc.) do que pagamentos com moedas e notas. Já entre os próprios bancos prevalece a transferência de reservas bancárias.

Tabela 1 – Caixa explicativa

### Conceitos de Agregados Monetários Estabelecidos Pelo Banco Central

Os bancos centrais em todo mundo definem e medem conceitos operacionais de “agregados monetários”. Os agregados monetários são dívidas emitidas por diversas entidades financeiras e têm várias características de liquidez, rentabilidade, prazo de vencimento, riscos etc. Os passivos emitidos pelo Banco Central (conhecido como passivo monetário, base monetária ou M0) e pelos bancos

comerciais (depósitos à vista) são os instrumentos financeiros que mais se associam ao conceito de moeda. A seguir, apresentamos uma lista mais ampla de ativos financeiros que o próprio Banco Central classifica como agregados monetários em classes distintas, conforme várias características específicas.

<b>Agregados Monetários</b>	O que representam?
M0	O dinheiro em papel e moedas que circula na economia em Poder do Público (PMPP); e as reservas são o dinheiro que os bancos mantêm em seus caixas, depositado no Banco Central.
M1	É composto pelo Papel-Moeda em Poder do Público (PMPP) e pelos Depósitos à Vista (DV), compreendendo passivos de liquidez imediata.
M2	Engloba, além de M1, os depósitos para investimento e emissões de alta liquidez realizadas no mercado interno por instituições depositárias (que realizam multiplicação do crédito).
M3	Inclui o M2, adicionando captações internas dos fundos de renda fixa e a posição líquida de títulos registrados na SELIC, decorrente de financiamento em operações compromissadas.
M4	Engloba o M3 e os títulos públicos de alta liquidez.

### 3.2.1 Criação de Dinheiro por Bancos e Reservas Bancárias

A classificação de dívidas que acabamos de estabelecer nos remete a uma importante conclusão: bancos não emprestam reservas como supõe a estória do multiplicador bancário [23](#) . Bancos concedem

empréstimos criando depósitos, isto é, substituindo uma dívida do tomador (o crédito concedido pelo banco é uma dívida assumida pelo tomador) por uma dívida do banco (os depósitos à vista). Vejamos novamente como isso se realiza no balancete dos bancos e dos tomadores.

#### Balanco do Banco

Ativos	Passivos
$\Delta AF$ (crédito ao tomador) = R\$ 1.000	$\Delta PF$ (depósito à vista) = R\$ 1.000

#### Balanco do Tomador

Ativos	Passivos
$\Delta AF$ (depósito à vista) = R\$ 1.000	$\Delta PF$ (dívida com o banco) = R\$ 1.000
$\Delta AR$ (carro) = R\$ 1.000	$\Delta PL$ = R\$ 1.000

Observe que ativos e passivos financeiros do banco e do tomador se compensam, respeitando princípios contábeis. Observe, novamente, que isso também vale para o conjunto do setor privado, aqui representado pelas contas do tomador e as do banco. No agregado, como mostramos no Capítulo 2, o setor privado não gera riqueza líquida financeira.

Entretanto, o depósito criado pelo banco para financiar os gastos do tomador de crédito é uma dívida do banco que pode ser convertida em papel-moeda em poder do público ou em reservas. Isto é, o depósito emitido pelo banco promete se converter em dinheiro estatal. Por exemplo, o tomador do empréstimo poderia desejar sacar parte ou a totalidade dos depósitos na forma de papel-moeda e realizar seus pagamentos desta forma. Neste caso, o banco que concedeu o empréstimo teria de ter ativos na forma de moeda estatal para satisfazer a demanda do tomador. Por razões tecnológicas, institucionais e de segurança, a maior parte dos depositantes (aqueles que têm direito de saque contra um banco) não troca seus depósitos por papel-moeda.

Alternativamente, o tomador de empréstimo poderia ter feito a transferência para pagar pelo carro por meio de cheque ou de cartão de débito para a conta bancária do vendedor do carro. Digamos que o banco do comprador do carro fosse o banco A e o do vendedor do carro fosse o banco B. Ao receber a transferência de depósitos, o banco B aumenta sua dívida com o vendedor de carros e, ao mesmo tempo, torna-se credor do banco A. A liquidação da dívida entre o banco A e o banco B também se dará por meio da transferência de reservas do banco A para o banco B, que será executada pelo Banco Central, onde os bancos mantêm suas contas de reservas bancárias.

A necessidade de estarem prontos para converter depósitos à vista em papel-moeda ou em reservas faz os bancos manterem parte de seus ativos na forma de reservas bancárias, ou seja, na forma de moeda estatal. A manutenção de certo nível de reservas depende de uma série de fatores institucionais como, por exemplo: a exigência legal de manter reservas (compulsórios); as regras de manutenção (defasadas ou contemporâneas) do compulsório; as práticas de saques e depósitos dos clientes; as tecnologias de transferência entre bancos; as taxas punitivas de concessão de reservas pelo Banco Central etc. Seja como for, a conversão de suas dívidas em moeda estatal obriga os bancos a demandarem reservas na forma de moeda estatal. Se não dispusessem de reservas para saldar dívidas – especialmente depósitos – os bancos entrariam em insolvência.

#### Balanco do Banco A

Ativos	Passivos
$\Delta$ Reservas Bancárias = 100 $\Delta$ AF (crédito ao tomador) = R\$ 1.000	$\Delta$ PF (depósito à vista) = R\$ 1.000 $\Delta$ Redesconto = 100

#### Balanco do Banco B

Ativos	Passivos
$\Delta$ AF (depósito à vista) = R\$ 1.000	$\Delta$ PF (dívida com o banco) = R\$ 1.000

## 3.2.2 Hierarquia de Moedas

Todas as dívidas são denominadas em moeda estatal. Isso implica que o emissor se compromete a converter sua dívida em moeda estatal em algum momento no tempo. Acima, mostramos o exemplo das dívidas bancárias mais amplamente utilizadas na economia – os depósitos à vista – que prometem ser convertidas em moeda do Estado e a conseqüente necessidade de os bancos manterem alguma reserva na forma de moeda estatal.

Firmas usualmente utilizam depósitos à vista para pagarem por força de trabalho e matérias-primas. Trabalhadores também usam seus depósitos à vista para pagarem as prestações de carros, casas e nas compras cotidianas. Em ambos os casos, firmas e trabalhadores basicamente estariam prometendo pagar suas dívidas por meio de depósitos bancários. Para isso, precisam ter uma conta no banco com esses depósitos ou a declaração do banco de que emitiria os depósitos necessários para cobrir os cheques das firmas e dos trabalhadores.

A complexidade das relações acima descritas pode se elevar consideravelmente quando consideramos a variedade de instituições financeiras que proveem serviços de pagamentos. Essas instituições financeiras geralmente possuem depósitos em bancos para fazerem os pagamentos requeridos por seus clientes. Os bancos, novamente, devem estar prontos para converter seus depósitos em moeda estatal (reservas e/ou papel-moeda). Por simplicidade, podemos considerar três níveis hierárquicos das moedas: dívida não bancária; dívida bancária e moeda estatal [24](#).

Embora todos possam emitir moeda, nem todas têm a mesma aceitação. A moeda estatal é a mais aceita no sistema, pois é a que o Estado aceita na liquidação de dívidas tributárias. Ademais, a moeda estatal é a única que pode eliminar as dívidas privadas em definitivo, uma vez que as dívidas privadas são denominadas em moeda estatal

Figura 1 – Pirâmide da Hierarquia das Moedas



Embora simplificada, a pirâmide acima ilustra bem e nos dá oportunidade de estabelecer algumas características muito importantes da hierarquia da moeda. No vértice superior da pirâmide, está a moeda estatal de maior aceitabilidade por ser a “moeda propriamente”, na terminologia de Keynes, isto é, aquilo que liquida qualquer outra dívida. O emissor dessa moeda não corre risco de não pagamento de suas dívidas emitidas na mesma unidade. Descendo a pirâmide, outras dívidas por bancos, firmas e famílias são denominadas na unidade de conta estatal e têm, crescentemente, mais riscos de não conversão à moeda estatal. Em outras palavras, todos os emissores de dívida, que não o próprio Estado, emitem dívidas redimíveis em moeda emitida por algum agente superior na hierarquia monetária.

Uma segunda característica da hierarquia monetária é que os agentes na parte de baixo da pirâmide alavancam suas dívidas sobre uma base inferior de meios de liquidação dessas dívidas. Assim, bancos e não bancos alavancam seu poder de compra por meio de emissões de passivos financeiros sobre uma base muito menor de moeda estatal (papel-moeda e reservas). O volume de dívidas na base

da pirâmide é sempre bastante superior ao de dívida pública. Portanto, ter acesso a reservas e papel-moeda estatal permite redimir as dívidas emitidas privadamente. Firms, famílias e bancos não podem emitir as próprias moedas para liquidarem suas dívidas. Firms e famílias podem usar dívidas bancárias – depósitos à vista – para liquidar uma dívida anterior (nota promissória, letra de câmbio, crediário etc.). Entretanto, observe que isso significa trocar uma dívida velha por uma dívida nova ou trocar uma dívida própria por uma dívida de terceiro; no caso, do banco. Por sua vez, para liquidar a dívida que emitiu em substituição à dívida das firms e das famílias, o banco usa reservas (moeda estatal).

### 3.2.3 Banco Central e os Bancos

Como e de onde surgem as reservas bancárias? Inevitavelmente as reservas devem vir do Banco Central. Operações de salvamento dos bancos ficaram muito populares na recente crise financeira mundial de 2008 [25](#) . Para se evitar uma crise sistêmica ainda mais destrutiva, que poderia arrastar todo o sistema financeiro mundial, bancos centrais do mundo inteiro fizeram vários empréstimos, em última instância, salvadores dos patrimônios dos bancos.

Menos conhecidos são os empréstimos diários que o Banco Central opera com os bancos privados de forma a possibilitar aos bancos resgatarem suas dívidas – depósitos – por meio de transferências de reservas mantidas em moeda estatal. O financiamento intradia do Banco Central aos bancos, gira em torno de R\$ 150 bilhões por dia no Brasil [26](#) . Esse tipo de financiamento é similar ao saque a descoberto que firms e famílias fazem nas contas bancárias.

O Banco Central também permite esse tipo de operação nas contas das reservas bancárias, fazendo um crédito na conta do banco deficitário. O banco dá, como garantia desse empréstimo, títulos de dívida pública de sua posse. Ao final do dia, os bancos devem cobrir o empréstimo concedido pelo Banco Central durante o dia de forma a receber de volta o título público dado em garantia. Se, ao final do dia, não tiver as reservas para cobrir o empréstimo intradia, o banco terá de tomar empréstimo junto a outros bancos no mercado secundário

de reservas. Isto é, outros bancos devem emprestar as reservas necessárias ao banco deficitário. Caso não haja quem empreste os fundos necessários para cobrir o banco deficitário, o Banco Central estende o empréstimo intradia automaticamente por um dia útil (*overnight*) ou por maior prazo, a depender das condições de liquidez do banco.

Retomemos nosso exemplo acima, em que o banco A concedeu empréstimo para um consumidor comprar um automóvel de R\$ 1.000. Bancos podem criar moeda simplesmente creditando na conta corrente do consumidor o valor do depósito (R\$ 1.000), que é a contrapartida do valor do crédito concedido e que aparece na conta ativos do banco.

Balanco do Banco A

Ativos	Passivos
$\Delta AF$ (crédito ao tomador) = R\$ 1.000	$\Delta PF$ (depósito à vista) = R\$ 1.000

Suponhamos, a princípio, que o tomador do empréstimo saque em papel-moeda os depósitos criados pelo Banco A. A transformação do depósito à vista em papel-moeda necessita de que o Banco A consiga empréstimos de reservas junto a outros agentes, outros bancos ou o Banco Central. Como mostramos acima, o Banco Central tem linhas de crédito de reservas intradia ou por períodos mais longos – de forma geral, denominadas redescontos. Tomando empréstimo de redesconto com o Banco Central, o balanço do Banco A torna-se:

Ativos	Passivos
$\Delta$ Reservas bancárias (depósitos com o Banco Central) = R\$ 1.000	$\Delta PF$ (depósito à vista) = R\$ 1.000
$\Delta AF$ (crédito ao tomador) = R\$ 1.000	$\Delta$ Redesconto (dívida com o Banco Central) = R\$ 1.000

Após o saque realizado pelo cliente do banco, o balanço torna-se:

Ativos	Passivos
$\Delta AF$ (crédito ao tomador) = R\$ 1.000	$\Delta$ redesconto (dívida com o Banco Central) = R\$ 1.000

Alternativamente, o tomador de empréstimo poderia fazer o pagamento pelo carro por meio de transferência de depósitos para a conta do vendedor de carros no Banco B, em vez de sacar o dinheiro em papel-moeda.

#### Balanço Banco A

Ativos	Passivos
$\Delta AF$ (crédito ao consumidor) = R\$ 1.000	$\Delta PF$ (depósitos à vista) = - R\$ 1.000 $\Delta$ Reservas devidas ao Banco B = R\$ 1.000

#### Balanço do Banco B

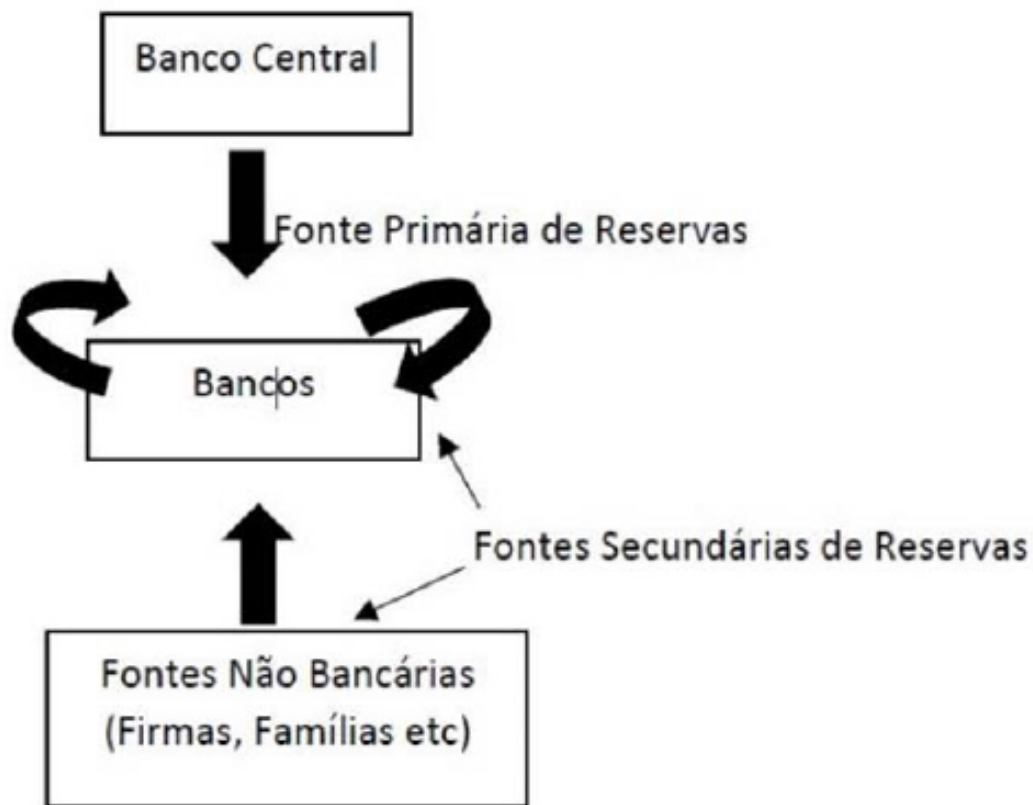
Ativos	Passivos
$\Delta AF$ (reservas emprestadas ao Banco A) = R\$ 1.000	$\Delta PF$ (depósitos do vendedor de carros) = R\$ 1.000

Nessa situação, o Banco A deve R\$ 1.000 em reservas ao Banco B. O Banco A precisará tomar reservas emprestadas de fontes o menos caras possíveis, de forma a manter a operação de empréstimo realizada lucrativa. As fontes de reservas podem ser: clientes que tenham papel-moeda; venda de ativos do banco para agentes que tenham papel-moeda ou reservas; endividamento do banco no exterior; empréstimo de reservas junto a outros bancos; ou empréstimos junto ao Banco Central.

O Banco Central é o emissor primário e monopolista de todas as reservas e papel-moeda na economia. Consequentemente, é a fonte de

reservas novas para o sistema como um todo. As demais possíveis fontes de reservas são, em verdade, apenas potenciais acumuladores de reservas previamente emitidas pelo Banco Central e, por isso, são fontes mantenedoras secundárias de reservas e papel-moeda [27](#) . As fontes secundárias não podem, por definição, ampliar o estoque de reservas do sistema. O mercado de reservas, então, é constituído de uma fonte primária e vários canais secundários de distribuição de reservas. O esquema abaixo ilustra as relações.

Figura 2 - Fontes Primárias de Geração de Reservas e Secundárias de Transação com Reservas



Conforme mostramos acima, o Banco Central concede empréstimos de reservas para o sistema bancário diariamente. Numa típica relação de empréstimo de reservas envolvendo o Banco Central, o Banco A tomaria empréstimos de reservas junto ao Banco Central e transferiria para a conta de reservas bancárias do Banco B.

### Balanco Temporário do Banco A

Ativos	Passivos
$\Delta$ Reservas = R\$ 1.000 Crédito ao Consumidor = R\$ 1.000	$\Delta$ Redesconto junto ao Banco Central = R\$ 1.000

### Balanco Banco Central

Ativos	Passivos
$\Delta$ Empréstimos de Redesconto ao Banco A = R\$ 1.000	$\Delta$ Reservas = R\$ 1.000

Agora o Banco A tem reservas para liquidar seus débitos com o Banco B e faz isso transferindo as reservas:

### Balanco Final do Banco B

Ativos	Passivos
Reservas = R\$ 1.000	$\Delta$ PF (Depósitos do vendedor de carro) = R\$ 1.000

O Balanco Final do Banco A, torna-se:

Ativos	Passivos
Crédito ao Consumidor = R\$ 1.000	$\Delta$ Redesconto junto ao Banco Central = R\$ 1.000

E o Balanco Final do Banco Central:

Ativos	Passivos
$\Delta$ Empréstimos de Reservas ao Banco A = R\$ 1.000	$\Delta$ Reservas = R\$ 1.000

Nessa ilustração bastante simples - mas não irrealista, com operações de mudança apenas nos ativos e passivos diretamente

relacionadas ao nosso exemplo, não levando em conta as demais contas de ativos e passivos do Banco Central e dos bancos –, mostramos que os bancos criam moeda bancária – depósitos à vista – mesmo sem ter acumulado qualquer reserva previamente. De fato, **bancos não emprestam reservas**. A ideia de multiplicador bancário não é uma simplificação de um mecanismo complexo. O multiplicador monetário é um mecanismo inexistente. Em segundo lugar, não há transferência de dinheiro físico. Todas as transferências são meros dígitos de contabilidade como transferências virtuais de computador.

Se os bancos criam dinheiro “do nada”, porque eles não criam dinheiro infinitamente? Os bancos não criam dinheiro infinitamente basicamente por duas razões:

- a) A criação de dinheiro bancário é uma contraparte do crédito concedido ao tomador. Os bancos só concederão crédito e, portanto, criarão moeda, se o tomador for considerado bom pagador. Isto é, se o tomador for considerado capaz de honrar os pagamentos devidos de principal e de juros correspondentes a valor tomado de empréstimo. Caso o tomador não seja capaz de honrar os pagamentos de amortização e serviços da dívida assumida, a renda bancária se reduz, seus acionistas terão menor retorno sobre o capital investido no banco e, finalmente, o banco pode ver seu valor patrimonial reduzir;
- b) Em segundo lugar, o banco deve ter acesso a reservas com custo menor do que o empréstimo concedido. O acesso a reservas é fundamental porque ao emitir um depósito à vista o banco promete convertê-lo, a qualquer momento, em moeda estatal. A demanda por conversão em moeda estatal pode se dar quando o credor dos depósitos bancários decidir, por exemplo, sacar o depósito em papel-moeda ou fazer pagamentos por meio de transferências para contas em outros bancos ou, crucialmente, quando tiver de pagar tributos ou comprar títulos públicos.

Enquanto os bancos podem criar, ilimitadamente, quanto depósito à vista desejarem, eles não podem criar nenhum centavo em reservas ou papel-moeda. Tanto quanto criem depósitos denominados e resgatáveis em moeda estatal, os bancos sempre demandarão

reservas. A demanda por reservas (moeda estatal), portanto, não se relaciona com confiança no Governo. A demanda de reservas pelos bancos está intimamente ligada à necessidade deles de resgatar as dívidas – depósitos – em moeda estatal [28](#). Não dispor de reservas, ou dispor delas a custo elevado, quando a conversão de depósitos em moeda estatal é requerida, pode levar o banco à insolvência ou à iliquidez.

Embora seja uma fonte primária e de última instância na obtenção de reservas pelos bancos, o Banco Central não adianta reservas sem garantias. Os bancos tomadores de reservas junto ao Banco Central obtêm acesso ao redesconto ou mesmo ao empréstimo intradia fazendo operações compromissadas com títulos públicos. Isto é, eles entregam títulos públicos com desconto no valor em troca das reservas e se comprometem a comprar, no fim do período do empréstimo, pelo valor de face do título [29](#). Possuir títulos públicos é, portanto, fundamental para os bancos terem acesso a reservas de forma rápida e barata [30](#).

### **3.3 Reservas e Exogeneidade da Taxa de Juros**

O que acabamos de descrever é o que se conhece como criação endógena de moeda [31](#). Bancos e outros agentes podem criar moeda sem necessidade de receberem depósitos prévios e de reservas. Caso reservas sejam necessárias, por razões legais ou para resgatar depósitos à vista que clientes queiram converter em papel-moeda ou reservas, os bancos possuem linhas diretas de crédito de reservas com o Banco Central, como discutido anteriormente.

A demanda por reservas precisa ser satisfeita – isto é, a oferta de moeda pelo Banco Central é endógena – para que o sistema de pagamentos seja estabilizado. Caso os bancos não encontrassem reservas suficientes, isto é, caso o Banco Central não acomodasse totalmente a demanda dos bancos por reservas, as taxas de juros de curto prazo subiriam sem limites. Da mesma forma, caso o Banco Central não eliminasse o excesso de reservas indesejadas pelos bancos através de venda de títulos públicos, a taxa de juros de curto prazo cairia a zero. Uma vez que os bancos emitem depósitos denominados

na moeda estatal, a demanda dos bancos por moeda estatal (reservas) é inelástica em relação à taxa de juros. Os bancos precisam de reservas para resgatarem os depósitos à vista, caso sejam demandados, e para atenderem aos requisitos de reservas estabelecidos pelo Banco Central. Falhas em satisfazer o sistema de pagamentos levaria os bancos à bancarrota.

Quando a moeda é endógena, a taxa de juros deve ser exógena <sup>32</sup>. O Banco Central é o fornecedor monopolista de reservas, de forma que não existe outro agente capaz de criar reservas novas no sistema e de satisfazer plenamente a demanda dos bancos por reservas, assim como também não haveria modo de os bancos se livrarem de reservas consideradas excessivas se o Banco Central não as recebesse em troca de títulos. De forma mais geral, se a disponibilidade de reservas estivesse fixa, a taxa de juros de curto prazo flutuaria com a demanda por reservas. A volatilidade das taxas de juros de curto prazo colocaria uma impossibilidade para os agentes privados calcularem os riscos relativos dos vários ativos de risco. Dito de outro modo, não haveria taxa livre de risco que pudesse conduzir as referências de risco do mercado. Como vimos, se as taxas de acesso às reservas flutuassem com a demanda, o risco bancário de empréstimo de depósitos se tornaria incalculável, uma vez que eventuais demandas por conversão de depósitos em papel-moeda ou satisfação de requerimento de reservas seriam satisfeitas por empréstimos de reservas a custos que poderiam superar em muito os juros cobrados nos empréstimos.

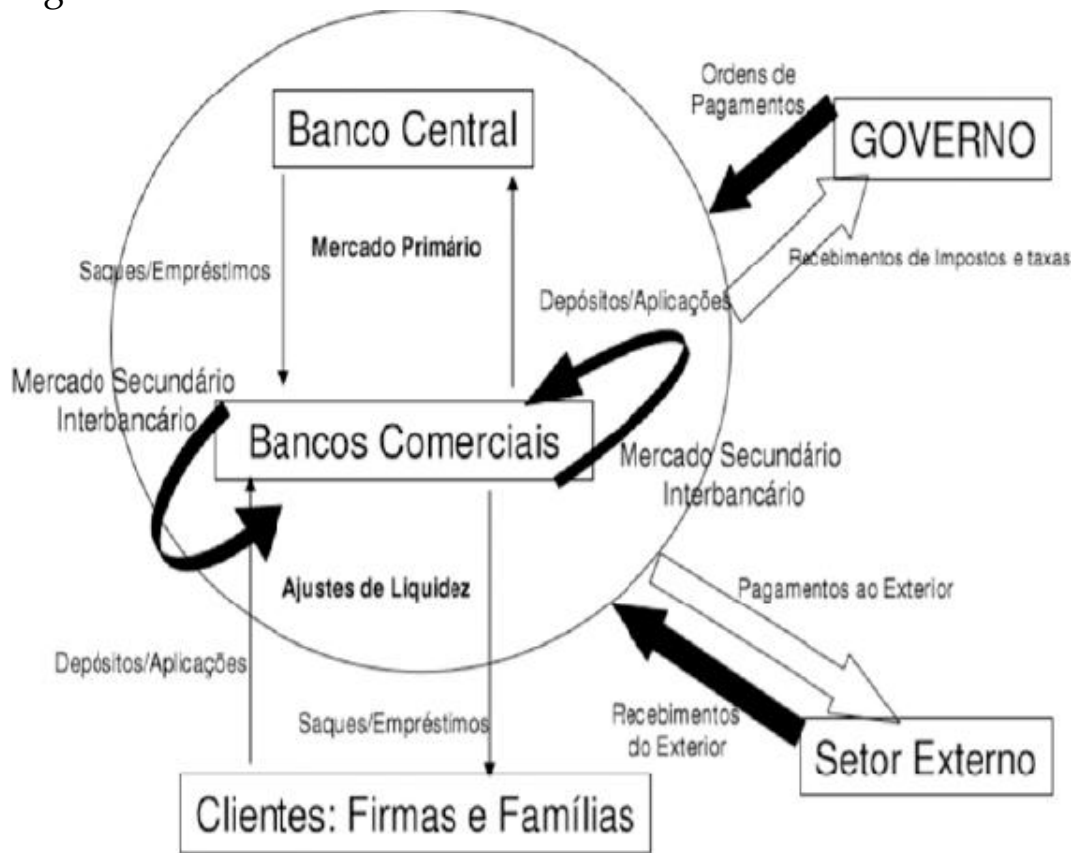
A prática dos bancos centrais é a de fixar a taxa de juros de curto prazo de forma a garantir a estabilidade do sistema de pagamentos. No Brasil, a taxa Selic é determinada pelo Banco Central a cada reunião do Comitê de Política Monetária (a cada 45 dias aproximadamente). Para que a taxa de curto prazo fixada pelo Banco Central prevaleça nas negociações no mercado interbancário, o Banco Central deve estar pronto para compensar as necessidades de ajuste de portfólio bancário correspondente à taxa desejada pelo Banco Central. Isso significa que a ideia corriqueira de que o Banco Central influencia a taxa de juros controlando a quantidade de moeda por meio das operações de mercado aberto é equivocada. Enquanto a

necessidade de converter depósitos em papel-moeda e a necessidade de satisfazer requerimentos de reservas fazem os bancos acumularem reservas, excessos de reservas empoçadas no sistema bancário tendem a conduzir a taxa de juros para zero. Assim, o Banco Central atua compensando flutuações indesejadas nas reservas bancárias, uma vez que valores indesejados de reservas levariam os bancos a pressionarem indefinidamente as taxas de juros de curto prazo. Em suma, o Banco Central tem comportamento passivo no mercado de reservas bancárias de forma a estabilizar as taxas de juros de curto prazo.

Essa é uma postura necessária e decisiva pois existem fatores não controláveis pelo Banco Central – menos ainda pelos bancos – que afetam o volume de reservas disponíveis para transações. Esses fatores devem ser considerados, antecipados e compensados pelo Banco Central, de forma a manter a taxa de juros de curto prazo na marca decidida pelo Comitê de Política Monetária. Os principais fatores de criação de base monetária são o déficit público, o saldo do balanço de pagamentos e os empréstimos do Banco Central aos bancos.

A Figura 3.3 abaixo ilustra as várias operações por meio das quais as reservas bancárias são afetadas. Todas elas são, de fato, independentes do controle do Banco Central. Dentro do círculo, temos operações de transferências de reservas entre as instituições bancárias e operações no mercado secundário que não criam nem destroem reservas novas – apenas transferem reservas entre os bancos. Ainda dentro do círculo, existem relações dos bancos com o Banco Central em que reservas novas são criadas ou destruídas. Pelo lado de fora do círculo, temos as transações com o “Governo” (Tesouro Nacional) e com o “Setor Externo” que impactam o volume novo de reservas, ou drenando ou injetando novas reservas.

Figura 3 – Condicionantes das Reservas Bancárias



O Banco Central denomina essas operações de condicionantes da base monetária e registra essas operações no balanço patrimonial. As duas mais significativas, em volume e proporção das reservas novas criadas ou destruídas, são referentes às transações do Tesouro Nacional e às com moeda estrangeira. Em termos de criação e destruição de reservas bancárias, temos.

- Criação de reservas bancárias sempre ocorre quando o Tesouro Nacional ordena pagamentos de qualquer natureza;
- Destruição de reservas sempre ocorre quando há transferências ou depósitos (tributos, por exemplo) na conta do Tesouro Nacional;
- Criação de reservas ocorre quando há variações positivas no valor dos ativos externos acumulados como ativos pelo Banco Central;
- Finalmente, reservas são destruídas quando há variação negativa no valor dos ativos externos acumulados como ativo pelo Banco Central.

A criação de reservas bancárias sempre ocorre através das contas do Banco Central por ser o emissor monopolista de moeda estatal. Esse fato não significa que o Banco Central tenha controle sobre a quantidade de base monetária que emite. Já notamos que o Banco Central está pronto para satisfazer qualquer demanda dos bancos por reservas, visto que sua política visa manter a taxa de juros de curto prazo (*overnight*) determinada pelo Comitê de Política Monetária. Mais significativos são os efeitos de transações do setor externo e do Governo sobre a base monetária. Excessos de reservas acumulados nos bancos e provocados por esses fatores, sem contrapartida do Banco Central, levariam a taxa de juros de curto prazo a zero; enquanto a drenagem de reservas, sem a compensação pelo Banco Central, levaria as taxas de curto prazo a crescer indefinidamente [33](#).

### 3.4 Banco Central, Tesouro e “Restrição Orçamentária” do Governo

Reconhecidamente, a relação entre o Banco Central e o Tesouro é uma das menos abordadas na macroeconomia em geral e é assunto sobre qual a teoria cartalista mais tem contribuído. A questão que abordaremos nesta seção diz respeito à sustentabilidade da dívida pública, no contexto da proposição da Teoria Monetária Moderna de que o Governo não quebra na sua moeda. Ademais, como vimos até aqui, a política monetária é conduzida de forma a fixar a taxa de juros de curto prazo.

A emissão de títulos públicos é uma operação de política monetária, não de financiamento do Governo. Emissão de títulos é uma operação de drenagem de reservas excessivas que provocariam queda na taxa de juros de curto prazo a zero. Vamos recorrer aos balanços do Banco Central e de um banco qualquer para exemplificar o processo de drenagem de reservas excessivas causadas por déficit fiscal. Começemos por um balancete sintético do Banco Central:

Ativos	Passivos

Ativos externos	Monetário: Reservas e PMPP
Títulos públicos	Não Monetário: Conta única do Tesouro
Empréstimos aos bancos	

Movimentações do Tesouro são registradas na Conta Única; depósitos em favor do Tesouro são creditados e saques são debitados da Conta Única. Déficits registrados em determinado período mostrariam queda do saldo da Conta Única. Suponhamos que o Governo faça um pagamento de salário para o funcionalismo público e que neste instante só retenha o imposto de renda referente aos salários dos funcionários pagos. Neste momento, o Tesouro está em déficit. O pagamento realizado pelo Tesouro é creditado em contas bancárias dos funcionários públicos e debitado da Conta Única.

Ativos	Passivos
Ativos externos Títulos públicos Empréstimos aos bancos	Monetário: Reservas e PMPP (+) Não Monetário: Conta única do Tesouro (-)

#### Bancos de Crédito dos Funcionários Públicos

Ativos	Passivos
Reservas (+) Títulos públicos (+) Empréstimos	Depósitos (+)

Os débitos realizados na Conta Única corresponderão a créditos na conta Reservas dos bancos e de depósitos em favor dos funcionários públicos nos seus bancos. Observe que os bancos só retêm um percentual dos depósitos em reservas, de forma que o novo volume de reservas acrescidas pelo gasto do Tesouro é excessivo se assumirmos que o percentual anterior estava em nível considerado adequado pelo banco. Considerando que a preferência reservas/depósitos não tenha se alterado, os bancos vão procurar

reduzir o excesso de reservas para o nível desejado. Eles buscarão comprar títulos no interbancário ou com o Banco Central. O Banco Central está pronto para vender títulos públicos compensadores do efeito do gasto público sobre as reservas, visto que o excesso de reservas poderia reduzir a taxa de juros de curto prazo a zero.

A nova composição dos balanços é mostrada abaixo:

#### Balanco do Banco Central

Ativos	Passivos
Ativos externos Títulos públicos (-) Empréstimos aos bancos	Monetário: Reservas e PMPP (+) (-) Não Monetário: Conta única do Tesouro (-)

No Banco Central, há redução dos títulos públicos no lado ativo que foram vendidos para os bancos. Em compensação, há redução no passivo monetário reservas que foram usadas pelos bancos para comprarem os títulos públicos.

#### Balanco do Banco de Crédito dos Funcionários Públicos

Ativos	Passivos
Reservas (+) (-) Títulos Públicos (+) Empréstimos	Depósitos (+)

No balanço do banco, houve redução na conta reservas correspondente à compra de títulos públicos. Há, portanto, uma compensação da redução das reservas no lado ativo com aumento do ativo títulos públicos. Essa ação do banco é um ajuste patrimonial de seu portfólio com objetivo de aumentar rentabilidade <sup>34</sup>. A política monetária do Banco Central atua para possibilitar ao banco ajustar o portfólio de acordo com sua avaliação de rentabilidade/risco desejada. Do ponto de vista do Banco Central, houve drenagem de

reservas excessivas que poderiam pressionar a taxa de juros de curto prazo para fora da taxa desejada pela política monetária.

O próprio Tesouro pode vender títulos para o banco, o que geralmente é visto como uma operação de financiamento do Governo. Como vimos acima, na verdade essa é uma operação de política monetária, uma vez que o resultado concreto é o de auxiliar o Banco Central na operacionalização da taxa de juros da política monetária. No caso brasileiro, o Banco Central não pode emitir dívidas próprias para operacionalizar a política monetária. O Tesouro é o único emissor de títulos públicos. Para operar a política monetária, o Banco Central faz uso de operações de venda (compra) e revenda (recompra) de títulos. Mas novos títulos só podem ser emitidos pelo Tesouro. Como vimos, ao realizar gastos, o Tesouro injeta reservas novas no sistema bancário. Ao recolher impostos, o Tesouro drena reservas do sistema bancário. Déficits públicos injetam, portanto, reservas adicionais ao sistema bancário. Reservas adicionais podem levar a reduções da taxa de juros do mercado monetário abaixo do desejado pelo Banco Central. As operações do Tesouro de colocação de novos títulos são, efetivamente, operações similares às operações do Banco Central de drenagem de reservas excessivas do sistema bancário. Se as operações de venda de títulos para drenar o excesso de reservas não ocorressem, a taxa de juros de curto prazo poderia ir a zero <sup>35</sup>.

A partir dessas relações operacionais entre déficits públicos e criação de reservas, a Teoria Monetária Moderna afirma que existe uma tendência de déficits públicos provocarem reduções, não elevações, da taxa de juros de curto prazo <sup>36</sup>. As reduções nas taxas de juros só não ocorrem necessariamente porque há intervenção política do Banco Central ou do Tesouro na forma de colocação de títulos da dívida pública para drenar o excesso de reservas bancárias criadas pelo gasto do Governo. A colocação de títulos públicos, pelo Tesouro ou pelo Banco Central, restabelece a composição de portfólio desejada pelos bancos ao nível da taxa de juros decidida pelo Banco Central. Não fossem essas intervenções, a taxa de juros tenderia a zero diante de déficits públicos.

Essa última conclusão da Teoria Monetária Moderna está em franca oposição à visão convencional de que o Governo, assim como

famílias e firmas, enfrenta uma “restrição orçamentária” e que o financiamento de déficits permanentes levaria a elevações da taxa de juros. O problema é colocado pela visão convencional de variadas maneiras: o problema da sustentabilidade fiscal; o espaço fiscal etc.

As conclusões convencionais sobre a restrição orçamentária do governo seguem a seguinte fórmula:

$$G + iD = T + \Delta M0 + \Delta D \quad (3.1)$$

O lado esquerdo da fórmula mostra os gastos do Governo em bens e serviços (G) e os gastos com juros da dívida pública (iD, onde i é a taxa de juros incidente sobre a dívida pública D). Do lado direito, a fórmula apresenta a tributação (T), a variação da base monetária ( $\Delta M$ ) e a variação da dívida pública ( $\Delta D$ ) num determinado período de tempo. Da fórmula, podemos derivar o déficit/superávit primário  $G - T$  e o déficit/superávit público global  $G + iD - T$ . É dessa relação que muitos economistas, equivocadamente, supõem que gastos do Governo ( $G + iD$ ) ou são financiados por tributos (T); por variação da dívida ( $\Delta D$ ); ou por emissão de moeda ( $\Delta M0$ ). A sequência do argumento convencional é como segue: déficits públicos ( $G + iD > T$ ) terão de ser financiados por crescimento da dívida pública ( $\Delta D$ ) e/ou monetização da dívida pública ( $\Delta M0$ ). No primeiro caso, o aumento da dívida pública, os déficits levariam ao crescimento das taxas de juros e resultariam numa trajetória insustentável (explosiva) da dívida pública. No cenário mais extremo, o Governo teria de dar calote na dívida pública visto que os agentes privados se recusariam a financiar o déficit público. No segundo caso, de financiamento por emissão de moeda, não se supõe um calote na dívida pública, mas a emergência de um processo inflacionário.

Como mostramos acima, entretanto, o gasto público ( $G + iD$ ) sempre implica em emissão de moeda ( $\Delta M0$ ), geralmente manifesta em reservas creditadas nas contas de bancos privados. Contudo, a tributação e o ajuste de portfólio dos agentes privados fazem com que parte da moeda criada pelos gastos públicos seja destruída, seja pelo pagamento de impostos ou pela conversão em títulos de dívida pública. Toda vez que títulos públicos são comprados do Tesouro ou

do Banco Central e tributos são pagos ao Tesouro, reservas são destruídas. Enquanto a visão convencional vê a fórmula  $G + iD - T = \Delta M0 + \Delta D$  como a restrição orçamentária do Governo, relação *ex-ante* a Teoria Monetária Moderna demonstra que ela é resultado *ex-post* do balanço setorial. Isto é, o lado direito da fórmula expressa quanto do déficit do Governo ( $G + iD > T$ ) os agentes privados desejam manter na forma de papel-moeda ou reservas ( $\Delta M0$ ), quanto do déficit desejam manter na forma de dívida pública ( $\Delta D$ ). Para a Teoria Monetária Moderna, a fórmula não representa três formas distintas ( $T$ ;  $\Delta M0$  e  $\Delta D$ ) de financiamento do Governo, mas o processo da política fiscal. Só existe uma forma de financiamento: criação de moeda estatal (geralmente) creditando na conta de reservas dos bancos. A tributação drena parte das reservas criadas pelo gasto governamental; a venda de títulos corresponderá à demanda dos bancos para reduzir o excesso de reservas e  $\Delta M0$  será a variação das reservas desejadas pelos bancos ou do papel-moeda desejado pelo público não bancário. Novamente, o montante proporcional do déficit mantido pelo setor privado na forma de  $\Delta M0$  ou  $\Delta D$  será resultado da composição de portfólio desejada pelos bancos e pela quantidade de papel-moeda desejada pelo público não bancário, dada taxa de juros de curto prazo fixada pelo Banco Central [37](#).

Mais fundamentalmente, a relação causal estabelecida pela Teoria Monetária Moderna é consistente com o fato de que os agentes privados só podem pagar tributos e comprar títulos públicos com base monetária. Em termos estritos, não haveria como os agentes privados pagarem impostos sem antes receberem pagamentos na moeda estatal. Igualmente, os agentes privados não poderiam comprar títulos públicos sem antes possuírem moeda estatal. Isso implica em que, embora os agentes privados possam criar meios de pagamentos privados (por exemplo, depósitos à vista), eles não podem criar meios de pagamentos de tributos e de títulos públicos. A conclusão a que a Teoria Monetária Moderna chega dessas relações é que nem tributos nem emissão de títulos públicos financiam os gastos do Governo e que, por conseguinte, o Governo emissor de sua própria moeda não sofre as restrições financeiras sugeridas pela visão convencional.

### 3.4.1 Sustentabilidade Fiscal

Mesmo do ponto de vista convencional, a fórmula 3.1 anterior mostra que o Governo não enfrenta restrições financeiras como ocorre com famílias e empresas visto que pode sempre financiar gastos com  $\Delta M0$ . Entretanto, ainda haveria uma restrição inflacionária para o financiamento do gasto público com  $\Delta M0$  <sup>38</sup>. Quando elimina o déficit financiado por emissão monetária, a visão convencional estabelece uma restrição intertemporal sobre o orçamento do Governo relacionando déficits fiscais e endividamento no longo prazo. Na literatura convencional, os déficits intertemporais devem ser financiados por dívida apenas. Segue-se a questão de sustentabilidade do déficit fiscal, uma vez que a visão convencional assume a existência de limites para o endividamento do Governo, assim como há limites para o endividamento das famílias e firmas. Em outras palavras, a visão convencional afirma que deve existir um limite para o endividamento do Governo para que a dívida possa ser paga. Caso o Governo não limitasse seu déficit, os agentes privados deixariam de comprar a dívida pública por temer o não pagamento ou, mesmo, um calote.

Matematicamente, o raciocínio é como segue:

Seja  $d = \frac{D_1}{Y_1} - \frac{D_0}{Y_0}$  o crescimento da dívida em proporção ao PIB.

O crescimento da dívida sobre o PIB está condicionado pela taxa de juros ( $i$ ) incidente sobre a dívida do período anterior ( $D_0$ ); pelo déficit (superávit) primário ( $S_1$ ) do Governo no mesmo período; e pelo crescimento do PIB no período. Assim, suponhamos que o PIB cresça  $(1 + g)$  entre o período 0 e 1. Então, a expressão acima pode ser desmembrada como segue:

$$d = \frac{D_0(1+i)}{Y_0(1+g)} - \frac{D_0(1+g)}{Y_0(1+g)} - \frac{S_1}{Y_1} \quad (3.2)$$

Rearranjando os termos, obtemos:

$$d = \frac{D_0(i-g)}{Y_0(1+g)} - \frac{S_1}{Y_1} \quad (3.3)$$

De acordo com essa última expressão, o crescimento da dívida em relação ao PIB ( $d$ ) depende: a) da diferença entre a taxa de juros ( $i$ ) e o crescimento da economia ( $g$ ); e b) do déficit/superávit primário ( $S_1 = T - G$ ) do Governo. Consideremos as quatro combinações, isto é: superávit/déficit primário com  $i > g$ ; e superávit/déficit primário com  $i < g$ .

**Caso 1)** Se a taxa de juros for maior do que o crescimento da economia,  $i > g$ , a dívida crescerá em proporção ao PIB caso o Governo incorresse em déficit primário ou mesmo se o déficit primário fosse igual a zero. Nesse caso, um superávit primário constante resultaria numa relação dívida pelo PIB constante, considerando constantes a taxa de juros e o crescimento do PIB. Entretanto, essa relação dívida/PIB é instável, uma vez que qualquer desvio do superávit primário inicial faria a dívida/PIB desviar de seu valor inicial mesmo depois de o superávit primário voltar para o nível inicial;

**Caso 2)** Se a taxa de juros for menor do que o crescimento da economia,  $i < g$ , a relação dívida/PIB estabiliza em algum ponto consistente com a equação 3.3, mesmo o Governo experimentando consistentes déficits primários. Ademais, este é um equilíbrio estável para a relação. Por outro lado, se o Governo experimenta superávit fiscal com  $i < g$ , a relação declina constantemente.

A visão convencional estabelece valores para os parâmetros de  $i$ ,  $g$  e superávit primário para encontrar algum patamar de dívida/PIB que julgue sustentável. Como discutimos acima, um primeiro problema com essa visão é o de negligenciar que a taxa de juros é uma variável política determinada pelo Banco Central. A taxa decidida pelo Banco Central define, ainda, a curva a termo do complexo das taxas de juros. Ademais, o Banco Central também pode influenciar as taxas de juros de longo prazo comprando títulos de longo prazo.

Em relação à taxa de crescimento da economia e ao superávit primário, os modelos ortodoxos negligenciam a inter-relação entre

gasto público, crescimento e déficit público na presença de efeito multiplicador dos gastos. A Teoria Monetária Moderna assume que a demanda efetiva determina o produto. Assim, gastos públicos fazem crescer  $g$ . Certos gastos públicos têm efeitos multiplicadores maiores do que outros, de forma que assumir parâmetros fixos para as variáveis  $g$  e déficit primário é negligenciar os efeitos multiplicadores. E mais, como afirmado antes (no Capítulo 2), déficits públicos adicionam à riqueza financeira privada. É de se esperar então que o crescimento da riqueza privada estimule a taxa de gasto privada e, portanto, o crescimento econômico. Finalmente, no modelo não se contabiliza a tributação sobre os juros, o que negligencia a arrecadação tributária devido ao crescimento da dívida pública, nem a eventual emissão monetária que também reduziria os gastos com juros e o crescimento da dívida pública.

Seja como for, a Teoria Monetária Moderna argumenta que existe um erro fundamental em transpor para um governo soberano monetariamente uma condição que só vale para agentes privados ou públicos que não emitem sua própria moeda. De fato, os últimos enfrentam restrições orçamentárias mais ou menos rígidas uma vez que precisam financiar déficits com dívida resgatável em moeda emitida por terceiros. Um governo monetariamente soberano, isto é, que emite sua própria moeda, não enfrenta nenhuma restrição similar.

Déficits públicos persistentes aumentam a riqueza privada. O setor privado pode escolher manter sua riqueza financeira aumentada na forma de moeda estatal (reservas e papel-moeda) ou em títulos públicos e, dessa forma, fazer aumentar a relação dívida/PIB. Mas ao considerarmos a moeda estatal como uma dívida pública que não paga juros, o setor privado não pode determinar quanto de dívida pública total o Governo emitirá. Em qualquer caso, entretanto, uma vez que a dívida é denominada na moeda do Governo, independentemente do tamanho que a dívida alcance, *o Governo sempre estará em condições financeiras de realizar todos os pagamentos (principal e juros) relacionados à dívida*.

Nesse sentido, em relação à capacidade de o Governo honrar os compromissos financeiros em sua moeda, a própria ideia de

sustentabilidade é sem sentido. Como mostramos, o mais provável é que tanto o comportamento dos agentes privados quanto as políticas do Governo se modificarão a partir de algum nível da relação dívida/PIB e farão a trajetória mudar. Mas tal alteração não será forçada por um calote involuntário.

# 4

## OS IMPACTOS DA POLÍTICA FISCAL EM ECONOMIAS MONETARIAMENTE SOBERANAS

Certamente, a mais importante e original contribuição da Teoria Monetária Moderna está no detalhamento da operação da política fiscal e seus impactos sobre os balanços do Tesouro, do setor privado e do Banco Central. Apesar de diferenças na institucionalidade que regula a relação entre Tesouro e Banco Central nos diversos países, é possível abstrair essas diferenças para chegarmos a conclusões mais gerais sobre os impactos da política fiscal na poupança do setor privado, nas reservas detidas pelo sistema bancário e na taxa de juros de curto prazo (alvo da política monetária).

Com efeito, apenas duas operações compõem a política fiscal: a tributação e os gastos realizados pelo Governo. Em termos de impacto sobre balanços do setor público e do setor privado, apenas o saldo líquido da diferença entre essas duas operações é relevante. No entanto, para uma análise mais minuciosa, podemos avaliar separadamente os impactos de cada uma. Para tanto, partimos de algumas ideias já vistas até aqui:

(1) O Governo emissor de moeda soberana não está sujeito à escassez de moeda. Sempre pode realizar todos os pagamentos que desejar, desde que sejam denominados em sua própria moeda (ver Capítulo 3).

(2) A venda de títulos da dívida pública não é um financiamento dos gastos do Governo, portanto, não é parte da operação da política fiscal. Trata-se, na realidade, de uma operação de política monetária, coordenada entre o Tesouro e o Banco Central [39](#) (volte ao Capítulo 3).

(3) A taxa de juros de curto prazo é exógena, determinada pelo Banco Central (Capítulo 3).

(4) Impostos não financiam gastos do Governo. Apesar do resultado orçamentário do Governo depender de ambos, não é necessário (nem logicamente possível) que a arrecadação de impostos preceda a realização de gastos.

Associando essas ideias à análise de balanços, a Teoria Monetária Moderna conclui que os efeitos da política fiscal em relação à poupança do setor privado, à quantidade de reservas disponíveis no sistema bancário e à taxa de juros de curto prazo, comumente apontados por economistas, não se concretizam.

## 4.1 O “Efeito Reserva [40](#)” da Política Fiscal

Ao público geral (famílias e firmas), não é possível deter reservas bancárias [41](#) diretamente em suas contas nos bancos. Contudo, tanto os impostos pagos ao Governo pelo setor privado quanto os pagamentos realizados ao setor privado por aquele são efetivados utilizando-se exclusivamente reservas (diferentemente de operações entre unidades econômicas privadas, que são realizadas, quase que exclusivamente, por meio de depósitos bancários). Como, então, é possível que o público geral cumpra as obrigações tributárias impostas pelo Governo? Ou que receba pagamentos dele? Como as operações de política fiscal – tributação e gastos do Governo – ocorrem, principalmente, entre o Governo e o público geral, é necessário a mediação dos bancos comerciais e do Banco Central para que a política fiscal transcorra sem dificuldades.

## 4.1.1 Tributação e Reservas

Vamos imaginar que Maria possui débito tributário com o Governo Federal no valor de R\$ 100. Em sua conta corrente, no banco brasileiro “BB”, Maria não possui reservas, porém, há R\$ 1.000 em depósitos bancários. Para quitar o débito tributário, Maria realiza uma ordem de pagamento ao BB para que opere uma transferência de R\$ 100 ao Tesouro. O BB, que possui R\$ 5.000 em reservas na conta mantida no Banco Central, diante da ordem de pagamento emitida por Maria, debita R\$ 100 dos depósitos na conta corrente da cliente, restando saldo positivo de R\$ 900. Em seguida, envia ao Banco Central uma ordem para transferir R\$ 100 em reservas de sua conta para a conta do Tesouro. O Banco Central, então, debita R\$ 100 da conta do BB e credita R\$ 100 na conta do Tesouro. O saldo da conta do BB passa de R\$ 5.000 para R\$ 4.900 ao mesmo tempo em que o passivo também é reduzido em R\$ 100, pois os depósitos dos clientes são passivos do banco. Por fim, Maria tem descontado de seu passivo o débito tributário, que agora foi pago, enquanto o Tesouro tem debitado de seu ativo o imposto que lhe era devido. Todas essas operações estão explicitadas nos quatro balanços abaixo que contêm as operações de débito e crédito que se desenrolam para que tributos sejam pagos.

Efeito da Tributação sobre as Reservas do Sistema Bancário

MARIA		BB	
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO
R\$1.000 (depósito em conta corrente)	R\$100 (imposto devido)	R\$5.000 (reserva bancária)	R\$1.000 (depósito bancário)
- R\$100 (ordem de pagamento)	- R\$100 (imposto quitado)	- R\$100 (transferência ao Tesouro)	- R\$100 (depósito debitado)
BANCO CENTRAL		TESOURO	
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO
	R\$5.000 (reserva bancária)	R\$100 (imposto devido por Maria)	
	- R\$100 (reserva do BB)	- R\$100 (imposto pago por Maria)	
	+ R\$100 (reserva do Tesouro)	+ R\$100 (depósito creditado)	

Todas as operações têm uma contrapartida. Para cada débito, há um crédito e vice-versa. No balanço do BB, há redução de R\$ 100 tanto no ativo (reservas) quanto no passivo (depósitos). O Tesouro fica com saldo positivo de R\$ 100 em reservas e Maria diminui, no mesmo valor, o total de depósitos. Ao final do pagamento do tributo, percebemos que o balanço do Banco Central se mantém inalterado, pois as reservas creditadas na conta do Tesouro são igualmente debitadas da conta do BB. As reservas debitadas da conta do BB deixam o sistema bancário, pois são creditadas na conta do Tesouro que não faz parte do sistema bancário.

Assim, podemos concluir que o impacto da tributação é de reduzir a quantidade de reservas disponíveis no sistema bancário. As reservas na conta do Tesouro não são contabilizadas em nenhum agregado monetário, pois não são moeda em poder do público [42](#). Na realidade, o retorno das reservas ao seu emissor original (o Governo) significa a destruição contábil da moeda que antes estava em poder do público geral. A tributação

(similarmente à venda de títulos da dívida pública) é entendida como uma operação de destruição de reservas [43](#) . Percebemos que, apesar de esclarecer todas as operações de débito e crédito que ocorrem durante o pagamento de tributos, não é essencial considerar o Banco Central e o Tesouro separadamente. O resultado final dos balanços do setor privado e do setor público é exatamente o mesmo, separando Banco Central e Tesouro ou consolidando-os.

## 4.1.2 Gastos do Governo e Reservas

Imaginemos agora que Maria é funcionária pública e tem salário pago mensalmente pelo Governo Federal, no valor de R\$ 2.000. Para quitar o salário devido à Maria, que possui conta no BB, o Tesouro emite ao Banco Central uma ordem de pagamento. O Banco Central, então, debita R\$ 2.000 em reservas da conta do Tesouro e credita R\$ 2.000 em reservas na conta do BB. O BB, ao receber as reservas, credita na conta de Maria R\$ 2.000 em depósitos. Maria, então, tem um aumento de R\$ 2.000 em depósitos na conta corrente. Abaixo, detalhamos nos balanços das unidades as operações de crédito/débito realizadas quando o Governo efetua pagamentos ao setor privado.

Efeito de Gastos do Governo sobre as Reservas do Sistema Bancário

MARIA		BB	
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO
+ R\$2.000 (depósito creditado na conta corrente)		+ R\$2.000 (reserva creditada)	+ R\$2.000 (depósito criado na conta de Maria)
+ R\$2.000 (salário a receber)			
- R\$2.000 (salário recebido)			
BANCO CENTRAL		TESOURO	
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO
	+ R\$2.000 (reserva creditada para BB)	- R\$2.000 (depósito debitado)	R\$2.000 (salário devido à Maria)
	- R\$2.000 (reserva debitada do Tesouro)		- R\$2.000 (salário pago à Maria)

O depósito creditado na conta corrente de Maria é compensado pelo aumento do passivo do BB, portanto, a criação de depósito bancário não é suficiente para alterar o balanço do setor privado agregado. Notamos que a quantidade de reservas disponíveis no sistema bancário cresce em igual monta à quantidade de reservas debitadas da conta do Tesouro. Assim como no caso da tributação, a separação entre Banco Central e Tesouro permite uma análise mais detalhada sobre as operações de crédito e débito necessárias para que transcorra o gasto do Governo, no entanto, se consolidarmos o Banco Central e o Tesouro sob um único balanço do Governo, o resultado final é o mesmo: gastos do Governo ampliam a quantidade de reservas disponíveis no sistema bancário [44](#) . Isso porque as reservas creditadas na conta do BB (e debitadas da conta do Tesouro) são uma adição direta ao sistema bancário.

### 4.1.3 Resultado Orçamentário do Governo e Reservas

Notamos que o efeito reserva das duas operações da política fiscal – tributação e gasto do Governo – são exatamente opostos. Enquanto a tributação reduz a quantidade de reservas, o gasto do Governo acrescenta reservas ao sistema bancário. Na prática, milhares de pagamentos de tributos e pagamentos ao setor privado são realizados diariamente. Por isso, o resultado orçamentário do Governo, dado pela diferença entre quanto é tributado e quanto é gasto, implica em variações da quantidade de reservas disponíveis ao sistema bancário caso não sejam tomadas medidas para minimizar tais variações, como veremos adiante.

No caso de o orçamento do Governo ser neutro (ou seja, gastos iguais a tributos), as reservas adicionadas pelos gastos são exatamente compensadas pelas reservas destruídas pela tributação. No caso de déficit orçamentário do Governo, o efeito reserva positivo predomina e há acréscimo de reservas no sistema bancário. Da mesma forma, em caso de superávit orçamentário, o efeito reserva negativo predomina e há redução da quantidade de reservas. Portanto, do ponto de vista do impacto sobre o balanço do setor privado, apenas o saldo líquido entre tributação e gastos é relevante.

Devemos ressaltar que isso não significa que a política fiscal é a única maneira pela qual a quantidade de reservas no sistema bancário pode ser alterada – existem operações além da política fiscal que também podem modificar a quantidade de reservas – e também não significa que o Governo possui controle sobre a quantidade de moeda na economia. O ponto aqui destacado é que, caso não haja operações compensatórias, gastos do Governo têm efeito reserva positivo e tributos têm efeito reserva negativo.

Além do efeito reserva oposto, arrecadação de tributos e gastos do Governo têm outra característica que os distingue. Enquanto a arrecadação depende fortemente do nível de atividade econômica [45](#), as decisões de gastos ainda guardam proporção relevante de discricionariedade. Mesmo que boa parte

dos gastos seja legalmente determinada, ainda cabe ao Governo decisões de gastos além do necessário para manutenção da estrutura mínima do Estado. Portanto, o resultado orçamentário do Governo depende, por um lado, das decisões discricionárias de gastos do próprio Governo e, por outro, das decisões de gastos do setor privado que determinam o nível de atividade econômica e, conseqüentemente, a arrecadação de tributária.

## **4.2 Política Fiscal e Política Monetária**

Vimos, no capítulo anterior, que a taxa de juros de curto prazo é, ao mesmo tempo, determinada no mercado interbancário e principal meta da política monetária executada pelo Banco Central. Porém, o efeito reserva da política fiscal implica adição ou subtração de reservas no sistema bancário – a menos que o resultado orçamentário do Governo seja neutro. Na ocasião em que há adição, a necessidade dos bancos por reservas para realizar compensações bancárias, para cumprir o mínimo de depósitos compulsório (estabelecido pelo Banco Central) e/ou para realizar pagamentos ao Governo, torna-se menor. Em outras palavras, mais bancos têm reservas para emprestar aos demais e menos bancos precisam de reservas emprestadas. O resultado é que a taxa de juros no mercado interbancário sofre pressão para baixo, pois há mais emprestadores do que tomadores de empréstimo. No caso oposto, quando há decréscimo das reservas, mais bancos precisam tomar emprestado e menos bancos têm reservas excessivas disponíveis para serem emprestadas. O resultado é que há pressão para cima na taxa de juros do mercado interbancário [46](#).

### **4.2.1 Drenagem e Injeção de Reservas**

No entanto, para o funcionamento adequado da política monetária, o Banco Central precisa garantir que sua meta para a taxa de juros de curto prazo seja sempre atingida. Por isso, os movimentos provocados no mercado interbancário, derivados das operações de política fiscal, são indesejados na maioria das vezes, pois afastam a taxa de juros de curto prazo da meta estabelecida pelo Banco Central – seja para baixo, no caso de déficit orçamentário, ou para cima, no caso de superávit orçamentário. Então, seria a política fiscal um entrave para a boa execução da política monetária proposta pelo Banco Central? Já deve estar claro ao leitor atento que a resposta é não.

Diante de pressões sobre a taxa de juros, o Banco Central engaja-se em operações de mercado aberto para garantir que a meta estabelecida seja atingida. Reservas excessivas – neste caso, provenientes de déficit orçamentário do Governo – precisam ser drenadas do mercado interbancário para cessar o desvio da taxa de juros efetiva em relação à meta. Para drenar as reservas excessivas, o Banco Central faz uma operação de mercado aberto em que vende os títulos da dívida pública emitidos pelo Tesouro que possui entre os ativos <sup>47</sup> em troca de reservas detidas pelos bancos (que são passivos do Banco Central). Operacionalmente, o Banco Central debita o montante de reservas equivalentes à venda dos títulos da conta do banco (comprador dos títulos) e transfere os títulos do Tesouro <sup>48</sup>. Assim, há uma troca de ativos que não rendem juros <sup>49</sup> (reservas) por ativos que rendem aproximadamente a meta da taxa de juros (títulos da dívida pública). Com as reservas excessivas drenadas, a taxa de juros retorna ao patamar desejado pelo Banco Central.

A partir do exemplo do pagamento de salário a Maria, estenderemos à operação do Banco Central para anular o impacto do gasto do Governo sobre a taxa de juros de curto prazo. Consideremos que o Banco Central possui um estoque de títulos da dívida pública de R\$ 10.000. Os R\$ 2.000 em reservas creditadas no BB, devido ao pagamento do salário de Maria,

pressionam a taxa de juros do mercado interbancário para baixo. Há, então, necessidade de drenar essas reservas. O balanço da trabalhadora em questão não faz parte da drenagem de reservas, por isso não aparece nas operações apresentadas abaixo.

### Drenagem de Reservas

BB		BANCO CENTRAL	
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO
R\$2.000 (reservas depositadas no BC)		R\$10.000 (títulos da dívida pública)	R\$2.000 (reservas do BB)
+ R\$2.000 (títulos da dívida pública)		- R\$2.000 (títulos da dívida pública vendidos ao BB)	- R\$2.000 (reserva debitada de BB)
- R\$2.000 (reserva debitada)			
		TESOURO	
		ATIVO	PASSIVO
			R\$10.000 (títulos da dívida pública)

O Banco Central precisa vender parte dos títulos da dívida pública da carteira de ativos para absorver as reservas excessivas que causam desvio da meta de política monetária. Efetivamente, o resultado final da operação de drenagem das reservas é de alteração na composição da carteira de ativos do BB. Reservas são trocadas por títulos da dívida pública que ao mesmo tempo em que oferecem rentabilidade mais alta ao BB retiram do mercado interbancário as reservas que estavam causando movimento indesejado da taxa de juros. O Banco Central, dessa forma, consegue manter a taxa de juros dentro da meta estabelecida.

De maneira similar, quando o Governo incorre em superávit orçamentário, há um efeito reserva indesejado, pois gera escassez

de reservas que por sua vez provoca subida da taxa de juros. A operação compensatória se faz igualmente necessária, porém, no sentido contrário. O Banco Central precisa injetar reservas no sistema bancário para satisfazer as necessidades dos bancos e, assim, evitar que a taxa cobrada no interbancário para o empréstimo de reservas suba. A injeção de reservas pelo Banco Central pode ser realizada de duas maneiras: executando uma operação de mercado aberto ou realizando empréstimos na janela de desconto. A escolha dentre essas duas formas de injetar reservas no interbancário varia entre os bancos centrais de cada país [50](#).

Na operação de mercado aberto, o Banco Central compra títulos da dívida pública detidos pelo BB, fornecendo, em troca, as reservas necessárias para interromper a pressão altista sobre a taxa de juros. Vamos considerar que, após o pagamento de impostos por Maria, no valor de R\$ 100, a redução da quantidade de reservas elevou a taxa de juros de curto prazo. Caso o Banco Central tenha preferência por atuar com operação de mercado aberto, há compra dos títulos da dívida pública e equivalente injeção de reservas, como apresentado nos balanços abaixo. Novamente, o balanço referente a Maria não faz parte da injeção de reservas, por isso, não aparece nas operações. Consideramos que o BB possui na carteira de ativos R\$ 2.000 em títulos da dívida pública.

## Injeção de Reservas por meio de Operação de Mercado Aberto

BB		BANCO CENTRAL	
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO
RS\$4.900 (reservas depositadas no BC)		+ RS\$100 (títulos da dívida pública comprados)	RS\$4.900 (reserva depositada do BB)
RS\$2.000 (títulos da dívida pública)			RS 100 (reserva creditada na conta do BB)
+ R\$ 100 (reserva creditada)			
+ R\$ 100 (títulos da dívida pública vendidos)			
		TESOURO	
		ATIVO	PASSIVO
			RS\$2.000 (títulos da dívida pública)

O resultado final da operação de mercado aberto é que o ativo e o passivo do Banco Central crescem em R\$ 100, enquanto na carteira de ativos do BB há uma troca de títulos da dívida pública por reservas. As reservas adicionais injetadas no sistema bancário podem ser emprestadas pelo BB aos demais bancos no mercado interbancário, dissipando assim a pressão sobre a taxa de juros.

Na janela de desconto, o Banco Central disponibiliza canal de crédito aos bancos que precisam de reservas, porém, a uma taxa punitiva um pouco acima do cobrado no interbancário. Estabelece-se na janela de desconto, portanto, um teto para a taxa de juros do interbancário.

### Injeção de Reservas por meio da Janela de Desconto

BB		BANCO CENTRAL	
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO
R\$4.900 (reserva depositada no BC)	+ R\$100 (empréstimo tomado junto ao BC)	+ R\$100 (empréstimo concedido ao BB)	R\$4.900 (reserva depositada do BB)
+ R\$100 (reserva emprestada pelo BC)			+ R\$100 (reserva creditada para BB)

Em termos dos balanços, a injeção por meio de empréstimos na janela de desconto tem uma configuração como exposto nos balanços bancários acima. Nem o balanço referente a Maria nem o referente ao Tesouro são relevantes para empréstimo na janela de desconto. Há acréscimo na quantidade de reservas na carteira de ativos do BB (cuja contrapartida é uma dívida a ser paga futuramente ao Banco Central), forçando a taxa de juros ao patamar desejado pelo Banco Central.

## 4.2.2 Comportamento Acomodacionista do Banco Central

Ressaltamos que as operações de drenagem e injeção de reservas não são realizadas, necessariamente, por iniciativa do próprio Banco Central. Não devemos confundir a operação da política monetária com uma tentativa de controlar os agregados monetários (quantidade de moeda na economia). O intuito da atuação do Banco Central não é o de controlar ou atingir uma quantidade determinada de reservas no sistema, mas, sim, de garantir a taxa de juros de curto prazo. Dessa forma, o Banco

Central atua passivamente em relação à quantidade de reservas, pois precisa acomodar a demanda dos bancos por mais ou menos reservas, dada a taxa de juros por ele estabelecida [51](#).

Em outras palavras, ao estabelecer uma meta para taxa de juros, o Banco Central se dispõe a atuar creditando e debitando qualquer quantidade de reservas que for demandada pelo sistema bancário para operar à taxa de juros por ele determinada. Quando um déficit orçamentário do Governo cria reservas excessivas no sistema, parte dos próprios bancos a iniciativa de adquirir ativos mais rentáveis que as reservas, o que é feito por meio da compra de títulos da dívida pública que remuneram uma taxa de juros. Da mesma forma, quando a tributação gera escassez de reservas, os bancos precisam vender parte dos seus títulos da dívida pública, para levantar reservas e fazer frente a suas necessidades. Cabe ao Banco Central, então, o papel de comprador/vendedor de títulos da dívida pública para garantir que os bancos sempre possam trocar as reservas excessivas por opções mais rentáveis bem como assegurar que não falem reservas para a operação do sistema de pagamentos.

Conclusivamente, apesar do efeito reserva da política fiscal, esse não é um obstáculo para a operacionalidade da política monetária executada pelo Banco Central. A adoção simultânea da meta para taxa de juros de curto prazo e da postura acomodacionista pelo Banco Central garante que o efeito reserva seja minimizado e não seja fator determinante da política monetária.

### **4.3 Política Fiscal e Poupança do Setor Privado**

Se o efeito reserva da política fiscal é, na maioria das vezes, anulado pela política monetária e não gera impacto sobre a taxa de juros de curto prazo, poderíamos dizer que não há diferença

entre déficit, superávit ou orçamento neutro do Governo? Na perspectiva da Teoria Monetária Moderna, a drenagem/injeção de reservas necessárias para compensar o efeito reserva da política fiscal não anula o principal impacto que a última exerce sobre o balanço do setor privado. Como vimos no primeiro capítulo, para que um setor da economia esteja em superávit é necessário que outro assuma posição deficitária. Não é possível que um setor possa acumular ativos financeiros sem que outro esteja disposto a acumular passivos financeiros.

Quando consideramos uma economia fechada, para que o setor privado como um todo possa acumular ativos financeiros, é necessário que o setor público esteja disposto a acumular passivos financeiros em contrapartida. Enquanto é possível que algumas unidades econômicas privadas possam acumular ativos financeiros sem que o Governo esteja no lado passivo, será preciso que outra unidade econômica privada esteja. Em outras palavras, para que o setor privado possa, no agregado, operar com superávit, o setor público, necessariamente, precisa operar deficitariamente [52](#). Nós nos habituamos a tratar do balanço entre os setores público e privado do ponto de vista do Governo, por exemplo, ao dizer que o Governo teve déficit orçamentário. A mesma afirmação feita do ponto de vista do setor privado seria de que firmas e famílias acumularam superávit.

Na constatação de equivalência entre os balanços do setor privado e do setor público não há teoria econômica, mas, sim, simples identidade contábil. Distintas teorias explicam tal identidade de maneiras diversas. Entre as explicações que prevalecem na teoria econômica contemporânea, há uma que se destaca por ser a mais conhecida e comumente disseminada pelo noticiário econômico: a poupança privada financia o déficit orçamentário do Governo. O Governo, por meio de endividamento (venda de títulos da dívida pública), tomaria emprestado a poupança do setor privado para realizar os gastos que excedem o que é arrecadado com tributos.

Consequentemente, o déficit orçamentário do Governo reduziria o investimento da economia, pois estaria absorvendo a poupança das firmas e famílias e forçando um aumento da taxa de juros.

A Teoria Monetária Moderna apresenta outra explicação para essa identidade contábil, baseada no entendimento da natureza da moeda como dívida e nas consequências para a análise dos balanços da operação da política fiscal. Se o Governo é a única fonte do dinheiro aceito para o pagamento dos tributos ou para a compra de títulos da dívida pública federal, então, tributação e venda de títulos da dívida pública não financiam e, logicamente, não podem preceder os gastos do Governo. A poupança do setor privado, consequentemente, não pode financiar esses gastos; ao contrário, o gasto do Governo é que precisa acontecer para permitir ao setor privado acumular ativos financeiros. Esse raciocínio também se aplica no caso de o Governo realizar superávit orçamentário. Como há mais reservas debitadas do que reservas creditadas, a poupança privada sofre redução. Para que o Governo possa estar em superávit, o setor privado precisa aceitar a posição de contrapartida, ou seja, estar em déficit. Caso famílias e firmas não aceitem a posição deficitária, procurarão ajustar os respectivos balanços por meio da redução dos próprios gastos (consumo e investimento). Como consequência, há uma diminuição da atividade econômica e da arrecadação tributária. Se o setor privado for bem-sucedido na tentativa de obter posição superavitária, significa que a redução de arrecadação de tributos foi suficiente para forçar um déficit orçamentário do Governo. Essa conclusão segue o princípio da demanda efetiva, em que gastos determinam a renda. Por isso, a poupança privada aparece como consequência (não causa) da decisão de gastos do Governo [53](#).

Ademais, como não há risco de o Governo Federal não conseguir pagar sua dívida, pois a dívida é denominada em sua moeda, e o Governo não precisa vender títulos do Tesouro para obter as reservas utilizadas na operação da política fiscal, não está

ao alcance do setor privado exigir uma taxa de juros mais alta. Nada impede que o Governo decida elevar a taxa de juros devido à influência de alguns setores da sociedade, porém, reforçamos que não há mecanismos de mercado que possam forçar uma taxa de juros de curto prazo mais alta do que aquela desejada pelo Banco Central.

### 4.3.1 Preferências de Firmas e Famílias na Composição da Carteira de Ativos

Ao setor privado, cabe estabelecer como deseja compor sua carteira de ativos financeiros acumulados a partir de déficits orçamentários executados pelo Governo. As reservas creditadas na operação do gasto do Governo (ver subseção 4.1.2) são capazes de comprar qualquer outro ativo, que esteja à venda, pela moeda de conta doméstica, mas não rendem remuneração aos seus detentores. Por essa razão, é comum que as reservas sejam mantidas no balanço do sistema bancário somente na medida em que sejam indispensavelmente necessárias (para compensações bancárias, depósito compulsório e qualquer tipo de pagamento ao Governo). Dentre as opções de ativos financeiros, muitas firmas, famílias e bancos optam por comprar ativos financeiros privados, como títulos de dívida privada, ações de empresas entre outros. Efetivamente, a compra de ativos financeiros privados não altera a quantidade de reservas no sistema bancário e não se coloca como alternativa às reservas.

De modo mais simples, podemos ilustrar com o seguinte exemplo: um banco com mais reservas do que deseja pode optar por comprar ações de uma empresa. Para realizar a compra, transfere as reservas que estão na carteira de ativos para o vendedor (ou para o banco do vendedor, caso não seja outro banco). O efeito líquido dessa transação, em termos de reservas no sistema bancário, é nulo. As reservas que estavam na conta do

banco comprador das ações são meramente transferidas para o banco do vendedor das ações. Há apenas uma troca de posição entre quem é detentor das ações e quem é detentor das reservas.

Outra possibilidade que firmas e famílias podem adotar como preferência para formação da carteira de ativos é transformar os respectivos depósitos bancários em dinheiro em espécie. Para obter o dinheiro demandado pelo correntista que decide sacar dinheiro em espécie, o banco troca suas reservas por papel-moeda, fornecido pelo Banco Central. A preferência por manter parte significativa da carteira de ativos sob forma de dinheiro em espécie não costuma ser relevante nos países que têm sistemas bancários avançados. Algumas situações específicas podem ampliar o uso do dinheiro em espécie, como o desenvolvimento incipiente do sistema bancário doméstico ou um ambiente de alta inflação. Porém, comumente, a utilização de dinheiro em espécie fica limitada ao uso para pequenas transações (ou atividades ilegais).

Podemos afirmar, então, que, do ponto de vista agregado do setor privado, apenas títulos da dívida pública ou saque de dinheiro em espécie são alternativas às reservas, apesar de individualmente cada unidade econômica ser autônoma para compor a carteira de ativos conforme suas preferências. A quantidade de reservas adicionadas ao sistema bancário pelo déficit orçamentário que são transformadas em títulos da dívida pública ou em dinheiro em espécie, depende, basicamente, das preferências privadas de composição da carteira de ativos.

## **4.4 Política Fiscal, Renda e Estabilização**

No decorrer deste capítulo, nós nos concentramos na operacionalidade da política fiscal, tanto da tributação quanto dos gastos do Governo, e seus impactos sobre os balanços das unidades econômicas envolvidas, como bancos, firmas e famílias,

Tesouro e Banco Central. Apesar de essencial para compreendermos de maneira mais clara o seu funcionamento, não podemos limitar a avaliação do papel da política fiscal como apenas operações de crédito e débito no balanço levadas a cabo pelo Banco Central e pelo Tesouro. Tributação e gastos do governo têm duas dimensões que devem ser levadas em consideração na formulação da política fiscal: quanto e de que tipo [54](#) . Em outras palavras, além de nos preocuparmos com o quanto é tributado e gasto – que determina o impacto sobre os balanços como vimos na subseção 4.1.3 – também temos de ponderar sobre que tipo de tributação e que tipo de gastos deve ser realizados.

#### 4.4.1 Tributação e Distribuição

Apesar de não exercer a função de financiar os gastos do Governo e de aparecer operacionalmente como uma mera destruição de reservas, a tributação pode exercer um importante papel redistributivo. Da mesma forma, os gastos do Governo, que criam reservas, podem ter um papel maior do que o de simplesmente acrescentar riqueza financeira ao setor privado, sendo capaz de modificar a estrutura econômica.

Não raro, vemos economistas argumentando em favor da tributação dos mais ricos para financiar gastos do Governo com os mais pobres como forma de redistribuir renda. Apesar de reconhecer a capacidade redistributiva dos tributos, a abordagem da Teoria Monetária Moderna vai de encontro à lógica dessa proposta. De nenhuma maneira, os tributos cobrados dos mais ricos são necessários para possibilitar a realização de gastos que beneficiem os mais pobres, ou seja, os gastos que o Governo deseja realizar para beneficiar os mais pobres podem ocorrer a despeito de mudanças na tributação [55](#) .

A lógica para o efeito distributivo da cobrança de impostos, uma vez entendida a operacionalidade da tributação, é simples. O aumento de tributos sobre firmas e famílias mais ricas acompanhado de redução dos tributos cobrados dos mais pobres significa que há destruição de mais depósitos bancários nas contas dos primeiros e menos destruição de depósitos nas contas dos últimos. Fica claro, então, que há uma redistribuição da renda já recebida pelas unidades econômicas privadas.

#### 4.4.2 Gastos do Governo e Mudança da Estrutura Econômica

Os gastos do Governo além ampliarem as reservas no sistema bancário, permitindo ao setor privado a acumulação de riqueza financeira, também podem modificar a estrutura econômica de outras duas maneiras: (1) alterando a estrutura da distribuição de renda; e (2) movimentando recursos reais.

Diferentemente da redistribuição via tributação, como os gastos do Governo são geradores de renda aos recipientes eles podem alterar a distribuição do próprio recebimento da renda, reduzindo a necessidade de redistribuí-la depois de ganha [56](#). Por isso, gastos direcionados aos indivíduos com menor (ou nenhuma) renda criam emprego e renda e, mesmo que não seja acompanhado por aumento de impostos cobrados dos mais ricos, também são efetivos em alterar a distribuição da renda. Operacionalmente, gastos direcionados às parcelas mais pobres da população significam maior criação de depósitos para essas famílias. Assim, os gastos do Governo são capazes de alterar a própria estrutura da distribuição, não apenas redistribuir a renda em uma estrutura já estabelecida.

Adicionalmente, a política fiscal é também o meio pelo qual o Governo pode movimentar recursos reais, inclusive a própria força de trabalho. A construção/renovação de infraestrutura fica,

comumente, a cargo do Governo devido à sua capacidade, muito além de qualquer unidade econômica privada, de mover os recursos necessários. Isso não significa que o Governo sempre deva tomar a iniciativa de alocar recursos reais, porém, em uma economia com muitos recursos ociosos – por exemplo, com uma elevada taxa de desemprego –, a capacidade do Governo de empregar recursos pode ter papel transformador. Os bens e serviços que deixam de ser produzidos porque o setor privado não deseja contratar toda força de trabalho disponível são custosos para todos os países, mas especialmente deletérios para as nações não desenvolvidas. Por conseguinte, a decisão política do Governo de colocar em uso os recursos domésticos ociosos tem grande potencial para alterar a própria estrutura produtiva da economia.

#### 4.4.3 O Papel Estabilizador da Política Fiscal

A política fiscal é, também, um importante instrumento de estabilização da economia. Isso ocorre porque o saldo do setor privado é um reflexo do saldo do setor governamental (considerando uma economia fechada ou com saldo zero em transações correntes), o que é essencial [57](#) para as decisões de gastos privados e, conseqüentemente, para o nível de atividade econômica. Para grande maioria das economias, o orçamento do Governo Federal é desenhado justamente para cumprir tal função estabilizadora. Parte dos gastos do Governo responde ao número de desempregados – que, por sua vez, flutua na direção oposta da atividade econômica – como, por exemplo, o seguro-desemprego [58](#). Ao mesmo tempo, a arrecadação de impostos é fortemente atrelada ao nível de atividade econômica, ou seja, quanto pior a performance da economia menor também é a arrecadação tributária do Governo [59](#).

Com esse desenho, o orçamento do Governo Federal tem saldos negativos (déficits) em períodos de recessão ou baixo crescimento econômico, permitindo saldo positivo ao setor privado. A acumulação de ativos financeiros pelo setor privado é essencial para a retomada do consumo e do investimento, seja por possibilitar o pagamento de dívidas pendentes, no caso de unidades endividadas, ou proporcionar o financiamento com fundos próprios de gastos para unidades em melhor posição financeira. Assim, o déficit do Governo auxilia na retomada da atividade econômica e do emprego [60](#).

Conforme a economia retoma o crescimento e o nível de emprego, os gastos com assistência social e com seguro-desemprego caem, ao mesmo tempo em que a arrecadação de impostos aumenta. O resultado do orçamento do Governo tende a ser uma redução do déficit ou até mesmo um orçamento neutro ou superavitário. Assim, a demanda adicionada pelo saldo do orçamento do Governo tende a diminuir ou ser negativo quando a economia está em período de crescimento muito elevado, evitando (ou reduzindo), por exemplo, o surgimento de pressão inflacionária. A característica estabilizadora do orçamento do Governo, contudo, não é suficiente para impedir que flutuações cíclicas continuem acontecendo nas economias, principalmente devido ao seu tamanho relativamente modesto. Os saldos gerados pelo movimento estabilizador do orçamento, em geral, não são suficientes para compensar totalmente as alterações na atividade econômica do setor privado.

Apesar de insuficiente para conter a flutuação cíclica da economia, o efeito estabilizador do orçamento é importante pois entra em funcionamento automaticamente e, por isso, fornece mecanismo de recuperação mais rápido do que medidas discricionárias, dependentes muitas vezes de aprovação legal e mais demoradas para serem efetivadas. O Governo pode decidir ampliar o mecanismo estabilizador existente dilatando os gastos inversamente relacionados ao nível de emprego de modo a

garantir que o tamanho do déficit orçamentário seja suficiente para o setor privado acumular ativos financeiros e retomar o consumo e o investimento [61](#).

Dessa forma, a Teoria Monetária Moderna se associa às Finanças Funcionais no princípio de que a política fiscal deve seguir não por critérios das “finanças saudáveis”, mas pelos efeitos sobre a economia como um todo, sobretudo, seus efeitos sobre o nível de emprego e a taxa de inflação [62](#).

# 5

## SOBERANIA MONETÁRIA, REGIMES CAMBIAIS E POLÍTICA MACROECONÔMICA

Até agora, consideramos que a economia seja fechada, portanto, sem taxa de câmbio da moeda doméstica em relação a moedas estrangeiras. Neste capítulo, nós nos concentraremos em tratar de uma economia aberta e em como a adoção de diferentes regimes cambiais pode alterar o espaço doméstico para realização de políticas monetária e fiscal. Novamente, a perspectiva da Teoria Monetária Moderna é diferente tanto da teoria convencional quanto de parte do pensamento heterodoxo.

O conceito de soberania monetária se mantém como elemento central no debate da Teoria Monetária Moderna mesmo quando consideramos a economia aberta e, por isso, tudo o que foi apresentado nos capítulos anteriores continua válido – desde que se trate de uma economia monetariamente soberana – independentemente da posição externa do país. Isso não significa, no entanto, que levar em consideração o regime cambial e a posição externa da moeda doméstica não sejam relevantes para tratar da política macroeconômica do país. Na realidade, os princípios da moeda moderna que temos descrito nos demais capítulos fundamentam uma abordagem mais consistente sobre as relações monetárias internacionais e, conseqüentemente, permitem uma avaliação mais acurada da consistência e da

sustentabilidade das políticas econômicas adotadas nos diversos países.

Retomando o conceito, um país tem soberania monetária se o Governo tiver a prerrogativa de determinar qual a moeda de conta oficial, de deter o monopólio sobre a emissão do dinheiro emitido na moeda de conta oficial, de impor obrigações não recíprocas (principalmente impostos, mas, também, multas, taxas, tarifas dentre outros) e de decidir o que entregará para realizar pagamentos e transferências ao setor privado. Esses são os requisitos para a soberania monetária em sentido amplo. Para tratar dos diferentes regimes cambiais, devemos considerar, adicionalmente, a existência de graus de soberania monetária relacionados à promessa de conversão da moeda doméstica em moeda estrangeira ou em mercadorias (costumeiramente, metais preciosos) [63](#).

Dentre os possíveis graus de soberania monetária, um país possui plena soberania monetária quando o dinheiro do Estado não promete conversão em nenhuma moeda estrangeira e/ou em qualquer mercadoria. Em outras palavras, o Governo não promete entregar nada ao portador do dinheiro do Estado. Conforme o Governo decida adotar uma promessa de conversão da moeda doméstica em moeda estrangeira e/ou mercadoria estará abdicando de parte de sua soberania monetária. Em sentido amplo, continua sendo emissor de moeda soberana, porém, com menor grau de soberania. Ressaltamos que, nesse caso, trata-se de uma decisão autônoma e soberana, de política macroeconômica, do próprio Governo de realizar tal promessa de conversão.

Diversos países no mundo adotaram (e ainda adotam), em dado momento da história, alguma promessa de conversão, restringindo sua própria soberania monetária em troca de manter a taxa de câmbio fixa. As motivações econômicas para prometer conversão da moeda doméstica são variadas e vão desde a maior aceitação de sua moeda em circuitos internacionais, controle inflacionário, até reduzir a incerteza proveniente da variação

cambial. Enquanto não é possível avaliar abstratamente se os benefícios da adoção do regime de câmbio fixo superam as perdas relativas à redução do grau de soberania monetária, procuramos discutir as condições para a manutenção e sustentabilidade de tal regime cambial.

## 5.1 Padrão Ouro e Regime de Câmbio Fixo

Com segurança, podemos dizer que o padrão ouro foi a mais disseminada (grande parte dos países operavam nele) e mais duradoura (aproximadamente um século) experiência de regime cambial fixo. Posteriormente, o padrão ouro foi substituído pelo padrão dólar-ouro, ainda com predominância de câmbio fixo. Diferentemente do que diz a história convencional do dinheiro, o padrão ouro não foi uma experiência de moeda mercadoria, mas, na realidade, tratou-se de uma promessa de conversão do dinheiro estatal – de todos aqueles países que operavam sob o padrão – em determinada quantia fixa de ouro [64](#) . Mesmo durante o padrão ouro, a hierarquia das dívidas (apresentada no Capítulo 3) continuou válida e a moeda continuou sendo uma dívida cujo valor estava atrelado à aceitação pelo Estado como forma de pagamento de obrigações não recíprocas (moeda guiada por tributos, como visto no Capítulo 3) [65](#) .

O resultado desejado era de que a taxa de câmbio de todos os países no padrão ouro se mantivesse constante ao longo do tempo. O mesmo intento foi o que justificou o período do padrão dólar-ouro, quando o dólar era conversível a uma taxa fixa em relação ao ouro, enquanto os demais países participantes do sistema mantinham uma garantia de conversibilidade de suas moedas a uma taxa fixa de dólares. Em pouco se diferencia o padrão ouro (e dólar-ouro) de um regime de câmbio fixo contemporâneo, com exceção de que a promessa de conversão

seria feita em relação ao metal precioso e hoje é feita, na maioria dos casos, em relação à moeda reserva do sistema, o dólar.

A mais importante característica do regime de câmbio fixo é a necessidade de acumular reservas cambiais (seja moeda estrangeira ou ouro) suficientes para suprimir qualquer desconfiança que possa existir em relação à capacidade de o Governo cumprir a promessa de conversão. Isso porque essa desconfiança poderia desencadear um movimento generalizado dos detentores da moeda doméstica de procurarem convertê-la, antes que as reservas cambiais do país se esgotem, dificultando – ou até impossibilitando – a manutenção da paridade cambial. No caso do padrão ouro, era essencial que os países operando nele mantivessem reservas em ouro suficientes para que não houvesse desconfiança sobre a capacidade de conversibilidade da moeda doméstica em ouro à taxa fixada. Posteriormente, no padrão dólar-ouro, os países participantes do sistema (com exceção dos EUA, que continuavam acumulando reservas em ouro) precisavam acumular reservas em dólares para garantir a paridade cambial.

Para acumular as reservas cambiais essenciais ao funcionamento estável do regime de câmbio fixo, duas opções se colocam: obter superávit em transações correntes ou tomar emprestado no exterior. O resultado das transações correntes do balanço de pagamentos, usualmente, está associado a questões estruturais da economia como capacidade de exportar, necessidade de importar e renda líquida enviada/recebida do exterior. No caso de um movimento em que os detentores da moeda doméstica buscam a conversão, pouco pode ser feito em relação à estrutura produtiva instalada da economia para obtenção de superávit em transações correntes. A forma alternativa para consolidar tal saldo positivo, então, seria a adoção de políticas monetária e fiscal austeras que desacelerem o crescimento para, conseqüentemente, arrefecer a necessidade de importações e, com isso, tentar gerar superávit em transações

correntes. Apesar da possível efetividade dessa estratégia em garantir o superávit, outros efeitos esperados são aumento do desemprego e menor crescimento econômico [66](#) .

Por sua vez, a possibilidade de tomar empréstimos para obter as reservas cambiais necessárias exige, em primeiro lugar, instituições financeiras ou outros governos estrangeiros dispostos a conceder o empréstimo. Mesmo que esse seja o caso, o Governo toma emprestado em moeda que não emite e, por isso, fica sujeito ao risco de não conseguir honrar dívida [67](#) . Empréstimos em moeda estrangeira, contudo, não são inevitavelmente deletérios para a economia. Caso as reservas cambiais sejam utilizadas para pagar importações de máquinas e equipamentos que incrementem a estrutura produtiva – ampliando a capacidade de exportação e/ou reduzindo a necessidade de importação – do país, por exemplo, o acesso ao crédito externo pode ser considerado benéfico.

Uma alternativa que se coloca para o país com dificuldades de manter as reservas cambiais é alterar a taxa pela qual garante a conversão. De maneira mais direta, o Governo pode desvalorizar a moeda doméstica frente às demais, ampliando a quantidade efetiva de reservas cambiais, pois a mesma quantidade de moeda doméstica passa a ser convertida por uma quantidade menor de moeda estrangeira. O problema dessa estratégia é que amplia a desconfiança sobre a capacidade de o Governo honrar a conversibilidade, o que pode levar a uma busca ainda mais intensa pela conversão e dificultar a manutenção das reservas cambiais utilizadas para manter a taxa de câmbio fixa.

Assim, todos os países que emitem sua própria moeda e contratam dívidas nela são soberanos monetariamente e se adéquam plenamente aos princípios elaborados pela Teoria Monetária Moderna. Entretanto, por diversas razões políticas ou outras, determinados países podem abrir mão da soberania monetária, parcial ou totalmente, ao adotar, por exemplo, alguma forma de conversão fixa de sua moeda em moeda de outro país

ou em mercadoria (por exemplo, ouro). Por ser uma escolha do país, ainda se trata de decisão soberana. Ao fazê-la, o país fica sujeito a várias restrições da escolha, o que alguns críticos da Teoria Monetária Moderna entendem como refutadoras de seus princípios <sup>68</sup>. Pelo contrário, argumentamos que é a compreensão dos princípios da Teoria Monetária Moderna que nos permite analisar de forma consistente as condições de soberania monetária dos países de acordo com as regras que adotam de conversão de sua moeda em moeda de outro país ou mesmo em mercadorias. Ao contrário do que acontece quando se utiliza regras fixas de conversão, argumentamos que com regras flexíveis de conversão a soberania monetária é completamente restabelecida.

## 5.2 O Regime de Câmbio Flutuante

O abandono do padrão dólar-ouro, nos anos 1970, encerrou um longo período em que prevaleceu o regime de câmbio fixo na maioria das principais economias do planeta. Desde então, ocorreram tentativas individuais <sup>69</sup> de adoção de algum tipo de regime de câmbio fixo, como o regime de bandas cambiais no Brasil, durante os anos 1990. Salvo tais ensaios, não se repetiu uma tentativa coletiva de operar o sistema monetário internacional sob regime de câmbio fixo. Atualmente, a grande maioria das principais economias operam sob regime de câmbio flutuante, apesar da variedade no nível de intervenção dos bancos centrais no mercado de câmbio.

O regime de câmbio flutuante é aquele que garante o maior grau de soberania monetária porque não estabelece conversibilidade do dinheiro do Estado em outras moedas ou mercadorias. Assim, não há nenhum risco de o Governo falhar na promessa de conversão, pois simplesmente não há tal promessa. O Governo continua mantendo reservas cambiais e fazendo eventuais intervenções no mercado cambial, porém, sem

estabelecer taxa fixa de conversão (a venda/compra de reservas cambiais é feita ao preço de mercado) [70](#) .

Como dissemos, dentro do regime de câmbio flutuante, há modelos que recebem mais intervenções no mercado de câmbio do que outros a depender de quanto cada banco central julga ser necessário e conveniente para a economia. Nesse sentido, o que distingue os regimes flutuante e fixo é que no primeiro não há uma taxa específica a ser almejada, portanto, a atuação do Banco Central é discricionária. Ao contrário, no regime de câmbio fixo, o Banco Central é forçado a atuar no mercado cambial, com suas reservas acumuladas, sempre que houver qualquer desvio em relação à taxa fixada. Além disso, as políticas monetária e fiscal passam a ter o objetivo de manter e acumular reservas cambiais [71](#) .

Se, por um lado, o câmbio fixo reduz a incerteza das unidades econômicas privadas em relação à taxa de câmbio futura, por outro, adiciona a possibilidade de que o país não consiga honrar seu compromisso de conversão. Enquanto a economia for capaz de gerar, consistentemente, superávit em transações correntes e/ou tiver acesso ao mercado de crédito internacional, é possível manter sob controle a incerteza sobre a capacidade de conversão. Não obstante, na ausência de um grande estoque de reservas cambiais, a rigidez do câmbio fixo eleva as chances de um ataque especulativo contra a moeda doméstica, ao contrário do que muitas vezes se espera como benefício desse tipo de regime cambial, pois é possível romper a paridade cambial estabelecida. A incapacidade de garantir a conversibilidade, no caso do câmbio fixo, incita movimentos especulativos contra a moeda doméstica, podendo levar a uma crise cambial e, conseqüentemente, a variações cambiais mais intensas (e com pouca possibilidade de intervenção do Banco Central, devido à falta de reservas cambiais) que o regime de câmbio flutuante [72](#) .

Esse não é um problema enfrentado pelo regime flutuante, que não tem uma meta da taxa de câmbio a defender e, portanto, não

impõe risco de insolvência em moeda estrangeira ao Governo. Podemos dizer, então, que o argumento de que o câmbio fixo reduz a incerteza é apenas parcialmente verdadeiro, pois depende de condições específicas para sua sustentabilidade, especialmente da manutenção de um grande estoque de reservas cambiais. Por outro lado, como o regime flutuante não precisa alcançar uma taxa de câmbio determinada, as políticas monetária e fiscal podem ser conduzidas de acordo com outros objetivos que não o de acúmulo de reservas cambiais.

O reconhecimento do maior grau de soberania monetária dado pelo regime de câmbio flutuante, relativamente ao câmbio fixo, não significa que a Teoria Monetária Moderna adota a argumentação da teoria convencional de que a flutuação cambial garante um ajuste automático (ou rápido) do saldo das transações correntes via apreciação/depreciação cambial. Com efeito, a criação de instituições que pudessem exercer a função de Banco Central e Tesouro <sup>73</sup>, no âmbito internacional, seria o cenário ideal para manutenção do regime de câmbio fixo sem que os países precisem realizar ajustes recessivos e, por conseguinte, abdicar das políticas monetária e fiscal voltadas ao objetivo do pleno emprego <sup>74</sup>. Como uma reforma do sistema monetário internacional nesses moldes não parece próxima de se concretizar, a Teoria Monetária Moderna desaconselha os países que não são capazes de gerar volumosos e permanentes superávits em transações correntes – que são a grande maioria – a adotarem estratégias individuais de fixar o câmbio. Na atual arquitetura do sistema monetário internacional, o regime de câmbio flutuante reduz significativamente o risco de insolvência em moeda estrangeira bem como preserva graus de soberania monetária.

### **5.3 Moeda Soberana e Política Econômica na Economia Aberta**

Mostramos que, na abordagem da Teoria Monetária Moderna, a soberania monetária continua sendo o conceito central na discussão sobre autonomia das políticas monetária e fiscal, mesmo quando consideramos uma economia aberta. Até o momento, no entanto, apenas tratamos de dois regimes cambiais, na gama de possibilidades existentes. Para aproximar o exercício da complexidade do sistema monetário internacional (SMI), discutiremos outros possíveis regimes cambiais, com diferentes níveis de flexibilidade, que preservam diferentes graus de soberania monetária. A lógica permanece a mesma: regimes cambiais que não prometam conversibilidade da moeda estatal preservarão maior grau de soberania monetária enquanto regimes cambiais que prometem conversibilidade reduzem a soberania monetária do país.

De um lado, o regime de câmbio flutuante – adotado pela maioria dos países atualmente – é aquele que preserva o maior grau de soberania monetária e, portanto, garante a maior autonomia para as políticas monetária e fiscal, que ficam livres de perseguir a acumulação de reservas estrangeiras para manter a paridade cambial. Por outro lado, o regime de câmbio fixo apresenta mais diversidade nas formas em que é implementado. Temos desde versões mais flexíveis, como as bandas cambiais adotadas, por exemplo, no Brasil logo após o Plano Real até 1999, até casos mais extremos como a dolarização que ocorre, por exemplo, no Equador contemporâneo. Há, também, o caso da união monetária – que extingue a existência da taxa de câmbio entre os países participantes, que merece explicação adicional. Vamos olhar mais de perto essas possibilidades de regimes cambiais.

### 5.3.1 Bandas Cambiais, Currency Board e Dolarização

No regime de bandas cambiais, como sugere o nome, a autoridade monetária estabelece uma faixa dentro da qual aceita a flutuação cambial. Assim, precisa atuar no mercado de câmbio somente quando a taxa de câmbio extrapola (ou quando acredita que pode extrapolar) a banda estabelecida. Portanto, apesar de se tratar de um regime de câmbio fixo, há maior flexibilidade para atuação do Banco Central no mercado de câmbio. Não há promessa de conversão da moeda doméstica em moeda estrangeira a uma taxa fixa, porém, o Governo precisa operar as políticas monetária e fiscal tendo em vista a manutenção da taxa de câmbio dentro da banda.

O regime de câmbio fixo, cujo funcionamento explicamos nas subseções anteriores, encontra-se entre o regime de bandas cambiais e o *currency board* em termos de rigidez e de grau de soberania. O *currency board*, por sua vez, consiste de uma forma mais rígida de câmbio fixo, na qual o Governo garante a conversibilidade a uma taxa fixa de câmbio ao se comprometer a emitir moeda doméstica somente na medida em que haja entrada de moeda estrangeira. Para ilustrar, imagine que um país adota um *currency board* com paridade de 1 para 1 com a moeda de reserva internacional. Nesse caso, para que o país emita \$1 de sua própria moeda é necessário que haja entrada de \$1 da moeda estrangeira. Assim, a paridade cambial e a conversibilidade estão sempre garantidas, apesar de uma perda severa da soberania monetária e da autonomia para realização de políticas monetária e fiscal. O Governo pode realizar gastos apenas quando consegue obter moeda estrangeira, seja com superávit em transações correntes ou obtendo empréstimos no exterior, e a política monetária fica comprometida com a manutenção do *currency board*.

No caso de uma economia que não seja grande geradora de superávits em transações correntes e com acesso limitado ao mercado de crédito internacional, o *currency board* apresenta um forte efeito restritivo. A quantidade de moeda na economia, que

normalmente flutua endogenamente, pode ser limitada por uma decisão de política econômica do Governo, causando uma escassez de moeda doméstica. Como mencionamos na subseção 5.2 (ver a segunda nota de rodapé), a Argentina adotou o regime de *currency board* durante a década de 1990 e foi exatamente esse o resultado obtido: uma forte restrição sobre o funcionamento da economia. Como a Argentina não era capaz de gerar superávits volumosos em transações correntes e tinha uma limitação no acesso ao mercado internacional de crédito, sua economia passou por uma severa restrição durante os anos 1990 devido à escassez da moeda doméstica [75](#).

Por fim, a economia pode adotar uma moeda estrangeira para uso doméstico direto. Esse é o caso, por exemplo, em que o país abdica de sua soberania monetária e todo o sistema bancário e de pagamentos passa a operar utilizando dólares – simplificada, tratamos essa alternativa como “dolarização”, mas a substituição não precisa ser necessariamente pelo dólar. O Governo realiza gastos domésticos e cobra impostos em dólares. Bancos criam depósitos denominados em dólares assim como todas as dívidas (de firmas e famílias também) que compõem a pirâmide de dívidas (ver Capítulo 3). No entanto, o Governo não é emissor de dólares e depende da capacidade de a economia obter dólares, o que significa dizer que dificilmente seria capaz de resgatar o sistema bancário caso houvesse problemas de insolvência. Em outras palavras, a capacidade de atuar como prestador de última instância, em casos de crise, fica limitada às reservas acumuladas e ao acesso do Governo a empréstimos no exterior. Quando dolariza a economia, o Governo perde sua autonomia sobre as decisões de políticas monetária e fiscal, pois fica sujeito à percepção de risco do mercado privado internacional [76](#).

O *currency board* preserva uma soberania maior do que a da completa dolarização da economia, pois, apesar da necessidade de obter moeda estrangeira antes de emitir a moeda doméstica,

ainda há a possibilidade de alterar a taxa pela qual ocorre a conversibilidade, permitindo alguma ampliação do espaço para as políticas domésticas. No caso da economia dolarizada, todo o sistema de pagamentos está denominado na moeda estrangeira, portanto, não há condições de alterar a taxa de conversibilidade simplesmente porque não há moeda doméstica.

### 5.3.2 União Monetária

Unões monetárias **não** são comuns ao longo da história. Usualmente, cada país tem moeda própria <sup>77</sup>. O processo de independência de qualquer nação é acompanhado pelo surgimento de uma moeda nacional soberana <sup>78</sup>. No entanto, existiram (e atualmente existe) exceções à regra de que cada país tem sua própria moeda nacional. Durante o Século XIX, por exemplo, existiram a união monetária latina e a união monetária escandinava, nas quais diversos países compartilhavam uma única moeda, mas elas não se consolidaram em experiências duradouras <sup>79</sup>. Contemporaneamente, há uma grande exceção à regra: a união monetária da zona do euro.

Diversos países europeus decidiram, autonomamente, abdicar de suas próprias soberanias monetárias na expectativa de obter um desenvolvimento homogêneo entre si <sup>80</sup>. A união monetária, então, extinguiu as moedas nacionais para substituí-las por uma moeda comum, o euro. Os bancos centrais dos países da união monetária continuam existindo, porém, deixaram de decidir a taxa de juros de curto prazo, que passou a ser mesma para todos e determinada pelo Banco Central Europeu (BCE). Os bancos centrais nacionais mantiveram a função de operar a compensação entre bancos privados e entre esses e o Tesouro do país. Se, por um lado, houve unificação da política monetária, a política fiscal foi mantida separada para cada país, contudo, sob uma rígida norma para o resultado orçamentário do Governo e proporção

dívida pública/PIB, estabelecida no critério de Maastricht. De maneira mais direta, houve uma separação entre a política fiscal e a moeda e, para evitar que o mercado privado force a taxa de juros de títulos emitidos por países “mais fracos”, foram criadas normas rígidas para impedir o crescimento do endividamento dos governos [81](#) .

Esse desenho institucional da zona do euro, portanto, eliminou qualquer soberania monetária dos países participantes, limitando a capacidade dos governos de executarem política fiscal ativa conforme seja necessário. Similar ao que ocorre com nações dolarizadas, os países da zona do euro precisam de superávits em transações correntes para que o Governo possa ter déficits orçamentários (ou tomar emprestado e ficar sujeito “à força do mercado” na determinação da taxa de juros de seus títulos de dívida). Antes mesmo da criação da zona do euro, a Teoria Monetária Moderna já havia apontado para esses problemas no desenho institucional e para a eventual dificuldade que, posteriormente, acabou por se concretizar na crise da zona do euro [82](#) . Para socorrer o setor privado, após a grande crise financeira de 2007/2008, governos de países da zona do euro aumentaram seus déficits e dívida pública, como seria o comportamento comum de países monetariamente soberanos, porém, devido à separação entre política fiscal e a moeda utilizada nesses países, os governos tiveram (e ainda têm) problemas para pagar essas dívidas. O que é válido para países com moeda soberana não é necessariamente válido para países em uniões monetárias.

## **5.4 Estrangeiros Detentores de Títulos da Dívida Pública**

Ao consideramos a economia aberta, devemos levar em conta, também, a possibilidade de que estrangeiros comprem ativos

financeiros no mercado doméstico, inclusive títulos da dívida pública federal. Na realidade, em praticamente todas as principais economias, uma parte dos títulos da dívida pública são retidos por não residentes, como é o caso do Brasil (em dezembro de 2017, os estrangeiros detinham 12,1% da dívida pública brasileira) [83](#) . A partir disso, alguns economistas discutem o impacto que não residentes podem exercer sobre a política macroeconômica doméstica (especialmente, política monetária e taxa de câmbio) por serem detentores de títulos da dívida pública.

Para aqueles que sugerem a existência de restrições adicionais, impostas pela propriedade de não residentes sobre títulos da dívida pública, o argumento se baseia na ideia de que residentes são menos propensos a trocar ativos denominados na moeda de conta doméstica por ativos denominados em moeda estrangeira. Assim, mudanças na preferência de composição da carteira de ativos dos não residentes poderiam forçar uma taxa de juros mais elevada e depreciação cambial [84](#) .

Já mostramos no Capítulo 4 que a taxa de juros de curto prazo é determinada exogenamente pelo Banco Central. Desse modo, o mero descontentamento, desconfiança ou, mesmo, incerteza dos não residentes com respeito à rentabilidade ofertada pelos títulos da dívida pública não tem nenhum efeito diferente do dos residentes sobre a decisão do Banco Central. As mesmas alternativas disponíveis aos residentes estão abertas aos não residentes: diante da insatisfação com a rentabilidade, ambos podem procurar outras alternativas de aplicações, dentro e fora do país. Dentro do país, os não residentes podem negociar seus títulos públicos, no mercado secundário, por reservas bancárias – o que recebem ao venderem os títulos, sem alterar nada na taxa de juros de curto prazo, pois há apenas uma troca da propriedade do título público e das reservas bancárias. O sistema como um todo não sofre nenhuma alteração na quantidade de reservas ou de títulos, por isso, não há pressão sobre a taxa de juros.

Ainda é possível que o movimento de venda de títulos públicos pelos não residentes seja tão intenso que nem todos encontrem um comprador disposto a realizar a transação. Haveria, então, uma queda no preço de mercado dos títulos, o que significaria um aumento da taxa de juros que o título rende ao seu portador. Esse aumento do rendimento dos títulos públicos poderia ser transmitido ao mercado interbancário porque os bancos não emprestariam suas reservas bancárias por uma taxa de juros menor do que a do rendimento que poderiam obter com títulos públicos. Devemos lembrar, no entanto, que o Banco Central opera com uma meta para taxa de juros de curto prazo. Ao sinal de pressão de queda sobre o preço dos títulos, o Banco Central intervém na direção oposta, comprando títulos – elevando o preço e reduzindo sua rentabilidade – e injetando reservas bancárias no sistema (ver Capítulo 4). Assim, a pressão sobre a taxa de juros de curto prazo, novamente, dissipa-se.

Outra possibilidade é que os não residentes esperem a maturação dos títulos retidos e, ao receberem o pagamento prometido na data de vencimento, não realizem novas aplicações em outros títulos públicos. Nesse caso, o pagamento realizado pelo Tesouro resulta em aumento da quantidade de reservas bancárias e redução dos títulos públicos detidos por unidades econômicas privadas. Esse movimento, ao contrário do que é temido, significa uma troca de ativos que pagam uma taxa de juros (os títulos públicos) por ativos que não rendem juro (as reservas bancárias). Se qualquer coisa, haverá, portanto, uma pressão de baixa sobre a taxa de juros. O Banco Central, então, precisa atuar para dissipar essa pressão [85](#).

A outra preocupação é em relação à pressão sobre a taxa de câmbio, que poderia ocorrer caso os não residentes utilizem as reservas bancárias, obtidas com a venda dos títulos públicos, para comprar reservas denominadas em moeda estrangeira (por exemplo, dólares). Nessa situação, os não residentes vão ao mercado de câmbio para trocar as reservas bancárias domésticas

por reservas denominadas em moeda estrangeira o que não provoca qualquer pressão sobre a taxa de juros doméstica. É possível, entretanto, que, dada a grande movimentação de venda de ativos em moeda doméstica e compra de ativos em moeda estrangeira, haja uma depreciação cambial [86](#).

Neste ponto, dois cenários podem se desenrolar a depender do regime cambial adotado. Na configuração em que o regime de câmbio é flutuante, o Banco Central não é obrigado a intervir (mas pode fazer discricionariamente, conforme acredite que seja benéfico para a economia vender as reservas cambiais), pois ele não garante a conversibilidade da moeda doméstica e também não tem uma paridade cambial para defender. Seria possível, então, uma depreciação da moeda doméstica frente as demais, porém, sem qualquer impacto sobre a taxa de juros de curto prazo. Na configuração em que o regime é de câmbio fixo, o Banco Central é obrigado a intervir no mercado de câmbio, pois precisa garantir a conversibilidade e manter a paridade cambial. O Governo precisaria utilizar suas reservas cambiais para intervir no mercado de câmbio e, a depender da continuidade da venda dos títulos públicos, elevar a taxa de juros para ampliar o custo de saída do capital estrangeiro. O aumento da taxa de juros, então, não é um resultado direto da saída de capital estrangeiro, mas uma decisão de política econômica [87](#).

## **5.5 A Posição Externa da Moeda Doméstica**

Déficits em transações correntes de qualquer país, por identidade, significam demanda externa por ativos reais ou financeiros domésticos. Apesar de as moedas nacionais de diferentes países terem a mesma natureza - serem dívidas emitidas pelo Estado, cuja aceitação doméstica se origina pela imposição de tributos nelas denominados, nem todas as moedas são demandadas internacionalmente da mesma maneira. Isso

significa que também há diferença em quanto déficit nas transações correntes cada país consegue sustentar. O dólar, por exemplo, em seu *status* de moeda de reserva internacional encontra grande demanda fora do país por ativos nele denominados. Podemos dizer, então, que a posição externa do dólar garante aos EUA uma capacidade praticamente ilimitada de incorrer em déficits nas transações correntes, já que o dólar é aceito globalmente. Outras moedas nacionais [88](#) também encontram demanda internacional, embora menor, que permite aos países emissores manterem posição deficitária em transações correntes.

As moedas de países subdesenvolvidos e em desenvolvimento, por outro lado, encontram demanda reduzida ou até mesmo inexistente para suas moedas fora (em alguns casos, até mesmo dentro) do território nacional. A posição externa da moeda nacional desses países, portanto, implica uma restrição sobre o saldo em transações correntes. Em caso de déficits em transações correntes que não podem ser pagos com a moeda doméstica porque ela não é aceita fora do país, há necessidade de se tomar moeda estrangeira emprestada ou de se atrair capital estrangeiro.

Para a vasta maioria dos países, a realidade não se aproxima do dólar nem da completa ausência de demanda por ativos denominados na moeda doméstica. Adicionalmente, praticamente todas as moedas nacionais são negociadas em mercados de câmbio, porém, nem sempre encontram demanda à taxa de câmbio desejada pelo Governo. Esse é o caso do Brasil, que encontra demanda internacional pelo real, que é trocado no mercado de câmbio por moeda estrangeira para se realizar pagamentos no exterior (relembramos que 12,1% da dívida pública brasileira é mantida em portfólios de não residentes). A demanda por reais no mercado de câmbio, no entanto, não é suficiente para sustentar o déficit em transações correntes do país. Consequentemente, o país precisa atrair fluxos de entrada de

capital estrangeiro sob variadas formas, inclusive o investimento direto estrangeiro. Caso não seja possível atrair capital estrangeiro, o Governo pode se ver forçado a realizar um ajuste recessivo na economia (por meio de desvalorizações cambiais, aumento da taxa de juros e redução dos gastos públicos) para reduzir o tamanho do déficit ou equilibrar as transações correntes.

Essa restrição, no entanto, não impede que o Governo emissor de moeda soberana utilize a demanda doméstica por sua própria moeda para comprar bens e/ou serviços produzidos dentro do país ou para empregar recursos que estejam à venda nela. Para financiar compras no exterior, a Teoria Monetária Moderna recomenda que os países emitam dívida externa em moeda nacional preferencialmente. Em casos de impossibilidade de emitir dívida externa denominada em moeda nacional devido a restrições de demanda externa pela moeda doméstica, o país estará forçado a comprar os importados essenciais com recursos das exportações. Caso os recursos conseguidos com exportações sejam insuficientes para adquirir importados essenciais, o endividamento externo se torna uma necessidade. Restrições reais sobre a capacidade de importar são impostas pela capacidade de exportar. Diante disso, as limitações sobre a capacidade de importar só podem ser eliminadas pela redução da necessidade de importar ou pela elevação da capacidade de exportar. Ambos os objetivos só são compatíveis com o objetivo do pleno emprego se transformações estruturais forem realizadas na economia para reduzir as importações por meio da produção doméstica e aumentar as receitas das exportações com a ampliação dos mercados externos. Para as transformações estruturais, os gastos públicos são o fator determinante central: seja nos investimentos em infraestruturas que aumentam a produtividade; seja nos investimentos em ciência e tecnologia; seja na criação de capacidade que substituem importações essenciais em energia e outros insumos ou ampliem a capacidade exportadora em setores em que o país tenha vantagens competitivas dinâmicas.

## 5.5.1 Solvência Externa

Uma estratégia alternativa que muitos países adotam para lidar com a falta de demanda internacional por ativos denominados na moeda doméstica é a emissão de dívida denominada em moeda estrangeira. Ao emitir dívida denominada em dólares, por exemplo, os governos podem estar tentando conseguir moeda estrangeira a uma taxa de juros baixa, compatível com a taxa de juros estabelecida pelo *Fed* (Banco Central dos EUA). No entanto, diferentemente do que acontece com a emissão da moeda doméstica, o Governo pode, sim, falhar na promessa de pagamento denominada em uma moeda estrangeira. Isso significa, então, que o mercado financeiro não comprará a dívida emitida por esse governo sem cobrar um *spread* para remunerar o risco de inadimplência.

Diferentemente do que acontece com os títulos denominados na moeda doméstica, o Governo não pode garantir que sempre poderá pagar a dívida em moeda estrangeira. Alguns países podem garantir, mais convincentemente, que serão capazes de honrar o compromisso devido à quantidade de reservas cambiais acumuladas. Contudo, esses países normalmente não precisam emitir dívida denominada em moeda estrangeira e tornam-se mais capazes de emitir dívida externa em moeda nacional.

A taxa de juros sobre esses títulos denominados em moeda estrangeira, ao contrário dos títulos em moeda doméstica, não é exogenamente controlada pelo Banco Central, mas, sim, pela percepção de risco do mercado para aquela dívida. Na maioria dos casos, é preferível que o Governo emita títulos de dívida denominados na moeda doméstica para atrair demanda de investidores estrangeiros a uma taxa determinada pelo Banco Central do que emitir dívida denominada em moeda estrangeira a uma taxa de juros fora de seu controle. Como resultado da emissão de dívida em moeda estrangeira, o Governo acaba assumindo um risco de inadimplência que não precisaria correr.

Em suma, os mecanismos de funcionamento das políticas fiscal e monetária descritas pela Teoria Monetária Moderna continuam os mesmos independentemente da posição internacional da moeda doméstica. Evidentemente, nenhum governo conseguirá comprar nada com sua moeda que não esteja à venda nela própria. Nesse caso, alguns países terão de emitir dívida externa para adquirir bens e serviços do exterior. Entretanto, alguns países conseguirão emitir dívida externa denominada em sua própria moeda; outros só conseguirão se endividar em moeda estrangeira. Nesse último caso, a manutenção de reservas em moeda estrangeira torna-se crucial para a solvência externa e para a ampliação de espaço de política doméstica. Regimes cambiais distintos também representam diferentes graus de liberdade para a política doméstica. Nos extremos, estão o regime de câmbio fixo - impondo estreita margem para a política doméstica - e o regime de câmbio flutuante - possibilitando margens amplas de autonomia da política doméstica.

## **5.6 O Espaço Fiscal Possível e Sustentável em uma Economia Aberta**

Nesta seção, apresentamos um modelo derivado da abordagem do equilíbrio dos três setores que ilustra, graficamente, o espaço fiscal do setor público em uma economia aberta <sup>89</sup>. A partir desse modelo, demonstramos que os pressupostos fundamentais da Teoria Monetária Moderna para um país monetariamente soberano continuam válidos quando adicionamos o setor externo na análise. Entretanto, isso não exclui a possibilidade de que um governo possa abrir mão, politicamente, da integralidade de sua soberania monetária ao adotar algum tipo de indexação cambial como câmbio fixo ou a “dolarização” da economia, apresentados nas seções anteriores.

Seguindo as identidades contábeis que garantem o equilíbrio entre os setores público, privado doméstico e externo, temos:

$$(S - I) + (T - G) + (M - X - FNI) = 0 \quad (5.1)$$

$$(S - I) = (G - T) + (X + FNI - M) \quad (5.2)$$

$$(X + FNI - M) = CAB \quad (5.3)$$

$$(S - I) = (G - T) + CAB \quad (5.4)$$

onde:

S é a poupança privada;

I o investimento privado;

G os gastos públicos;

T os tributos;

X as exportações;

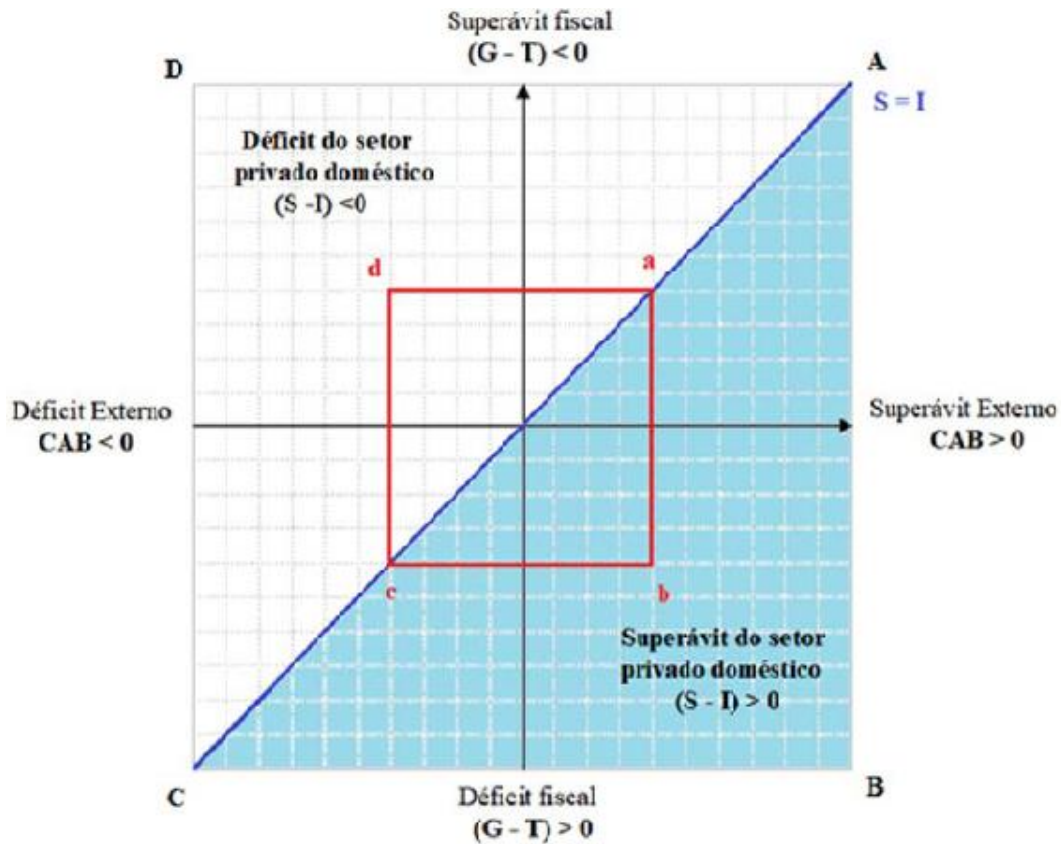
M as importações;

FNI os fluxos de renda externa líquida; e

CAB o saldo da conta corrente.

Podemos interpretar a equação (4) da seguinte forma: os déficits públicos ( $G - T > 0$ ) e os superávits em conta corrente ( $CAB > 0$ ) são fontes de renda para o setor privado doméstico que, obrigatoriamente, estará, no agregado, acumulando ( $S > I$ ). O oposto também é verdadeiro: superávits do setor público ( $G - T < 0$ ) e déficits em conta corrente ( $CAB < 0$ ) impossibilitam o setor privado doméstico de acumular ativos financeiros. Nesse caso, de superávit do setor público e simultâneo déficit em transações correntes, o setor privado estará, necessariamente, despoupando. Além disso, ao passo que os gastos públicos são discricionários, ou seja, estão sob controle do Governo, o saldo em conta corrente é, predominantemente, não discricionário. Podemos descrever e sintetizar os resultados acima, graficamente, no diagrama a seguir.

Gráfico 2 – Balanço setorial: o espaço fiscal em uma economia aberta



Fonte: Mitchell, Wray e Watts (2016, Cap.5).

A linha diagonal de 45° graus ( $S = I$ ) contém os pontos que representam as diferentes combinações entre saldos externos e governamentais que garantem que o saldo doméstico do setor privado seja igual a zero. O triângulo ABC, destacado em azul e abaixo da linha SI, representa todas as combinações que culminam em superávit do setor privado doméstico, enquanto o triângulo CDA, acima da linha, as combinações que culminam em déficit do setor privado.

Para ajudar na compreensão do diagrama, apresentaremos o que significam os pontos *a*, *b*, *c* e *d* que representam quatro combinações possíveis dentro do modelo derivado do balanço setorial.

No ponto *a* , localizado na linha SI e no primeiro quadrante do diagrama, há igualdade entre o superávit externo e o superávit fiscal, o que garante que o saldo do setor privado doméstico seja igual a zero. Ainda no primeiro quadrante, a área abaixo da curva SI destacada em azul representa a combinação de pontos que garante superávit externo maior que o superávit fiscal ( $CAB > (G - T)$ ), o que resulta em saldo positivo no setor privado doméstico. Já as posições acima da linha SI, no primeiro quadrante, representam as combinações nas quais o superávit fiscal do Governo é maior que o superávit externo, o que culmina em déficit no setor privado.

O segundo quadrante, onde se encontra o ponto *b* , contém todas as combinações de superávit externo com déficit governamental, o que, invariavelmente, resulta em superávit no setor privado doméstico.

Já o ponto *c* , que está na linha SI e no terceiro quadrante, representa saldo nulo no setor privado doméstico dado pela igualdade entre déficit governamental e déficit externo. Os pontos abaixo da linha SI, no terceiro quadrante (área em azul), têm combinações com déficits governamentais maiores que os déficits externos, o que garante superávits para o setor privado doméstico. Os pontos do terceiro quadrante, acima da linha SI, representam déficits externos que superam os déficits governamentais, o que resulta, por identidade, em déficit no setor privado doméstico.

Por fim, o ponto *d* , no quarto quadrante, representa o conjunto de combinações entre déficits externos e superávits governamentais que acarretam, sempre, déficit no setor privado.

Com base na representação gráfica do equilíbrio dos saldos setoriais, podemos determinar qual é o espaço de política fiscal **possível e sustentável** ao longo do tempo para um governo monetariamente soberano. Inicialmente, todas as combinações representadas no diagrama, independente do quadrante, são possíveis para o emissor soberano: dado o saldo do setor externo

e do setor privado doméstico, o Governo pode ajustar sua política fiscal na magnitude necessária para garantir o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Claro, como vimos, algumas decisões de caráter político e discricionário podem impor limites deliberados a esta margem de manobra como, por exemplo, regimes de câmbio fixo.

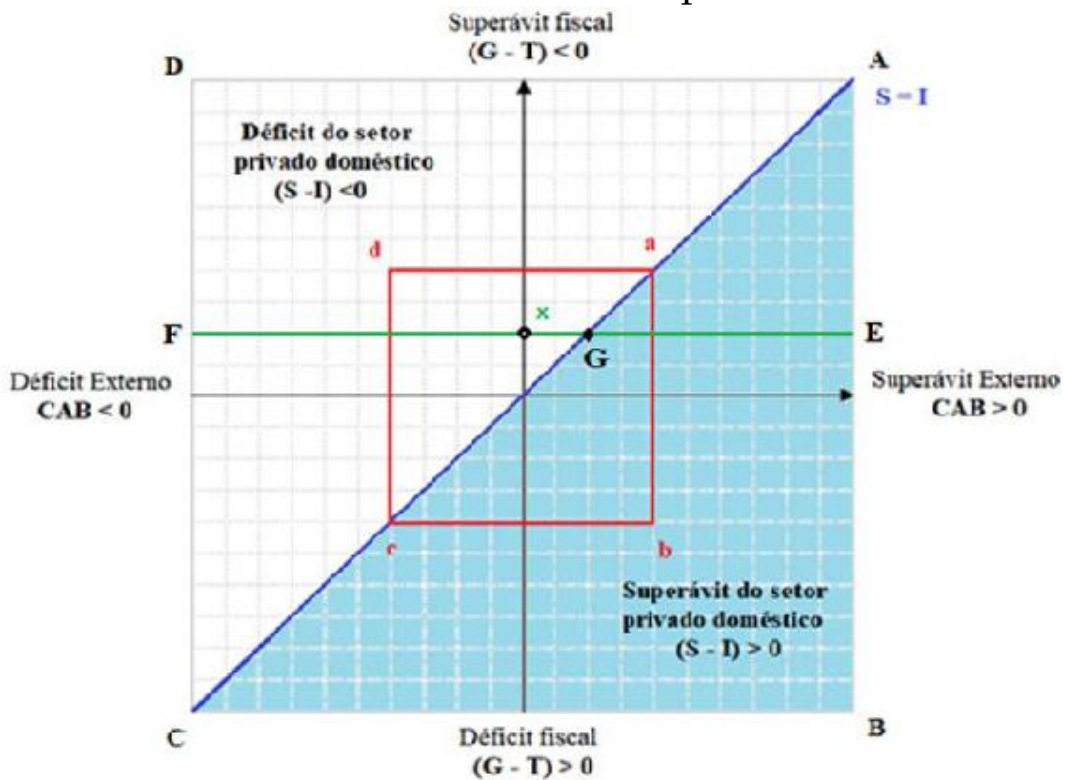
Contudo, a manutenção de superávits orçamentários do Governo não necessariamente é sustentável no longo prazo e isso se dá por conta da impossibilidade de o setor privado doméstico sustentar déficits de forma contínua. Contínuos déficits do setor privado doméstico acabam culminando em estoque crescente de dívidas mantidas no balanço do setor privado. Este processo de acumulação de dívida privada é limitado porque pode alimentar o surgimento de fragilidade financeira, como discutido detalhadamente no Capítulo 7. Sendo assim, no longo prazo, a única posição sustentável é aquela na qual o saldo do setor privado doméstico é positivo. Uma economia até pode absorver desvios dessa posição, mas apenas temporariamente. Sendo assim, é apenas a área ABC (a área sombreada de azul) que pode ser considerada o espaço de política econômica possível e sustentável disponível para os governos monetariamente soberanos.

No caso de uma nação em situação de déficit externo, se o Governo decidir garantir um equilíbrio dentro do espaço fiscal possível e sustentável (triângulo azul), deve recorrer a um déficit governamental grande o suficiente a ponto de tornar-se o setor privado superavitário.

Por fim, vale destacarmos que políticas de metas fiscais restritivas reduzem, por definição, o espaço possível e sustentável de política fiscal apresentado no diagrama dos três setores. Uma meta de superávit fiscal “x”, representada no diagrama abaixo, por exemplo, reduziria o espaço fiscal possível à área representada pelo retângulo AEFDE. Entretanto, o espaço fiscal, que além de possível é sustentável, seria limitado ao triângulo

AEG. Dessa forma, países com déficits externos estruturais e com metas fiscais de superávit para o setor público não teriam a possibilidade de buscarem um equilíbrio setorial que seja sustentável a longo prazo. A justificativa para uma afirmação tão forte é que, por identidade, esses países cronicamente deficitários no setor externo e com metas fiscais superavitárias só poderiam obter resultados privados estruturalmente negativos, o que eleva a fragilidade financeira da economia.

Gráfico 3 – Balanço setorial: o espaço fiscal em uma economia aberta com meta fiscal de superávit.



Fonte: Mitchell, Wray e Watts (2016, Cap.5).

Algumas objeções podem surgir em relação ao modelo proposto. Um possível argumento contrário é de que o déficit governamental, ao elevar a demanda agregada e, conseqüentemente, o nível de importações, acabaria por pressionar, também, o saldo em transações correntes e isso

implicaria uma restrição para a política econômica autônoma. Entretanto, as consequências de possíveis déficits em transações correntes decorrentes de uma política fiscal expansionista dependem do regime cambial adotado.

Caso seja um regime de câmbio fixo, como vimos, o déficit em transações correntes pode levar à inadimplência em moeda estrangeira, já que haveria a promessa de conversão da moeda doméstica em moeda estrangeira a uma determinada paridade. De fato, isso limitaria a soberania monetária, mas não por motivo estritamente econômico e sim por uma opção política deliberada. Entretanto, em regimes de câmbio flutuante, não haveria esse risco, já que o Governo não garante nenhuma paridade pré-acordada.

Uma segunda preocupação decorre da argumentação de que posições externas deficitárias contínuas poderiam culminar em escassez de moeda estrangeira, o que seria um possível problema para países periféricos que possuem moedas que não cumprem as funções clássicas no âmbito do sistema monetário internacional. Dessa forma, políticas fiscais expansionistas que culminem em déficits externos levariam a um risco crescente de escassez das divisas necessárias para a garantia tanto das importações quanto do cumprimento de obrigações em moeda estrangeira. Uma situação do tipo se manifestaria, principalmente, em situações de queda do valor dos produtos exportados ou diante de interrupções no fluxo de capitais. De fato, a possibilidade de escassez de divisas é problemática para países periféricos como o Brasil e, basicamente, duas soluções opostas podem ser adotadas para a correção dessa especificidade.

A primeira solução é conjuntural e se baseia na sustentação de uma política fiscal estruturalmente contracionista, de modo a reduzir a renda nacional e, por consequência, o potencial de importações. Uma política desse tipo, ao elevar o saldo fiscal do setor público, tenderia a ter, por identidade, a ampliação do

déficit no setor privado como contrapartida, o que culminaria em maior fragilidade financeira para o sistema econômico.

A segunda solução consiste na utilização plena da soberania monetária do país para promover reformas estruturais de modo a reduzir a necessidade de importações ao mesmo tempo em que se amplie a capacidade de exportações. Além disso, seria importante utilizar as escassas divisas de maneira estratégica com vistas a importar, principalmente, bens que sejam essenciais para a mudança estrutural requerida para o relaxamento da restrição externa.

Dessa forma, concluímos que as possibilidades de políticas econômicas decorrentes do entendimento dos pressupostos da Teoria Monetária Moderna além de não implicarem elevação da restrição externa podem ajudar a resolvê-la estruturalmente.

# 6

## A INFLAÇÃO E OS ASPECTOS POLÍTICOS DO PLENO EMPREGO

Neste capítulo, discutiremos a inflação. O termo pode ser definido como aumento contínuo, persistente e geral dos preços dos bens de uma economia. Em todo momento, os preços estão sendo alterados na economia, mas uma alta pontual no tempo (por mais alta que ela possa ser) não é necessariamente caracterizada como inflação <sup>90</sup>. Os preços podem sofrer alterações devido a choques (como choques de oferta) ou pode ser que ocorram, por quaisquer razões, variações dos preços na economia que reflitam mudanças nos preços relativos dos bens. Esses casos, contudo, não podem ser definidos como inflação dos preços. Podemos afirmar que existe inflação apenas quando todos os preços da economia variam persistentemente ao longo do tempo – é possível, inclusive, que os preços relativos se mantenham constantes no período considerado. Sendo a inflação o resultado de uma alta generalizada dos preços, ela pode ser mensurada a partir de índices agregados de preços que, dado uma cesta de consumo da economia, servem de indicador para análise de como os preços têm variado de forma geral. Portanto, a inflação é um agregado macroeconômico, sendo objeto de estudo do subcampo da economia denominado macroeconomia.

Na macroeconomia, há diferentes teorias ou interpretações sobre os determinantes da inflação. Em diversos trabalhos, é

possível encontrar explicações distintas da inflação; ora gerada por “fatores de demanda”, ora por “fatores de oferta”. Todavia, essa separação é dúbia. Por “fatores de demanda” geralmente entende-se uma expansão do poder de compra da economia; uma expansão do estoque de moeda para além de algum limite de produção dada a oferta potencial da economia. Já, “fatores de oferta” refere-se a todo e qualquer fator que gere choques nos preços que não estão relacionados ao poder de compra na economia. Tais fatores podem produzir choques em taxa de câmbio, meteorologia (efeitos sobre as safras agrícolas, por exemplo), modificações na estrutura concorrencial em diferentes mercados (alterações no *mark-up* <sup>91</sup> das firmas) entre outros. Ainda que as economias estejam, de fato, sujeitas a choques negativos de oferta, na prática, é difícil de separar as causas. É possível alegar que uma economia passa por um processo de inflação de oferta ao se observar que as empresas estão repassando para os preços variações contínuas e permanentes de seus custos, preservado as margens de lucro. Contudo, pode-se argumentar que o que está sendo observado é uma inflação de demanda, com o ponto de excesso de demanda sendo no mercado de bens intermediários. A resolução para tal imbróglio é se fazer uma separação alternativa entre as teorias sobre a inflação. Existem, pelo menos, dois conjuntos de teorias sobre a inflação, a saber, a convencional, baseada na teoria quantitativa da moeda, e a teoria baseada no conflito distributivo.

A teoria convencional, baseada na teoria quantitativa da moeda, entende a inflação como um fenômeno monetário resultado de uma expansão da quantidade de moeda para além do produto potencial da economia. Dentro desse grupo, podemos classificar a teoria quantitativa da moeda e suas versões mais recentes. Hoje, a teoria sobre a inflação mais aceita no *mainstream* faz parte do que podemos chamar de “Novo Consenso Macroeconômico” ou “Nova Síntese Neoclássica” <sup>92</sup>. O “Novo Consenso Macroeconômico” defende que a inflação é um

fenômeno que pode ser gerado pelo hiato do produto (produto agregado menos o produto potencial), pela inércia inflacionária, pelas expectativas de inflação e pelos choques exógenos <sup>93</sup>. O produto potencial, por sua vez, pode ser definido como uma certa porcentagem da oferta agregada da economia dada pelo estoque de trabalho e capital. Em outras palavras, o produto potencial da abordagem “Novo Consenso Macroeconômico” não é dado quando a taxa de desemprego está próxima de zero. O produto potencial é aquele condizente com uma taxa de desemprego ou com o grau de utilização da capacidade produtividade instalada que deixa a taxa de inflação constante. Logo, caso a economia esteja aquecida e o produto supere o potencial, a inflação começará a se acelerar. Por outro lado, caso o produto esteja abaixo do potencial, ocorrerá desaceleração da inflação. Sendo assim, para o “Novo Consenso Macroeconômico”, existe um estoque de desempregados numa taxa que mantém a inflação constante, a NAIRU <sup>94</sup> (em português, o acrônimo refere-se à taxa de desemprego não inflacionária). A distribuição funcional da renda – divisão da renda pela remuneração dos fatores de produção – é ditada pela produtividade marginal dos fatores de produção. Para este arcabouço, a função do Banco Central é garantir que a inflação se mantenha estável e próxima da meta definida por alguma autoridade governamental (a depender da institucionalidade de cada país). Esse é o chamado regime de metas de inflação utilizado no Brasil <sup>95</sup>. O principal instrumento empregado pela autoridade monetária para atingir a meta de inflação é a definição da taxa de juros básica da economia. Definida uma meta de taxa de juros –o preço do mercado monetário, o Banco Central atua controlando a liquidez de reservas bancárias para alcançar o objetivo <sup>96</sup>. Para o Novo Consenso, a moeda é endógena portanto. Aumentos da demanda por moeda, dada a taxa de juros vigente, levarão ao aumento da oferta monetária. Caso a taxa de juros definida pelo Banco Central esteja abaixo da taxa de juros que estabiliza a inflação, a demanda

agregada será superior à taxa de crescimento da oferta agregada e ocorrerá inflação. Por outro lado, se a inflação estiver dentro da meta definida pela autoridade monetária e o hiato do produto (diferença entre o produto agregado e o produto potencial) for nulo, a taxa de juros operacional do Banco Central será igual à taxa de juros neutra ou natural. Se a autoridade monetária não tiver credibilidade, isto é, se os agentes julgarem que o Banco Central não está comprometido com a estabilidade dos preços, os agentes passam a esperar altas da inflação futura, o que pode impactar a inflação presente. Em casos de choques que provoquem altas dos preços, o Banco Central deve reagir elevando a taxa de juros básica garantindo, assim, que as expectativas dos agentes econômicos permaneçam ancoradas. Caso contrário, se o Banco Central não reagir adequadamente, as expectativas dos agentes sobre a inflação futura podem se elevar e afetar a inflação corrente, numa dinâmica que torna a inflação autorrealizável.

Alternativamente, há a abordagem que interpreta a inflação como resultado do conflito distributivo na sociedade <sup>97</sup>. Essa teoria da inflação afirma que o fenômeno é resultado de uma disputa entre diferentes grupos sociais por maiores parcelas reais da renda nacional. Ou seja, diferente da teoria convencional, a distribuição funcional da renda não é vista como resultado da produtividade marginal dos fatores de produção, mas da correlação de forças entre diferentes grupos sociais. Essa abordagem, que geralmente é adotada por autores heterodoxos, é a mais coerente com a Teoria Monetária Moderna.

## **6.1 Preços, Conflito Distributivo e Inflação: trabalho *versus* capital**

Uma forma de iniciar uma discussão sobre a inflação é examinar como as empresas precificam seus bens. Os autores da

Teoria Monetária Moderna partem, geralmente, de um modelo amplamente utilizado de precificação baseado no pressuposto de que as firmas adicionam um fator de *mark-up* sobre o custo unitário de produção [98](#) . Isto é, as empresas determinam seus preços antes de levar a produção ao mercado.

Por meio do modelo mencionado acima é possível relacionar a produção agregada com o nível de emprego e com os preços. Definindo o produto agregado como “Y”, o número de pessoas empregadas como “N” e a produtividade por trabalhador como “A”, temos:

$$A = \frac{Y}{N} \quad (6.1)$$

A equação 6.1 é a relação produto-trabalho e define que a produtividade do trabalho pode ser obtida pela divisão da produção agregada pelo número de trabalhadores. Logo, a expectativa de demanda e a relação produto-trabalho, em conjunto, determinam a demanda total por trabalhadores.

Vamos supor, inicialmente, que, na economia, existem apenas dois grupos de agentes: firmas e trabalhadores. Cada trabalhador será remunerado por um salário nominal. Supondo que as empresas tenham apenas um custo, o trabalhista, a multiplicação do total de pessoas ocupadas pelo salário nominal médio da economia “W” nos dá o custo total (CT) da firma. Dividindo o custo total pela produção total, temos o custo unitário de produção (CU):

$$CU = \frac{CT}{Y} = w \frac{N}{Y} = \frac{w}{A} \quad (6.2)$$

Como podemos ver pela equação 6.2, o custo unitário depende diretamente da produtividade do trabalho. Quanto maior a produtividade, menos trabalhadores terão que ser contratados para produzir uma dada quantidade e menor o custo por item

produzido. Dado o custo unitário de produção, as firmas irão multiplicá-lo por um fator de *mark-up*. Desde que não existam outros custos, o *mark-up* remunera a firma e seus acionistas. Caso a empresa apresente despesas e custos fixos não relacionados ao nível de produção, o *mark-up* sobre o custo unitário de produção deverá garantir uma receita mínima para que todas as despesas indiretas (despesas administrativas, de marketing, financeiras etc.) sejam pagas e ainda sobre o suficiente para atingir a taxa de lucro desejada.

Cada grupo é definido de acordo com a sua fonte de renda. Nos modelos de inflação baseados na teoria do conflito distributivo é necessário que, para cada novo grupo adicionado, seja definido qual a origem de renda dentro da estrutura de custos das firmas. Vamos nos ater ao nosso modelo com apenas dois grupos e definir o fator de *mark-up* como “M” e o nível dos preços como “P”. Temos a seguinte função dos preços:

$$P = M * CU = M \frac{w}{A} \quad (6.3)$$

A partir da equação 6.3 também podemos chegar na equação do salário real da economia:

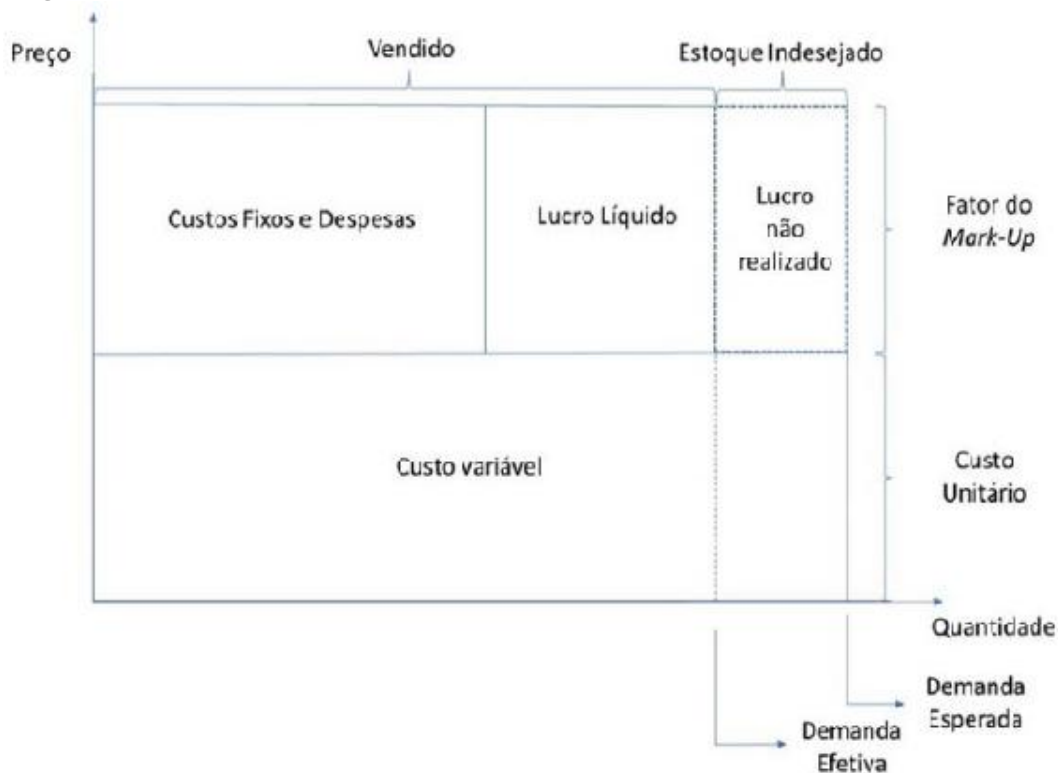
$$\frac{A}{M} = \frac{w}{P} \quad (6.4)$$

De acordo com a equação 6.4, o salário real é resultado do salário nominal ( $w$ ) dividido pelo nível de preços ( $p$ ). Esse salário determinará qual o poder de compra do salário nominal. Em outras palavras, quantos bens o trabalhador será capaz de comprar com o salário recebido. Vemos na equação 6.4 que o salário real depende da produtividade do trabalho ( $A$ ) e da distribuição de renda da economia, determinado pelo fator de *mark-up* ( $M$ ). Quanto maior a produtividade individual de cada trabalhador, maior será a oferta de bens na economia. O fator de

*mark-up* determina quanto da renda da empresa é dividido entre salários e lucros, determinando, assim, o poder de compra do salário.

Pela equação 6.3, o preço de cada unidade de produto será determinado pelo *mark-up* das firmas ( $M$ ), pelo salário ( $w$ ) e pela produtividade do trabalho ( $A$ ). A divisão da renda gerada pela firma entre diferentes formas de custos e lucro e sua relação com a quantidade vendida pode ser vista na figura 1 abaixo.

Figura 4 – Produção, preço e repartição da renda



Na Figura 6.1, dada a demanda esperada, a empresa produzirá essa mesma quantidade e a levará ao mercado. O preço é definido pela empresa conforme a equação 6.3 antes de ela levar os bens ao mercado. Mesmo que a demanda efetiva venha a ser menor do que a esperada, ainda assim, a empresa precisa pagar os trabalhadores, incluindo aqueles que trabalharam para produzir os bens não vendidos. Portanto, o custo variável total pago pela

empresa é a multiplicação da demanda esperada pelo custo unitário de produção. Dado o fator de *mark-up* multiplicado pelo custo unitário, a empresa gerará o lucro operacional que é utilizado para pagar os custos fixos e despesas; o excedente é o lucro líquido. Como podemos ver na Figura 1, na hipótese de a empresa não vender toda a quantidade esperada, parte do lucro líquido esperado por ela não é realizado.

De acordo com a equação 6.3, caso os custos da empresa e seu *mark-up* variem, ou o preço sofrerá uma elevação ou algum outro componente do preço precisará compensar a variação original. Para explicar a inflação, portanto, temos que compreender porque os componentes que determinam os preços podem variar continuamente. A conclusão a que chegamos, utilizando nosso modelo, é que variações dos preços podem ocorrer por três fatores: variações do *mark-up* das firmas, dos custos salariais e da produtividade das firmas.

Os *mark-ups* são relativamente estáveis ao longo do tempo. Essa variável tende a depender especialmente da estrutura de mercado em que a empresa está situada – que é mutável ao longo do tempo, mas de forma relativamente lenta. Ao contrário do suposto nas teorias convencionais, de que os preços são elásticos à demanda, existem poucas evidências de que os *mark-ups* respondam a variações da demanda para além ou aquém do grau desejado ou esperado pelas firmas <sup>99</sup>. No caso do Brasil, a grande maioria das empresas responde a aumentos da demanda com aumento de produção <sup>100</sup>. Considerando que os *mark-ups* são relativamente estáveis ao longo do tempo, resultado especialmente da estrutura de mercado oligopolizada em que as empresas geralmente se situam, podemos considerar que no curto prazo o *mark-up* é constante. Considerando a produtividade do trabalho como relativamente estável no curto prazo, temos que a variação dos preços se deve especialmente em função de variações dos custos salariais e de matérias-primas.

O salário nominal ( $w$ ) é denominado na moeda de conta do país soberano e é o montante de moeda que os trabalhadores recebem (por hora, mês) ao venderem suas forças de trabalho às empresas. Os salários nominais, em qualquer período do tempo, são o resultado de negociações que ocorrem entre empregadores e empregados, independentemente da forma como institucionalmente esteja organizado tal mercado (centralizado, descentralizado, com ou sem sindicatos) [101](#) . Existe ampla discussão sobre qual o salário negociado pelos trabalhadores na economia, se o nominal ou o real.

De forma geral, autores da Teoria Monetária Moderna defendem que o salário objeto de negociação é o salário nominal por ser mais tangível – definido em contratos, enquanto o salário real é determinado apenas com defasagem após a variação dos preços dos bens-salário [102](#) . Isso explica por que os salários nominais são rígidos à queda, pois os trabalhadores resistem a tais movimentos e, usualmente, as empresas não propõem redução de salários nas negociações. Pelo fato de os salários nominais não serem reajustados frequentemente, mas em períodos mais amplos, como semestres ou anos, podemos justificar a suposição de que no curto prazo os salários são exógenos e rígidos. Por outro lado, não sendo o salário real uma variável observável a todo instante, eles acabam por apresentar maior variância [103](#) . O fato de os contratos de salário serem em valores nominais não quer dizer que os trabalhadores ignorem seus salários reais. É comum existirem cláusulas nos contratos que indexam os salários a determinados índices de inflação para garantir o valor real recebido na forma de poder de compra. Isso é especialmente comum em países que passaram por período de alta inflação como o Brasil. Também é possível que, dada a expectativa dos trabalhadores de que haja inflação no futuro, eles possam demandar reajustes dos salários no presente para compensar a perda esperada do poder de compra [104](#) . Duas variáveis centrais estão envolvidas nas negociações salariais: (i) a

aspiração salarial dos trabalhadores e (ii) o poder de barganha entre firmas e trabalhadores. A primeira variável refere-se ao que os trabalhadores acham que é justo pelo seu trabalho ou que seria um reajuste justo de seus salários. O segundo ponto diz respeito à capacidade deles de obter esse ajuste.

A aspiração salarial depende de um conjunto de normas sociais que regulam a determinação dos salários relativos. Existem pesquisas que mostram que empresas relutam em cortar salários para evitar queda no moral e na produtividade dos funcionários [105](#). Além disso, uma crescente literatura mostra que existe relação positiva entre a percepção de justiça dos salários e a produtividade das firmas [106](#). Mas, como definir o que é justo? [107](#) Geralmente, isso é feito de forma relativa. O trabalhador compara seu salário com o observado no passado e com o de outros trabalhadores. A partir disso, ele sabe se seu salário está acima ou abaixo de um “normal” e forma sua aspiração salarial [108](#). O que define o que é “justo” e “normal” são instituições sociais que balizam o mínimo aceitável abaixo do qual a sociedade se desintegraria [109](#).

A segunda variável presente nas negociações salariais é o poder de barganha entre as partes em negociação. Isso dependerá de diferentes fatores, como a taxa de desemprego, pois, caso haja demanda elevada por trabalho, o trabalhador eleva sua probabilidade de ganhar um salário maior em outro emprego [110](#). Por outro lado, a empresa sabe que há maior risco de perder o funcionário para concorrentes e, por isso, fica mais propensa a dar maiores reajustes salariais. No caso oposto, da taxa de desemprego estar elevada, o quadro se inverte. O trabalhador sabe que pode ter dificuldade de encontrar um novo emprego se for demitido e a empresa terá facilidade de contratar outro funcionário. A empresa, então, tem vantagem nas negociações salariais. O papel do desemprego é reconciliar as reivindicações dos diferentes grupos sociais da economia [111](#). Caso a economia apresente queda do desemprego, mas as firmas decidam

incorporar os aumentos de seus custos pela redução dos *mark-ups*, os preços permanecerão constantes. Por outro lado, se com a queda do desemprego os salários aspirados continuamente sobem – o que implica numa crescente fatia da renda nacional carregada para os trabalhadores – e a margem de lucro almejada das firmas permanece constante, observaremos um aumento dos preços.

Com os salários indexados à inflação passada e os trabalhadores com maior poder de barganha, os últimos podem negociar repasses da inflação para os seus salários ou, mesmo, que a expectativa de inflação seja incorporada aos salários, dando origem a uma nova alta de preços. Nessas circunstâncias, a inflação é resultado de uma espiral do salário-preço que continuamente acelera aquela, processo alimentado pelo aquecimento da economia e do mercado de trabalho [112](#). A relação inversa entre inflação e desemprego usualmente é chamada de Curva de Phillips – homenagem ao economista Bill Phillips que, em 1958, publicou trabalho no qual demonstrou relação inversa entre desemprego e salário nominal no Reino Unido de 1861 até 1957 (Phillips, 1958). Posteriormente, diversos trabalhos empíricos surgiram buscando estimar a relação entre essas variáveis macroeconômicas e formularam a hipótese de existência de um *trade-off* entre desemprego e inflação. Nos anos 1970, tal relação deixa de ser observada empiricamente e a Curva de Phillips, versão original, é atacada pelos monetaristas liderados por Milton Friedman (para mais detalhes, ver Mitchell et al, 2016). Abaixo, explicaremos o desaparecimento da relação encontrada por Phillips na década de 1970 a partir da abordagem do conflito distributivo.

Além da taxa de desemprego, variações dos salários dependem dos tipos de acordo trabalhistas existentes, da política salarial das empresas, das leis trabalhistas de cada país – se os contratos de trabalhos são indexados à inflação passada ou não, do grau de sindicalização dos trabalhadores dentre outros fatores. O importante é que trabalhadores e empresas sempre terão poder

de barganha e sempre negociarão os salários. Isso quer dizer que os salários sempre estão mudando, mesmo que a taxa de desemprego esteja constante. Esse talvez seja o ponto mais importante da teoria do conflito distributivo, pois realça que é possível observar altas taxas de inflação mesmo com o desemprego alto e vice-versa. Em suma, não existe um padrão de resposta único entre demanda e preços, pois não há relação unívoca e constante entre empregos e salários e salários e preços.

## 6.2 Conflito Distributivo e Moeda Endógena

A teoria da inflação baseada no conflito distributivo reconhece que a moeda é endógena. Com o incessante aumento dos custos, as empresas deverão obter continuamente novos créditos para financiar sua produção pois o lucro retido pela perda de valor real, pode não ser o suficiente para adquirir todos os insumos necessários no ciclo de produção seguinte. Todavia, tal crédito implica em custo para as empresas. As firmas estão avaliando recorrentemente se as receitas com a produção serão superiores aos custos dos novos créditos de forma a compensar a produção de novos bens e serviços [113](#) . A estrutura de custos das firmas, numa economia com sistema financeiro sofisticado e na qual empresas financiam seus bens de capital, precisa incorporar os custos financeiros. As margens de lucro precisam cobrir os pagamentos dos serviços das dívidas contratadas [114](#) . Caso o Governo combata a inflação por meio de políticas de austeridade, que contraem a demanda e encarecem o crédito aumentando a taxa de juros, podemos esperar que as diversas unidades econômicas - que precisam de crédito para rolar suas dívidas, reduzirão seu consumo e investimentos para enfrentar a alta do encargo financeiro. Diante do crédito mais caro e da redução das receitas derivadas de uma demanda agregada menor, as firmas podem se encontrar numa situação de fluxo de caixa que não lhes

permita pagar os salários demandados pelos trabalhadores. Assim, ou os trabalhadores aceitam reajustes salariais menores ou serão dispensados.

Portanto, as políticas usuais de combate à inflação pela redução da demanda agregada tendem a reduzir novos investimentos e a criar desemprego, fortalecendo o poder de barganha dos capitalistas frente aos trabalhadores. A teoria da inflação baseada no conflito distributivo aceita que possa existir, em circunstâncias específicas, um *trade-off* entre inflação e desemprego [115](#). Nesse sentido, é possível afirmar que existe uma curva de Phillips fundamentada pela teoria da inflação de custos resultante do conflito distributivo [116](#).

## 6.3 Estrutura de Mercado e Concorrência por Preços

Uma questão frequente que surge ao se discutir variações de preços é como tal variação é coordenada entre as firmas. Isto é, por que as firmas, num mesmo setor, tendem, em média, a variar os preços em proporção semelhante?

Isso se deve ao fato de que a estrutura de custos dentro do mesmo setor tende a ser semelhante. Logo, variações dos custos dos insumos e salários dentro das empresas do mesmo setor tendem a ser parecidas. Para preservar suas margens de lucro, as empresas repassam para seus preços variações semelhantes [117](#). E se uma empresa decidisse não realizar tal repasse buscando competir na forma de preços com seus concorrentes? Essa não é uma decisão usual para a firma individual, pois a provável consequência é levar o setor a uma guerra de preços. Isto é, os concorrentes não permanecerão indiferentes à agressão da firma que manteve seus preços constantes mesmo com a alta dos custos. Nesse caso, os concorrentes dispõem de diversas formas de reagir, seja por meio de descontos, de promoções ou de reduções

permanentes dos preços. Assim, o resultado final para a firma que manteve os preços constantes seria uma queda em sua margem de lucro sem ter a compensação de uma maior participação no mercado em que atua. Por esse motivo, o preço tende a não ser um mecanismo de competição normalmente utilizado, sendo mais comum o uso de outros meios que buscam diferenciar os produtos entre si: propaganda, marketing e pesquisa e desenvolvimento (P&D) [118](#) . Pela diferenciação dos produtos, por meio da marca e qualidade, empresas buscam alterar as fatias do mercado que têm. Outra forma de ampliar as taxas de lucro é pelo aumento da produtividade do trabalho, reduzindo o custo unitário de produção. Até o momento, consideramos apenas os custos trabalhistas. No entanto, como sabemos, as empresas lidam com diversos tipos de custos: intermediários, de matérias-primas, juros de empréstimos e tributos.

Quando a atividade econômica está aquecida e crescendo, é normal observar uma alta do preço das matérias-primas, como minérios ou bens agrícolas, cujos preços são mais responsivos às variações de demanda [119](#) . Esses bens costumam ser *commodities* – bens homogêneos com mercados organizados e que, normalmente, apresentam uma oferta rígida no curto prazo. Os mercados de *commodities* são mundiais, com a participação de agentes espalhados ao redor do mundo. Portanto, suas altas costumam ocorrer quando a economia global se encontra num período de expansão econômica [120](#) . Um exemplo é o mercado de petróleo. Apesar da crescente importância de fatores não relacionados com as condições de oferta e demanda para determinar o preço do barril de petróleo, como a “financeirização” dos mercados financeiros, o preço dessa *commoditie* tem forte relação com a capacidade de produção existente e a demanda mundial [121](#) . Caso a capacidade de produção não cresça junto com o aumento da demanda, espera-se um aumento do preço desse bem, como ocorrido em meados dos anos 2000, durante o *boom* das *commodities* .

## 6.4 Preços, Conflito Distributivo e Inflação

Até aqui havíamos considerado a existência de apenas dois grupos sociais em conflito pela renda produzida: capitalistas e trabalhadores. Vamos, agora, adicionar outros três que também interferem nesse conflito: o Estado, os credores e o setor externo.

### 6.4.1 A Influência do Estado e dos Credores

O Estado também pode interferir no conflito distributivo pela posse da produção real da economia, sendo que tem o privilégio de ser o único capaz de endividar-se na sua própria moeda. No entanto, na discussão relacionada à inflação, o Estado ganha importância pelos tributos que pode impor ao setor privado. A imposição de obrigações não recíprocas pelo Estado reduz a renda total disponível das firmas e famílias. No caso das firmas, tais tributos podem reduzir os lucros, o que pode ser considerado por elas como um custo adicional. A criação de novos tributos sobre as empresas pode gerar um choque nos preços, com as firmas se recusando a acatar a perda de renda e repassando o novo custo para seus consumidores.

No caso dos credores, a renda advém na forma de juros pagos pelas firmas pelo serviço da dívida incorrido por elas. As empresas continuamente emprestam capital de terceiros para pagamento de despesas de curto prazo ou para gastos de longa maturação, como investimentos. Em troca, as empresas devem, num determinado prazo, amortizar tais empréstimos e pagar uma taxa de juros em relação ao montante tomado emprestado. A taxa de juros pode ser pré-fixada ou pós-fixada. No caso da última, a taxa de juros sobre a dívida pode modificar a depender do comportamento de outras variáveis que indexam a taxa de juros contratualmente. Algumas dessas variáveis são o índice de

inflação ou a taxa de juros básica da economia, determinada pela autoridade monetária.

Sendo o montante transferido das empresas para os credores um custo, sempre existe a possibilidade de que as empresas repassem aumentos dos custos financeiros para seus preços a fim de evitar que seus lucros sejam comprimidos pelos gastos com juros <sup>122</sup>. Logo, juros mais elevados podem levar algumas empresas a tomarem a decisão de elevar seus preços para proteger suas margens de lucro. Logo, vemos que tanto a ação do Estado como a dos credores pode afetar a distribuição de renda.

## 6.4.2 A Influência do Setor Externo

Definimos o setor externo como o conjunto de agentes residentes no exterior que se envolvem em atividades econômicas domésticas. Diversas empresas situadas nos países importam bens intermediários. Logo, além do trabalho e dos bens intermediários produzidos internamente, empresas precisam pagar agentes situados no exterior pelos produtos. Esses bens, por serem transacionados no exterior, são denominados em moedas de conta estrangeiras. Hoje, a principal moeda utilizada em transações comerciais no mundo é o dólar americano, portanto, as firmas devem pagar as importações com dólares. Por outro lado, o preço da mercadoria produzida internamente é denominado na moeda de conta doméstica.

Para determinar o preço do bem na moeda nacional é necessário que todos os custos estejam denominados na mesma moeda. Portanto, as empresas convertem o preço do bem comprado do exterior em dólares, por exemplo, para a moeda utilizada nacionalmente; no caso do Brasil, o real. A taxa de conversão entre as moedas é a taxa de câmbio. Isso significa que o comportamento da taxa de câmbio pode ser de grande importância para explicar a inflação doméstica. Desvalorizações

frequentes da moeda nacional em relação à divisa internacional, isto é, uma contínua alta da taxa de câmbio, terão impacto direto sobre os custos das firmas ao afetarem os preços em moeda doméstica dos bens e serviços que são comprados no exterior. Se elas não repassarem o aumento de tais custos para seus preços, o resultado será uma maior transferência de recursos para os agentes no exterior e uma redução do volume de lucros.

A taxa de câmbio também é importante no caso de firmas que têm concorrentes situados no exterior. Nesse caso, a taxa de câmbio será um dos determinantes da concorrência entre as firmas. Desvalorizações da moeda local tornam os produtos importados mais caros, permitindo que as empresas nacionais possam elevar os preços sem perda de parcela de mercado. Por outro lado, valorizações da moeda tornam os produtos importados mais baratos em moeda doméstica sem que as empresas situadas no exterior tenham decidido alterar os preços em dólares. Nesse caso, as empresas nacionais podem ser obrigadas a reduzir preços para não perderem mercado.

Além da importância por determinar o preço dos bens importados em moeda nacional, a taxa de câmbio também pode ser muito importante devido ao estoque de dívida externa, isto é, devido ao estoque de dívida denominada em moeda estrangeira. Na verdade, essa relação é central para explicar diversos casos de hiperinflação, ao longo da história, como a brasileira.

Todas as relações econômicas entre brasileiros e residentes no exterior são registradas no balanço de pagamentos. Esse balanço está dividido em duas partes. Na primeira, são registrados o resultado da balança de bens e serviços (exportações e importações), do balanço de rendas (total enviado e recebido na forma de rendas - como lucros, dividendos e salários) e das transações unilaterais (como doações). Essas contas formam o balanço de transações correntes. Na segunda parte do balanço de pagamentos, temos a conta financeira, a conta de capital e a conta ativos em reserva. As duas primeiras registram as entradas e

saídas de capital do país com o propósito de atender necessidades de financiamento externo. A última registra a variação das reservas internacionais do país. Quando um país apresenta déficit em transações correntes, significa que o país realizou uma quantia de pagamentos denominados em divisas estrangeiras superior aos recebimentos. Nesse caso, para financiar o déficit em transações correntes, o país tem duas opções: obter financiamento do exterior (contas financeiras e de capital) ou reduzir o estoque de ativos denominados na divisa externa (conta ativos externos no Banco Central).

No caso dos países com moeda forte, existe ainda uma terceira opção que faz com que déficits em transações correntes não sejam um problema. Países com moedas fortes são aqueles cuja moeda doméstica também é aceita por estrangeiros para transações no exterior. Todas as transações correntes dos EUA com o exterior são denominadas em dólares, sua própria moeda de conta. Portanto, não existe possibilidade de os EUA não terem como pagar por importações ou pelo serviço de sua dívida externa [123](#). Enquanto o dólar for a moeda de reserva do sistema monetário internacional, os EUA terão o privilégio de terem déficits em transações correntes sem risco de insolvência. Isso se torna mais complicado para o caso de países que não emitem moeda forte – que são a grande maioria dos países soberanos no mundo. Nesse caso, eles ficam restritos as duas opções supracitadas. É comum que os países sejam capazes de atrair capital do exterior para financiar suas necessidades de moeda estrangeira. Caso contrário, podemos afirmar que o país em questão passa por uma crise de liquidez pela falta de acesso a linhas de financiamento externo. Como todo financiamento, todo influxo de capital estrangeiro para o país para financiar a necessidade de capital tem como propósito a geração de alguma forma de renda no futuro, seja de lucros (no caso de empresas estrangeiras) ou de juros (no caso de empréstimos feitos no exterior).

Logo, as unidades econômicas domésticas endividadas em moeda estrangeira precisam gerar lucros suficientes para cobrir o serviço da dívida em dólares. A renda obtida em moeda doméstica, então, precisa ser convertida, no mercado de câmbio, para que o devedor possa cobrir seu encargo financeiro. No caso de empresas multinacionais, ainda que ela possa não ter um passivo denominado em moeda estrangeira, seu lucro é contabilizado no exterior pela matriz em moeda estrangeira. Portanto, temos que a taxa de câmbio é essencial para se contabilizar o encargo financeiro das empresas que carregam dívidas denominadas em moeda estrangeira e o lucro de empresas estrangeiras. Fortes desvalorizações cambiais levam a uma redução dos lucros contabilizados na moeda estrangeira e aumentam o serviço da dívida externa que estiver denominada naquela moeda. É possível que as empresas elevem seus preços para garantir a capacidade de pagamento do serviço da dívida e continuarem lucrativas.

Sintetizando, desvalorizações cambiais afetam os preços de três formas: pelo preço das importações, pela concorrência entre firmas nacionais e estrangeiras e pelo encargo financeiro denominado em moeda estrangeira. A taxa de câmbio, por isso, é central para explicar a taxa de inflação brasileira [124](#). Tendo visto como cada agente pode atuar no sentido de elevar os custos e elevar os preços das firmas, vemos que o conflito distributivo é determinado por diferentes instituições - conjunto de regras formais ou informais vigentes na economia, e pelos poderes de barganha que esse contexto institucional confere às classes sociais em disputa pela renda produzida. Logo, podemos afirmar que a inflação depende do poder de barganha dos diversos grupos sociais - porque é resultado da disputa entre os diferentes grupos, sobre qual deve ser a distribuição de renda [125](#). Numa situação em que as regras de distribuição estão a contento para todos os grupos sociais, os preços na economia tendem a ficar estáveis [126](#). Não há razão para elevações dos salários, tributos, juros ou preços

para além da inflação corrente, mantendo a distribuição funcional da renda constante. Contudo, se um dos grupos julgar que tem direito à uma renda real maior e, além disso, tiver poder de barganha para reajustar sua renda, é provável que observemos uma alta dos custos e preços. Assim, uma firma que deseje aumentar os lucros pode elevar os *mark-ups*, trabalhadores podem obter reajustes salariais acima da inflação, o Estado pode elevar as alíquotas de impostos e os credores podem elevar suas taxas de juros. Uma alta pontual de preços por si só pode não engendrar um processo inflacionário [127](#). Não obstante, caso os outros grupos sociais decidam não abrir mão de suas rendas reais eles reagirão ao aumento inicial dos preços; provavelmente, reajustando os próprios preços, reduzindo o ganho de renda real obtido pelo primeiro grupo. O grupo que realizou o ajuste inicial no preço de sua renda (salário, *mark-up*, juro ou tributo) irá reajustá-lo novamente, levando a economia a entrar num ciclo vicioso de alta de preços, numa espiral inflacionária.

## 6.5 Estagflação

A estagflação coloca em dúvida a relação entre aquecimento da economia e inflação. Quando uma economia apresenta altas taxas de inflação e estagnação da atividade econômica, podemos dizer que está passando por um caso de estagflação. Tal fenômeno foi importante na década de 1970, período em que as principais economias industrializadas passaram por forte alta dos preços e queda da atividade econômica. Entre 1974 e 1975, os EUA apresentaram uma forte contração da demanda agregada [128](#). Tal contração teria sido resultado das políticas de austeridade que, seguindo a teoria convencional do período, imaginava-se, reduziriam a produção e elevariam o desemprego e, assim, seriam eficazes em controlar a taxa de inflação. No entanto, isso não ocorreu. Por conta desse fenômeno, a ideia aceita no período de

que existiria um trade-off entre desemprego e inflação, especificada pela Curva de Phillips tradicional, foi questionada, dando lugar a novas teorias e explicações sobre o que originaria a inflação.

O choque que deu origem à estagflação nos EUA na década de 1970 e início dos anos 1980 foi o do petróleo. A primeira década em questão foi marcada pelos dois grandes choques do petróleo – em 1973 e 1979. Existem evidências de que esses choques impactaram fortemente os preços, acelerando a inflação, ao mesmo tempo que levaram a uma queda das rendas reais, induzindo o surgimento do estagflação [129](#) . Com os fortes choques do petróleo e a enorme dependência dessa *commoditie* para a produção de diversos bens, houve efeito em cascata de alta dos custos na economia que, em última instância, resultou numa alta dos preços aos consumidores. Por se tratar de um período em que a classe trabalhadora tinha grande poder de barganha e havia aprendido, nas décadas anteriores, a sustentar o valor nominal de seus salários, a alta dos preços foi repassada aos salários, evitando a defasagem em relação aos demais preços [130](#) . A estagflação é resultado tão somente de uma espiral de preços-salários combinada com políticas de contenção da demanda agregada pelo Estado. Quando o Governo americano percebeu que a taxa de desemprego chegaria aos dois dígitos, interrompeu o corte de gastos de forma a fornecer liquidez tão somente para manter os preços subindo sem uma queda no desemprego [131](#) .

Assim, mesmo em meio a uma recessão, os déficits do Governo americano sustentaram o *mark-up* , os lucros e os preços [132](#) . Todavia, a alta dos preços dos bens de consumo, mesmo em um período de recessão, resulta em ações reivindicatórias defensivas dos trabalhadores para proteger o valor real dos salários. Essas ações defensivas de lucros e salários, no entanto, deu origem à espiral salário-preço. Logo, a taxa de desemprego não foi capaz por si só de tornar consistentes as parcelas da renda demandada pelos diferentes grupos sociais. Outras instituições

presentes no mercado de trabalho foram mais importantes para impedir que o crescimento da taxa de desemprego determinasse uma queda do salário real por via inflacionária.

A inflação dos EUA voltou à estabilidade apenas em 1983, com o arrefecimento dos preços do petróleo e a ampla abertura comercial e valorização cambial que levou as firmas a conterem seus preços para enfrentar a concorrência externa. Além disso, com o aumento da competição internacional e a perda de poder de barganha dos trabalhadores – com o enfraquecimento dos sindicatos e elevado e prolongado desemprego, os salários reais passaram a variar menos do que a produtividade e praticamente estagnaram [133](#).

## 6.6 Políticas de Controle da Inflação

Como já vimos, a política tradicionalmente utilizada para controlar a inflação é feita por meio da manipulação da taxa de juros básica da economia. A autoridade monetária precisa manter a atividade econômica crescendo no ritmo, ao mesmo tempo, desejado, de forma a manter o poder de barganha entre os grupos sociais na economia, e estabilizado de modo a manter os preços estáveis. No entanto, como mostramos acima, os modelos convencionais da economia assumem uma incompatibilidade entre pleno emprego e estabilidade de preços. Economistas convencionais prescrevem, em consequência, que o Estado busque manter deliberadamente um estoque de trabalhadores desempregados como âncora da estabilidade de preços.

A Teoria Monetária Moderna propõe, por outro lado, uma política que ao buscar o pleno emprego garanta a estabilidade de preços [134](#). Lerner (1951, p. 207) é claro ao afirmar: “atingir o pleno emprego significa evitar a inflação e a desinflação”. O que leva os salários e os preços a variarem mesmo quando existe grande número de trabalhadores desempregados é um

desequilíbrio entre o poder de barganha dos grupos sociais. As políticas que visam controlar a inflação por redução do poder de barganha dos trabalhadores implicam solução que resulta numa utilização da capacidade produtiva e da força de trabalho abaixo do pleno emprego. É solução abaixo de uma em que se poderia ter um nível de produto maior.

Algumas políticas alternativas ao uso de “estoques” de desempregados para controlar a inflação são (1) a desindexação dos contratos para reduzir a propagação de efeitos inflacionários sobre a economia e (2) políticas de renda, que basicamente se referem a políticas que buscam controlar variações dos preços e salários na fonte. Uma forma de colocar em prática as políticas de renda é pela criação de câmaras de negociação que reuniriam entidades patronais, sindicais e governamentais. Para a proposta de políticas de renda surtir os efeitos desejados, é necessário alto grau de coordenação na sociedade, com a existência de instituições representativas dos diversos grupos sociais que sejam capazes de negociar variações de preços e custos [135](#).

A política de combate da inflação deve garantir que não sejam iniciadas espirais de preço ao mesmo tempo em que deixa os preços relativos livres para se ajustarem. Lerner (1977, 1979) apresenta diferentes propostas para controle da inflação como: (i) criação de tributos que seriam aplicados a empresas para desencorajar aumentos dos preços, (ii) mercados organizados para “permissões de elevação dos salários” e (iii) mercados de “direitos de aumento da receita nominal” das firmas organizados. Hoje, autores da Teoria Monetária Moderna dão mais importância para o “programa de empregador em última instância” para controlar a inflação.

A política para controlar a inflação por meio da política de empregador em última instância nunca foi posta em prática. A ideia é que com o Estado garantindo a qualquer indivíduo uma oportunidade de emprego, na prática, isso colocaria um piso salarial efetivo na economia [136](#). É provável que tal salário acabe

por se tornar a referência para diversos empregos e cargos na iniciativa privada, criando, assim, uma âncora para todos os preços da economia. O Estado atuaria como “*market-maker*” sobre o maior e mais importante mercado de qualquer economia: o mercado de trabalho. A regra que seria adotada pelo Estado para reajustar esse salário, periodicamente, se tornaria uma variável-chave no conflito distributivo. Por exemplo, caso o Estado mantenha esse salário nominal fixo, por exemplo, espera-se uma grande suavização dos preços. Outra vantagem de tal proposta é que não interfere diretamente sobre os preços da iniciativa privada, deixando os preços relativos livres e evitando escassez localizada de certos bens. A proposta do Estado atuando como empregador em última instância não conflitaria com a utilização de instrumentos tradicionais para controlar a inflação pela gestão da demanda agregada, mas o desemprego não seria mais a variável de ajuste do conflito distributivo [137](#).

Por fim, outra forma de combater a inflação é por meio de políticas que induzam o aumento da produtividade na economia. Como vimos, o custo das firmas está fortemente relacionado com a produtividade do trabalho. Portanto, caso aumentos dos salários ou dos insumos sejam acompanhados por elevações de suas respectivas produtividades, o custo unitário de produção permanecerá constante, não havendo razão, assim, para aumento dos preços.

Países que apresentam elevado crescimento da produtividade per capita têm condições de crescer mais rapidamente mantendo os preços estáveis. Com o contínuo crescimento da capacidade de produção e da produtividade do trabalho, menor é a pressão sobre os mercados de bens, serviços e trabalho regulando o poder de barganha entre os grupos sociais.

## **6.7 Os Casos Extremos de Inflação: alta inflação e hiperinflação**

A teoria convencional sobre a hiperinflação se baseia na teoria quantitativa da moeda [138](#) . Tanto a hiperinflação quanto a baixa inflação são explicadas pela existência de uma expansão da demanda superior à capacidade de oferta real da economia. Não existe uma mudança qualitativa entre períodos de inflação baixa e hiperinflações, pois o que as diferencia é quanto à demanda excede a oferta. Segundo a visão convencional, com uma expansão contínua do estoque de moeda na economia, observa-se uma alta contínua dos preços dos bens, salários e das taxas de câmbio da moeda em relação às outras divisas. Uma vez que se considera a moeda exógena, a expansão da moeda é feita pelo Estado como uma forma de obter ganhos de senhoriagem [139](#) , por meio do financiamento dos déficits do Tesouro com impressão de dinheiro pela autoridade monetária. O argumento para a existência de tal ação pelo Estado seria o de aproveitar, no curto prazo, possíveis efeitos reais que a expansão da moeda poderia ter sobre a economia. Com o aumento do poder de compra na economia e aumento da inflação, as expectativas dos agentes sobre a inflação futura são alteradas, o que acaba por alimentar ainda mais a espiral de preços. Enquanto as expectativas sobre a inflação estão abaixo do crescimento do estoque de moeda, o Estado ainda é capaz de obter ganhos de senhoriagem. Todavia, no longo prazo, as expectativas sobre a inflação se ajustarão, anulando o ganho de senhoriagem e o único resultado da expansão do déficit público é mais inflação [140](#) .

A Teoria Monetária Moderna dá uma explicação bem diferente da Teoria Quantitativa da Moeda e suas atualizações para o processo inflacionário, uma vez que adota uma perspectiva endogenista para a oferta de moeda [141](#) . Aceitando a endogeneidade da moeda é evidente que há relação econométrica forte entre estoque de moeda e mudança do nível de preços. Mas a relação se dá de forma invertida. Como vimos, com a alta contínua dos preços para as atividades produtivas serem mantidas, é necessário a expansão contínua do crédito na

economia. Caso contrário, ocorreria uma recessão, como no caso de estagflações. A correlação também é esperada no caso das expectativas sobre a inflação, afinal, uma reforça a tendência da outra. A questão é a causalidade entre essas diferentes variáveis.

Como vimos nos capítulos anteriores, moeda soberana é emitida apenas pelo Estado. O Estado decide qual é a unidade de conta que utilizará em seus contratos dentro de seu território e determina a unidade de conta das obrigações não recíprocas (tributos, multas etc.). Logo, todas as relações de pagamentos dos cidadãos com o Estado envolvem uma transferência de moeda de uma das partes para a outra. Além disso, o que sustenta o valor de uma moeda soberana é justamente a existência das obrigações não recíprocas. O Estado não pode facilmente obrigar que todas as transações privadas utilizem sua moeda como unidade de conta e meio de pagamento, mas pode exigir que o pagamento de tributos seja denominado na sua moeda, criando, assim, a demanda por moeda.

Num primeiro momento, a demanda por moeda estatal é igual ao total cobrado em tributos. Os agentes, sabendo que terão que pagar tributos, procuram obter o único ativo da economia que pode redimir seu débito tributário e que é emitido exclusivamente pelo próprio Estado. Outra opção é que os indivíduos trabalhem para agentes privados que têm a moeda necessária para o pagamento dos tributos. O importante é que, com o uso da moeda estatal se generalizando, maior será a demanda dessa moeda pela existência de economias de rede. Isso porque os agentes sabem que vão poder pagar por bens e serviços e dívidas que tenham com outros agentes privados e não apenas por impostos. Logo, a demanda pela moeda soberana é tanto maior quanto maior for a quantidade de transações econômicas possíveis de serem efetuadas com ela. Por esse motivo, a demanda pode se tornar muito superior ao necessário para apenas pagar tributos, com os agentes decidindo inclusive acumular moeda como riqueza [142](#) . Para o Estado, isso significa que todos estão dispostos a vender

bens e/ou serviços em troca da moeda, não apenas necessária para redimir obrigações não recíprocas, mas, também, para acumular riqueza financeira, dando ao Estado uma capacidade de mover recursos reais na economia superior ao total tributado.

Esse “ciclo virtuoso” de generalização do uso da moeda soberana depende da estabilidade do valor dela. A moeda desempenha três funções: unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor. Como acabamos de ver, as funções de unidade de conta e meio de pagamento surgem de prerrogativa do Estado por meio da imposição de obrigações não recíprocas.

A terceira função da moeda está relacionada com o seu valor ao longo do tempo e com a característica de que ela pode ser considerada um ativo financeiro; uma possível forma de aplicação da riqueza. A moeda tem a característica de não sofrer depreciação como todos os outros bens na economia. Além disso, a posse da moeda não dá origem a um fluxo de pagamentos (como ações ou títulos de dívida), logo, ela não tem uma rentabilidade esperada, nem risco. Por que alguém, então, deixaria sua riqueza aplicada na forma de moeda? Isso ocorre porque a moeda é o ativo mais seguro da economia, já que ela é, por definição, o único ativo que pode saldar todos compromissos financeiros de seu proprietário em qualquer instante do tempo. Isso dá a moeda um prêmio implícito, não monetário, pela sua posse <sup>143</sup>. Em momentos de elevada incerteza sobre a conjuntura econômica, sobre o retorno futuro dos mais diferentes ativos existentes na economia, os agentes fogem para a liquidez, isto é, vendem seus ativos para obter moeda em sua forma mais líquida e segura.

Esse não é o caso quando há alta inflação. Caso os preços da economia estejam variando muito rapidamente, significa que o valor real dos estoques de moeda – ou o valor dos contratos e títulos que são denominados na moeda, estão perdendo valor real. O resultado disso é que quanto maior for a inflação, menor será a demanda por moeda. Caso não haja ativos denominados na

moeda que garantam que o valor real da riqueza será preservado ao longo do tempo (como títulos públicos), os agentes podem passar a procurar outros ativos para aplicar seu capital (como divisas estrangeiras). Portanto, a alta inflação é um fenômeno prejudicial para a economia. Ela não apenas aumenta a incerteza econômica, com possíveis efeitos negativos sobre os investimentos, como, também, pode comprometer a própria eficácia da política econômica governamental, dependente da generalização do uso da moeda soberana [144](#) . Mas, quando a inflação é ruim?

Segundo Carvalho (1990), a inflação não afeta sobremaneira o sistema econômico enquanto não abalar o que ele chama de “convenção de estabilidade”. Essa pode ser definida da seguinte forma:

A situação se caracterizaria por uma “convenção de estabilidade”, no sentido de que o próprio público acredita na continuidade da estabilidade do poder de compra da moeda, desenvolvendo comportamentos e instituições compatíveis com essa crença. Se essa expectativa é sólida, as expectativas do valor da moeda são inelásticas com respeito a acontecimentos correntes. (Carvalho, 1990, p. 67)

Ou seja, a inflação pode ser positiva ao longo do tempo; as expectativas dos agentes podem ser de que a economia persistentemente apresentará uma taxa de inflação constante. O importante é que essa expectativa não afete a convenção de estabilidade. No caso de a inflação ser recorrente, as expectativas inflacionárias podem alterar os cálculos econômicos, mas não o suficiente para alterar qualitativamente as instituições e as formas de ação dos agentes [145](#) .

No caso dos regimes de “alta inflação” ocorre uma mudança qualitativa no comportamento dos agentes privados. Os agentes econômicos deixam de acreditar que a inflação é um fenômeno estável e passageiro. Podemos dizer que essa já é uma situação em que os agentes econômicos perderam confiança no valor da

moeda, protegendo sua riqueza pela utilização de outros tipos de ativos nas transações privadas. A convenção de estabilidade deixa de existir. Em casos em que a inflação está muito alta e cria grande incerteza, os indivíduos abandonarão o padrão monetário local e a unidade de conta como referência para as transações econômicas [146](#) . O custo de alterar as convenções que regem os contratos da economia, a unidade de conta, é não negligenciável. Tal processo de alteração das instituições, com a moeda soberana perdendo a função de unidade de conta das trocas na economia, apenas ocorrerá quando as perdas potenciais com a inflação superarem o custo para alterar as instituições contratuais.

Em um primeiro momento, as alterações das instituições podem ficar restritas à redução na quantidade de ativos denominados na moeda de conta em que os agentes desejam reter sua riqueza. Num segundo momento, as negociações privadas passam a utilizar unidades de conta diferentes da moeda de conta doméstica ou passam a denominar os contratos com cláusulas que indexam os valores de face à inflação passada ou às variações da taxa de câmbio (resultando numa adoção indireta de uma moeda estrangeira como unidade de conta). Por exemplo, em 1923, no período de alta inflação da Alemanha, jornais, passagens de trem e salários eram indexados à taxa de câmbio do marco com o dólar americano, com preços variando diariamente, proporcionalmente às variações da taxa de câmbio. Em 1989, na Argentina, algo semelhante ocorreu, com o preço de diversos bens passando a ser indexado à taxa de câmbio do peso com o dólar [147](#) .

Ainda que a inflação possa estar extremamente elevada, a demanda por moeda estatal continuará a existir devido aos tributos. Caso um país chegue numa situação limite de crise em que sua população deixe de quitar seus compromissos não recíprocos, significa que o Estado perdeu sua autoridade legal e, portanto, mais do que uma crise monetária, o que estaríamos observando seria uma crise política de larga dimensão.

Uma questão que se levanta neste ponto é por que o Estado forçaria a inflação a ponto de elevá-la de um regime normal para um regime disfuncional de alta inflação, dado que isso corrói a própria soberania monetária – consequentemente sua capacidade de movimentar recursos reais – e não é capaz de elevar o nível de emprego? Como surgem as hiperinflações?

## 6.8 O Problema das Transferências Externas e a Hiperinflação

Em contraposição à visão convencional monetarista sobre a hiperinflação, existe a abordagem centrada no balanço de pagamentos, que enfatiza espirais inflacionárias resultantes da relação entre os salários e a taxa de câmbio [148](#) . Períodos de alta inflação ou de hiperinflação também estão associados com crises políticas severas, transições de regimes políticos, guerras e situações em que o próprio aparato Estatal entra em colapso.

Nos casos em que a hiperinflação não está associada a períodos de guerra ou à completa descoordenação das atividades produtivas no país ou ao colapso do Estado, a história mostra que apenas países com taxas de câmbio fixas e que apresentavam elevadas dívidas externas e déficits em transações correntes relevantes enfrentaram hiperinflações, crises monetárias e cambiais. Ou seja, essas crises estão relacionadas com a expansão demasiada de dívidas denominadas em moeda estrangeira, sobre a qual o Estado não possui soberania e, por isso, não está livre do risco de insolvência [149](#) . Hiperinflações andam de mãos dadas com crises no balanço de pagamentos e estão umbilicalmente relacionadas à inflação gerada pela interação entre os agentes domésticos e o setor externo. Além do papel das contas externas, outros fatores relacionados podem reforçar o processo inflacionário: gargalos da estrutura produtiva, indexação e expectativas sobre a trajetória da taxa de câmbio [150](#) .

Ao longo da história, existem diversos casos de países que formaram grandes estoques de dívidas externas denominados em moeda estrangeira. Como vimos, ao discutir a relação entre a economia nacional e o setor externo, a existência de um passivo externo obriga que os agentes internos tenham que, periodicamente, pagar o serviço da dívida em moeda estrangeira. Tal serviço pode ser pago com a rolagem da dívida no exterior ou pela obtenção de moeda estrangeira no mercado de divisas, trocando moeda doméstica pela divisa estrangeira a uma dada taxa de câmbio. Quanto maior a demanda por divisas estrangeiras, dado um estoque de moeda divisa, mais elevada é a taxa de câmbio. Países com elevado passivo estrangeiro e déficit nas transações correntes dependem de um fluxo positivo contínuo de capital estrangeiro para garantir que os agentes internos tenham acesso à liquidez para pagar seus encargos financeiros. Essa restrição é especialmente importante no caso de países que adotam um regime de câmbio fixo, como visto no Capítulo 5.

As crises que dão origem às hiperinflações têm início quando os países que apresentam tal quadro de dependência de capital externo - elevados passivos externos e taxa de câmbio fixa, perdem acesso aos mercados de capitais externos ou ocorre um choque na taxa de juros dessa dívida. Com acesso limitado ao mercado para financiar as necessidades de capital externo, mas com elevado passivo externo e déficit em transações correntes, toda demanda por divisas se dirige ao mercado interno de divisas. A alta da demanda pressiona a alta da taxa de câmbio que, como vimos, tem impacto direto sobre a inflação. Caso a política econômica esteja comprometida com uma taxa de câmbio fixa, o país rapidamente observará uma forte queda de suas reservas de divisas até o limite em que seja obrigado a abandonar o regime de câmbio fixo.

Após a desvalorização da taxa de câmbio e seu efeito inicial sobre a inflação, é possível que tal impacto se propague pela economia. Dependendo das instituições vigentes que regulam os

contratos entre os agentes econômicos – caso eles sejam indexados à inflação passada ou à taxa de câmbio, os salários e preços serão reajustados. Além disso, no caso de os choques serem muito fortes, trabalhadores podem demandar reajustes de salários. Logo, a desvalorização cambial, a depender das demais condições vigentes, pode originar uma espiral salário-preço.

Como explicamos, devido à existência da inflação e da alta dos custos das firmas, as empresas recorrentemente precisam captar novo crédito para financiar a produção. Contudo, com a aceleração da inflação, elas podem antecipar altas da inflação de custos nos preços. Isto é, a própria expectativa de aumento de custos – sobretudo por reivindicações salariais, aumento dos custos de insumos importados e custos financeiros – causada pela inflação passada já leva ao reajuste dos preços no presente de forma antecipada à inflação futura. Isso porque, com a aceleração da inflação, lucros retidos rapidamente perdem seu valor tornando as empresas ilíquidas, o que as obriga a recorrer a uma maior quantia de crédito para financiar a produção. Antecipando variações da inflação, as empresas adotam uma atitude defensiva por meio da elevação dos *mark-ups* e pela formação de maiores estoques (podendo incluir insumos a divisas) [151](#) . Quando a inflação é muito elevada, o risco de perda de mercado pela alta dos preços além da média do mercado (risco de renda) é menor do que o risco de liquidez por conta da perda do poder de compra (risco de capital) [152](#) .

Num quadro como esse, é comum que o Estado adote políticas contracionistas buscando conter a inflação. É possível, no entanto, que suas ações apenas levem a uma queda do produto agregado e aumento do desemprego, sem efeitos sobre a queda da inflação. Isso porque o que motiva alta da inflação, em última instância, é o efeito das desvalorizações cambiais recorrentes sobre os custos e preços domésticos que leva os grupos sociais na economia a buscar preservar a renda real observada antes do choque externo.

O serviço da dívida, sendo denominado em moeda estrangeira, não é reduzido pela inflação. A demanda real por divisas para fazer frente ao encargo financeiro do passivo externo permanece constante. As políticas de contenção da demanda agregada diminuem a receita das firmas e, portanto, a quantia de moeda que elas podem trocar por divisas para pagar o serviço da dívida. Com quedas nas receitas, a única opção para defrontar o encargo financeiro constante é cortar gastos e investimentos. Logo, hiperinflações estão proximamente relacionadas a situações em que os países declaram (ou estão prestes a declarar) *default* de dívidas externas. O Estado pode decidir salvar as empresas endividadas por meio da absorção da dívida externa em seu próprio balanço, como foi feito no Brasil durante a segunda metade dos anos 1970 e início dos anos 1980. Isso, obviamente, não resolve o problema inflacionário.

A contenção da demanda interna pode levar à formação de um saldo positivo na balança comercial, obtendo divisas suficientes para atender à necessidade existente num dado momento, tornando o resultado da conta das transações correntes nulo. Porém, caso a dívida externa seja grande, num quadro de insuficiência de divisas e de acesso aos mercados financeiros externos, a expectativa vigente na economia é de que a depreciação cambial deverá continuar. Por esse motivo, com a injeção endógena contínua de moeda na economia, agentes que demandarão divisas no futuro e especuladores passam a comprar divisas no presente, transformando a desvalorização da moeda doméstica numa profecia autorrealizável. A ação desses agentes no mercado de divisas dá origem à espiral câmbio-preço que reforça, por sua vez, a espiral salário-preço.

Como a indexação de contratos nunca é perfeita, os agentes ainda estão sujeitos a se tornarem ilíquidos devido à aceleração dos preços. Além disso, a tendência da taxa de câmbio é explosiva, levando os preços a apresentarem o mesmo comportamento. A hiperinflação seria, então, uma situação em

que os agentes deixam de considerar até mesmo a indexação como mecanismo efetivo de proteção para as rendas reais e passam a reajustar preços segundo suas expectativas de inflação. Com isso, a hiperinflação se torna uma profecia autorrealizável, num processo explosivo que pode levar à completa perda de soberania monetária (e de Estado praticamente), *default* da dívida externa ou recuperação ao acesso aos mercados externos. A última opção, normalmente, é acompanhada da imposição de forte programa de austeridade para a geração de saldos positivos nas transações correntes para o pagamento da dívida.

### 6.8.1 A Hiperinflação Brasileira na Década de 1980

A descrição das causas da hiperinflação acima guarda importantes semelhanças com o período em que o Brasil apresentou altas taxas de inflação na década de 1980 para, no final desse período, praticamente adentrar um quadro de hiperinflação. A década de 1970 foi extremamente favorável em termos externos, com facilidade para se obter financiamento no exterior, fundamental para sustentar as taxas de investimento e crescimento do período [153](#) . No mesmo período, o Brasil apresentou elevados déficits em transações correntes e forte endividamento externo enquanto implementou o 2º Plano Nacional de Desenvolvimento (PND). Em 1979, o Brasil sofreu dois choques externos fortes que deram origem à crise da dívida externa. Conjugados, os aumentos de preço das importações e do serviço da dívida externa aumentaram sobremaneira o déficit em transações correntes até culminar em uma crise de liquidez quando os credores externos já não financiavam os déficits em transações correntes [154](#) .

Tais choques, mencionados acima, afetaram economias ao redor do mundo, levando ao surgimento de crises de dívida

externa em países da América Latina e da Ásia. Por isso, as linhas de crédito internacionais para mercados emergentes como o Brasil foram rapidamente reduzidas. Nesse quadro, o Brasil era incapaz de atrair capital suficiente para financiar integralmente seus déficits em transações correntes. Dessa forma, parcelas dos déficits passaram a ser honradas com a queima de reservas cambiais acumuladas pelo Banco Central. Para combater o desequilíbrio externo, em 1979, o Governo realizou uma maxidesvalorização de 30% buscando ampliar as exportações. Em seguida, indexou a própria taxa de câmbio à taxa de inflação, com o intuito de manter as exportações competitivas e o saldo comercial positivo. Somado a isso, o Governo adotou uma política econômica restritiva da demanda doméstica para reduzir as importações.

Essa nova conjuntura macroeconômica externa e interna desestabilizou as expectativas vigentes, com os agentes privados interrompendo novos projetos de investimentos [155](#) . O Estado garantiu a troca da dívida externa do setor privado por dívida em moeda doméstica em um processo que ficou conhecido como “estatização” da dívida, “salvando”, assim, as empresas endividadas.

Com a moratória da dívida mexicana em 1982, os investidores internacionais reduziram drasticamente a oferta de empréstimos e financiamentos para todos os países da América Latina, num efeito manada e com receio de que houvesse declaração de moratória de outros países do continente. O Brasil, agudamente dependente do financiamento externo para fechar o balanço de pagamentos à época, viu sua já escassa fonte de recursos externos secar subitamente, sem que a oferta de empréstimos fosse próxima da necessária para que o país continuasse honrando os compromissos assumidos no passado e mantivesse a atividade econômica num nível considerado satisfatório.

A supressão de financiamento privado externo, a partir de 1983, impôs uma negociação da dívida externa brasileira que

implicou que o Brasil tivesse que gerar saldos positivos na balança comercial para pagar os serviços da dívida aos credores externos. A principal forma utilizada pelo Governo para enfrentar o desequilíbrio externo foi a política cambial ativa. Logo no início de 1983, o Governo realizou uma maxidesvalorização da taxa de câmbio e adotou uma política de minidesvalorizações sem desconto da inflação externa ao longo de toda a década de 1980. Ou seja, a taxa de câmbio brasileira ficou inteiramente indexada à taxa de inflação interna. Com isso, acompanhado de outras medidas que envolviam a política fiscal e setoriais, o Governo buscava aumentar o coeficiente exportado e reduzir o importado.

A inflação brasileira deu um enorme salto de 1978 para 1980, passando de 40% a.a. para 110% a.a. Com a maxidesvalorização e a contínua desvalorização cambial para manter as exportações competitivas, os mecanismos que dão origem às espirais câmbio-preço e salário-preço explicados anteriormente entraram em ação. Ademais, o Brasil já apresentava uma forte indexação de preços e os *mark-ups* foram continuamente elevados ao longo do período como uma forma de as empresas garantirem sua liquidez, evitando, assim, o risco de capital [156](#).

A aceleração inflacionária promoveu a moeda indexada como forma de proteger a riqueza financeira das desvalorizações de ativos causada pela inflação alta. Os bancos passaram a oferecer depósitos com correção monetária que, por sua vez, eram aplicados em títulos públicos, também indexados. Como era de se esperar, o Estado garantia a riqueza líquida privada com o seu próprio endividamento – o único que não tem risco de *default*.

A despeito de vários planos de estabilização da inflação por meio da desindexação, durante a segunda metade da década de 1980 a inflação continuou acelerando. Somente na década de 1990, com o retorno dos fluxos de capitais externos e normalização dos fluxos de pagamentos internacionais, é que as condições para a estabilidade inflacionária se afirmaram. A volta dos fluxos de capital para o Brasil permitiu que o país superasse a restrição

externa que o obrigava a formar superávits comerciais e desvalorizar, periodicamente, sua taxa de câmbio. Essa volta dos fluxos de capitais estrangeiros para o país deu condições para o Brasil implementar o Plano Real em 1994. Esse plano teve como pilar a recuperação do valor da moeda nacional por meio da garantia de seu valor externo, sendo esse o método tradicional para pôr fim a hiperinflações [157](#) . Isso foi feito por uma âncora cambial, ou seja, pela adoção de uma taxa de câmbio fixa entre a moeda nacional e a divisa chave do sistema internacional, o dólar.

Um dos pressupostos para adoção da taxa de conversão fixa é a garantia de financiamento externo e da existência de reservas internacionais para que a autoridade financeira possa desestimular ataques especulativos contra a paridade escolhida [158](#) . Além disso, a formação de reservas seria fundamental para financiar o previsível desequilíbrio em transações correntes que aconteceriam com o plano de estabilização monetária [159](#) . Isso refletia o conhecimento de que parte do fracasso dos planos de estabilização anteriores deu-se por dificuldades de natureza cambial. Mesmo acumulando reservas internacionais, a política de câmbio fixo levou à nova crise de balanço de pagamentos cinco anos depois de implementado o Plano Real [160](#) , mostrando a debilidade desse tipo de regime cambial.

## **6.9 Teoria Monetária Moderna e Políticas de Controle da Inflação**

No presente capítulo, apresentamos duas abordagens diferentes para se compreender a inflação, a saber, a teoria quantitativa da moeda e a teoria baseada no conflito distributivo. Damos destaque para a última por ser compatível com a Teoria Monetária Moderna e, normalmente, defendida e utilizada pelos principais proponentes da teoria. Não é nosso intento analisar as políticas de emprego e de estabilidade de preços da Teoria

Monetária Moderna de forma detalhada. Nossa intenção neste fechamento é o de apontar, brevemente, para o elemento-chave que distingue a nova abordagem e o que tem sido aplicado correntemente em termos de política macroeconômica – especialmente as fiscais e monetária.

Mostramos a relação da inflação com a capacidade produtiva de um país e respectivo estoque de trabalho. Com o aquecimento da atividade econômica, é esperado que os trabalhadores ganhem maior poder de barganha para reivindicar maiores salários, podendo levar a economia a entrar numa espiral salário-preço. Além disso, também mostramos a importância de se considerar outros atores no conflito distributivo – como o Estado, credores e o setor externo. A presença de diversos grupos sociais em disputa pela renda produzida dificulta o controle da inflação, especialmente para aqueles que buscam criar políticas de pleno emprego do trabalho.

Desde a década de 1970 pelo menos, o consenso macroeconômico foi o de estabilizar o nível de preços por enfraquecimento das demandas dos trabalhadores. Enquanto no imediato pós Segunda Guerra o consenso entre os agentes de política era o de manter altos níveis de emprego por meio de investimento público, a partir dos anos 1970 têm dominado a baixa demanda efetiva – especialmente a redução dos gastos públicos – e o alto desemprego como formas de controle dos preços.

A Teoria Monetária Moderna distingue-se tanto na matriz analítica quanto nas proposições de política econômica. A proposta fundamental desta abordagem é assegurar a estabilidade de preços por meio de um programa de garantia de emprego utilizando a capacidade financeira ilimitada do Governo para contratar trabalhadores desempregados e colocá-los para produzir bens e serviços de utilidade coletiva. O salário pago no programa se tornaria âncora para todos os outros preços da

economia e garantiria a estabilidade de preços, evitando, ao mesmo tempo, os custos sociais do desemprego.

Também destacamos a interação entre o setor externo e a inflação. Por diferentes canais, a dinâmica da taxa de câmbio afeta diretamente a variação dos preços internos. Vimos que países que apresentam elevados déficits em transações correntes e passivos externos denominados em moeda estrangeira estão sujeitos a choques externos que podem ter consequências importantes para a inflação interna. Caso o acesso ao mercado externo seja interrompido, tal país pode, inclusive, experimentar uma espiral câmbio-preço que, em última instância, pode levar a um quadro de hiperinflação.

Sendo assim, países emissores de moeda com baixa aceitação internacional devem se preocupar com suas contas externas e as recomendações para esses países são a não formação de grandes passivos externos denominados em moeda estrangeira, a constituição de reservas cambiais e a adoção de regime de câmbio flexível. Essas são prevenções para que se evite a ocorrência de crises no futuro.

# 7

## ENDIVIDAMENTO PRIVADO, DÍVIDA PÚBLICA E INSTABILIDADE MACROECONÔMICA

O mito de que economias capitalistas são convenientemente equipadas com mecanismos autorreguladores capazes de preservar o pleno emprego e sustentar o crescimento econômico na ausência de intervenções governamentais competentes deveria ter sido superado em 1936, com a publicação da Teoria Geral de John Maynard Keynes. No seu livro seminal, Keynes demonstrou logicamente que o investimento e o consumo privados não poderiam ser reguladores da demanda agregada como imaginado por Jean Baptiste Say e seus seguidores neoclássicos. Ao contrário, o comportamento normalmente instável do investimento voluntário, exacerbado pelo efeito que tem sobre o consumo agregado, faria com que o produto de equilíbrio da economia e o nível de emprego também fossem instáveis e, com frequência, divergentes dos seus valores ideais.

Keynes demonstrou que, na ausência de intervenções governamentais anticíclicas, períodos de crescimento econômico e baixo desemprego não seriam inevitáveis como imaginavam os neoclássicos, mas poderiam ocorrer, desde que condições especiais estivessem presentes. A década de 1920, os “Loucos Anos 20” da sociedade americana, foi um período especialmente próspero economicamente, impulsionado pela expansão do

investimento privado. Ao longo de boa parte da primeira década do terceiro milênio, o investimento imobiliário sustentou ciclos virtuosos de crescimento e baixo desemprego em várias economias do mundo, a ponto de o então presidente do *Fed* estadunidense, Ben Bernanke, declarar o fim da instabilidade macroeconômica global e o início de uma nova era de “Grande Moderação” econômica [161](#).

Infelizmente, os mais impressionantes episódios de expansão econômica ocasionada pela dinâmica retroalimentadora do gasto e do endividamento privados foram sempre seguidos por episódios de contração econômica igualmente fantásticos. Os “Loucos Anos 20” chegaram ao fim em 1929, quando teve início a Grande Depressão do capitalismo global. Em 2008, a economia mundial colapsou de maneira semelhante sem que a supostamente interminável “Grande Moderação”, prevista por Ben Bernanke, tivesse durado sequer uma década completa.

Keynes identificou com precisão o efeito desestabilizador das mudanças nas expectativas econômicas de longo prazo (os famosos “espíritos animais”) sobre o gasto privado. Aumento no investimento explicaria aumento no produto/renda de equilíbrio e vice-versa. Porém, havia pouco na sua teoria que pudesse explicar as violentas reversões expectacionais – de otimismo para pessimismo, nos investidores associadas aos grandes colapsos econômicos da história do capitalismo. Em princípio, um cenário em que os investidores estivessem confiantes no bom desempenho de seus investimentos e na continuidade do cenário de tranquilidade macroeconômica estimularia o investimento voluntário, sustentando assim o cenário econômico favorável e fortalecendo cada vez mais o ciclo virtuoso de crescimento com baixo desemprego. De onde viria, então, a inversão expectacional que empurrava economias em expansão tão violentamente na direção da recessão? A resposta foi oferecida por Hyman Minsky.

## 7.1 Crises Capitalistas e o Fracasso da Teoria Neoclássica

O pânico tomou conta do sistema financeiro estadunidense numa quinta-feira, 24 de outubro de 1929. A Bolsa de Valores de Nova Iorque já havia produzido alguns sustos ao longo daquele ano; o maior deles em 25 de março quando um frenesi de vendas de ações foi interrompido apenas quando o National City Bank de Charles E. Mitchel caridosamente tomou para si a missão de estancar a sangria deflacionista por meio de generosa injeção de crédito barato. No entanto, mesmo com os sinais fortes de que o castelo de cartas financeiro nos EUA estava prestes a colapsar [162](#), a maioria dos investidores continuou confiando no mito – reforçado pela ebulição econômica da segunda metade dos anos 1920, de que a tendência dominante no mercado de ações seria de que os preços seguissem aumentando até o final dos tempos. Quase todos acabaram pegos de surpresa na “Quinta-feira negra” [163](#) quando foi deflagrada, como por tiro de largada em uma prova olímpica, a corrida desesperada para a liquidação de tudo que pudesse ser vendido no mercado de capitais. Preços de ações e debêntures despencaram, riquezas foram evaporadas, o investimento privado desapareceu e primeiro a economia norte-americana depois a global foram lançadas na pior crise da história do capitalismo.

A Grande Depressão dos anos 1930 forçou a que economistas questionassem a existência (ou ao menos a eficácia) das propriedades autorreguladoras de economias capitalistas imaginadas pelos economistas pré-keynesianos de inspiração liberal. Nos EUA, epicentro do desastre financeiro que deu início à depressão global, o cenário de devastação material e sofrimento humano faria crer que tivesse ocorrido um cataclismo. No entanto, nenhum desastre natural, epidemia, guerra ou outro evento destrutivo externo ao sistema econômico que pudesse

explicar uma contração tão extrema do produto real e do nível de emprego ocorrera. Trabalhadores, matérias-primas e fábricas continuavam tão disponíveis para a produção de bens e serviços depois de 1929 quanto antes, ao longo da década de 1920, quando a economia estadunidense estivera operando à quase capacidade plena.

Mais de três anos passados desde a fatídica quinta-feira, economistas e gestores públicos ainda não haviam conseguido oferecer uma explicação para a Grande Depressão ou sugerir soluções para que a economia voltasse a ter desempenho saudável. Coube ao banqueiro Marriner Eccles, em fevereiro de 1933, apontar ao Congresso Americano o absurdo de uma economia abençoada por fantásticas e abundantes oportunidades produtivas que as estivesse desperdiçando por incapacidade do Governo de restabelecer a demanda agregada a nível compatível com o produto potencial da economia:

No mundo real não há causa nem razão para o desemprego com a conseqüente destituição e sofrimento de um terço da nossa população inteira. Nós temos a mesma riqueza material, ou talvez até mais, que no auge da nossa prosperidade em 1929. Nosso povo deseja e precisa de tudo o que as nossas abundantes instalações e recursos produtivos podem lhes prover. O problema da produção foi resolvido, e não precisamos de mais acumulação de capital para o presente (...). Nós possuímos uma planta produtiva capaz de ofertar uma superabundância para prover não apenas todas as necessidades das pessoas, mas lhes dar também confortos e luxos. Nossos problemas, então, vêm puramente da distribuição. Eles só serão resolvidos se for dado poder de compra adequado para permitir que as pessoas obtenham os bens de consumo que nós, como nação, podemos produzir. O sistema econômico não sobreviverá caso sirva a qualquer outro propósito (Eccles, 1933, tradução livre).

Eccles tinha absoluta razão. A crise dos anos 1930 não se devia à falta de oportunidades produtivas na economia estadunidense. Não faltavam, aos EUA, terras produtivas, reservas minerais, fontes de energia ou mão de obra competente. A raiz da depressão econômica estava na lógica interna do próprio sistema capitalista. Simplesmente, a demanda agregada havia se contraído tremendamente e tornara redundante grande parte dos

recursos produtivos da economia. Incapazes de seguir vendendo tanto quanto antes, os empresários reduziram as compras de matérias-primas, equipamentos e tecnologias e demitiram vários dos funcionários, deprimindo ainda mais a demanda agregada e, com ela, a economia.

O depoimento de Eccles sensibilizou o Presidente dos EUA, Franklin Delano Roosevelt, e sua equipe a ponto de servir como fundamentação para o famoso plano de recuperação econômica, fortemente baseado no gasto público deficitário. Entre os economistas profissionais, no entanto, a crença na capacidade autocorretiva de economias capitalistas continuou quase inabalável. Embora poucos economistas ainda fizessem menção explícita à doutrina liberal clássica de pensadores como Adam Smith, David Ricardo, John Stuart Mill e, principalmente, de Jean Baptiste Say, as conclusões em 1933 ainda eram claramente influenciadas pela “Lei de Say” – de que “a oferta cria a sua própria demanda”, ou seja, a hipótese de que a produção de bens e serviços traria consigo demanda suficiente para que todo o produto da economia fosse vendido.

Por mais que a hipótese saysiana estivesse em claro desacordo com os fatos descritos por Marriner Eccles ao Congresso, foi somente a partir de 1936, com a publicação da *Teoria Geral* de John Maynard Keynes, que a Doutrina Saysiana começou a ser superada nas ciências econômicas. A teoria geral de Keynes e a doutrina neoclássica devem ser entendidas como hipóteses diametralmente opostas sobre os comportamentos dos componentes privados da demanda agregada (investimento voluntário e consumo agregado). Para economistas neoclássicos, o gasto voluntário dos agentes privados (consumo e investimento) funcionaria como regulador da demanda agregada, restabelecendo seu equilíbrio com o produto agregado, qualquer que fosse o valor, sempre que algum dos seus componentes aumentasse ou diminuísse, graças ao ajuste automático da taxa de juros. Com o equilíbrio no mercado de fundos emprestáveis,

estaria restabelecido, também, o equilíbrio entre demanda agregada e produto da economia. Como no mundo imaginado pelos neoclássicos nunca haveria demanda agregada insuficiente, capitalistas não teriam motivos para não manter os recursos produtivos da economia plenamente mobilizados.

Keynes demonstrou que os poderes estabilizadores atribuídos ao consumo e investimento privados dificilmente existiriam no mundo real. Com isso, em vez de a demanda agregada se ajustar a dado nível de oferta, o produto da economia é que se ajustaria ao valor da demanda agregada. Ou seja, se no mundo neoclássico a oferta determinava a demanda agregada, no modelo de Keynes, a demanda agregada é que determinaria a oferta/renda de equilíbrio da economia, na medida em que os capitalistas aumentassem ou diminuíssem a contratação de trabalhadores e as suas compras de matérias-primas em resposta às variações indesejadas nos estoques.

A inversão da causalidade da Lei de Say na teoria de Keynes foi suficiente para que o diagnóstico revolucionário fosse oferecido para a Grande Depressão dos anos 1930, bem como para a fundamentação de propostas de intervenções econômicas para que crises recessivas fossem superadas. Enquanto, no modelo neoclássico, as variações no nível da demanda agregada ocasionadas por fenômenos monetários eram materialmente inconsequentes, impactando apenas o nível de preços da economia, na teoria keynesiana, a demanda agregada assumiria o papel de protagonista para a determinação do produto real da economia e do nível de emprego. As condições materiais para a produção de mercadorias (disponibilidade e produtividade de recursos produtivos e preferências dos trabalhadores) - determinantes exclusivos do produto real e nível de emprego da economia na teoria neoclássica, estipulariam, no modelo Keynesiano, apenas o valor máximo que o produto real da economia poderia assumir, cabendo à demanda agregada

determinar o valor produto total efetivamente observado na economia.

## **7.2 A Contradição entre o Investimento Produtivo e o Rentismo na Teoria Keynesiana**

Na teoria geral de Keynes, é o tamanho da demanda agregada que determina o quanto os capitalistas decidem produzir e quantos trabalhadores serão empregados. O tamanho da demanda agregada, por sua vez, depende das decisões de compras de bens e serviços por estrangeiros, Governo, empresas e famílias. Ignorando-se os componentes da demanda agregada influenciados por fatores externos à dinâmica do gasto privado (isto é, as variações nos gastos governamentais e as transações com o setor externo), podemos identificar como determinantes das flutuações no nível da demanda agregada as flutuações no consumo e no investimento privados. No entanto, ainda que também tenha um componente autônomo, o consumo é, como apontou Keynes, subordinado principalmente às variações na renda da economia, não sendo, portanto, a causa das suas próprias flutuações. Dessa forma, é o investimento voluntário privado que determina o tamanho da demanda agregada e, portanto, do produto real e do nível de emprego em economias capitalistas.

Há dois determinantes fundamentais do investimento privado na teoria geral keynesiana: a eficiência marginal do capital e a taxa de juros (ou, mais precisamente, a eficiência marginal da moeda). Basicamente, a eficiência marginal do capital é a taxa de retorno esperada pelo investidor em mais uma unidade de capital ou, mais precisamente, é a taxa de desconto que iguala o preço pelo qual um ativo real pode ser comprado no presente às rendas que o investidor espera receber dele no futuro. Todo ativo possui

a sua própria eficiência marginal exprimível em termos de uma taxa de desconto (comparável a uma taxa de juros). Keynes identificou quatro componentes da eficiência marginal de qualquer ativo <sup>164</sup> :  $(q)$  o retorno ou rendimento associado às rendas geradas pelo ativo (por exemplo, o lucro recebido pelo dono de uma fábrica, ou o juro recebido por um credor),  $(c)$  o custo de carregamento ou manutenção do ativo, que reduz a eficiência marginal (relevante no caso de ativos reais que precisam receber manutenção e/ou que precisam ser estocados ou, no caso de instrumentos financeiros guardados e/ou administrados por gestores profissionais, que cobram taxas pelos seus serviços),  $(a)$  o ganho (ou perda) de arbitragem gerado pela variação no preço do ativo, e  $(l)$  o prêmio de liquidez do ativo, que explicaremos a seguir.

Em contraste radical com a teoria neoclássica na qual a moeda servia apenas como meio de troca, Keynes reconheceu na moeda um ativo que poderia cumprir ambos os papéis de reserva de valor e de instrumento de enriquecimento tão bem quanto, ou melhor do que, um bem de capital, um título de dívida pública ou privada, um cofre repleto de metais preciosos ou as ações de uma empresa. Embora outros ativos representem oportunidades de expandir riquezas graças ao recebimento de lucros, juros, aluguéis e ganhos de arbitragem, a moeda oferece a garantia absoluta de preservação do valor de uma aplicação em termos nominais e, principalmente, a oportunidade de ajustar, com máxima rapidez e sem custos, a composição de uma carteira de ativos.

A liquidez de um ativo refere-se à facilidade com que se espera convertê-lo em dinheiro. O dinheiro é, portanto, o único ativo perfeitamente líquido em uma economia, uma vez que já se encontra convertido em si mesmo. No entanto, o valor da liquidez perfeita do dinheiro, em termos de oportunidades de enriquecimento das quais um agente está disposto a abrir mão para obtê-lo, pode variar bastante. Em um cenário econômico estável, em que os agentes econômicos sentem segurança nas suas

projeções sobre o desempenho de diferentes projetos de investimentos e aplicações financeiras, não há muitos motivos para que alguém deixe de aplicar a sua riqueza em ativos objetivamente rentáveis em nome da preservação da liquidez das suas carteiras. Portanto, poucas pessoas desejarão guardar dinheiro, mesmo que a aplicação alternativa seja rentável apenas modestamente. Porém, quanto mais nebuloso e difícil de prever se torna o futuro de uma economia, menos confiantes os agentes tendem a estar nas suas projeções sobre o desempenho de ativos pouco líquidos, tornando mais valiosa a opção de se converter um ativo em dinheiro rapidamente e sem custos significativos, tanto porque talvez seja necessário se desfazer de aplicações ruins, como porque talvez surjam novas oportunidades de aplicações ainda mais rentáveis no futuro.

Dessa forma, é da natureza ilíquida dos ativos reais que se tornem mais atraentes durante períodos de tranquilidade/estabilidade financeira e de crescimento do produto e da renda, justamente quando o valor da liquidez tende a cair e, com ela, os juros e os ganhos de arbitragem que remuneram os rentistas e especuladores de uma economia. Assim, a contradição entre os interesses de quem aposta na aquisição de ativos reais para a produção de bens e serviços como estratégia de enriquecimento e de quem aposta no rentismo financeiro e na especulação é inevitável. Para que o investimento produtivo predomine sobre o rentismo e a especulação financeira, é necessário que investidores acreditem que conseguirão vender o que será produzido pelo bem de capital por preços lucrativos durante toda a vida útil do ativo real. Pois um cenário macroeconômico tranquilo o suficiente para dar tal segurança aos investidores é justamente o cenário em que a liquidez tem pouco valor (uma vez que não há muita incerteza contra a qual se proteger), fazendo com que os rentistas acabem frustrados diante de taxas de juros apenas modestas e com poucas oportunidades de arbitragem para especuladores.

## 7.3 As Propriedades Dinâmicas do Produto de Equilíbrio Descrito por Keynes

Ainda que o modelo apresentado por Keynes em 1936 tenha representado um passo decisivo na direção de uma descrição completa dos mecanismos internos de uma economia capitalista, havia algumas limitações metodológicas que impediam que o modelo servisse como base para o entendimento das condições que estabelecem ciclos e tendências no decorrer de períodos mais longos. Ao isolar os determinantes do investimento voluntário das suas próprias consequências econômicas, Keynes fez uma escolha metodológica consciente do modelo de equilíbrio estático, de modo que uma situação de equilíbrio macroeconômico pudesse ser identificada sem que efeitos retroalimentadores precisassem ser levados em conta [165](#) .

A escolha do modelo de equilíbrio estático foi provavelmente uma concessão feita aos colegas com quem Keynes buscava dialogar, uma vez que todos haviam sido treinados a pensar sobre economias capitalistas como sistemas em busca de equilíbrio e teriam resistido ainda mais às suas conclusões inovadoras caso não pudessem acompanhar seus argumentos de maneira análoga a dos argumentos com que estavam acostumados. Keynes já havia reconhecido a necessidade de acrescentar elementos dinâmicos que tornassem a teoria ainda mais completa e realista. [166](#) Mesmo assim, o modelo de equilíbrio estático era mais do que suficiente para que o resultado anti-saysiano fosse logicamente demonstrado – no qual variações no investimento voluntário afetariam o nível de demanda agregada sem que houvesse uma tendência automática para que o gasto privado preenchesse uma eventual insuficiência de demanda, responsável por períodos de recessão econômica e elevado desemprego involuntário.

À medida que a teoria geral de Keynes conquistou as mentes das gerações de economistas subsequentes, novas e importantes

questões começaram a aparecer. Roy Harrod (1939) e Evsey Domar (1946), por exemplo, incorporaram, ao modelo Keynesiano, o efeito acelerador de Albert Aftalion (1913) e de John Maurice Clark (1917), em que o investimento privado era afetado positivamente por variações na renda agregada, para demonstrar que o produto de equilíbrio descrito por Keynes para um período analítico curto não se manteria em equilíbrio durante períodos mais longos à medida que os acréscimos à capacidade produtiva, ocasionados pelo investimento em bens de capital, tivessem efeito. Ou seja, a demanda que tivesse sido exatamente suficiente para que o produto de um dado período fosse integralmente vendido, sem o acúmulo de estoques não planejados, seria insuficiente em períodos subsequentes, uma vez que o produto real da economia seria ainda maior graças ao aumento da capacidade produtiva gerado pela acumulação de capital. Assim, para que o produto real da economia fosse plenamente absorvido pela demanda agregada, essa última precisaria aumentar em consonância com a taxa de crescimento do produto real – algo pouco provável, dado que os determinantes da demanda agregada são funcionalmente independentes do impacto sobre a produtividade real ocasionado pelo acréscimo ao capital produtivo.

Outro resultado interessante demonstrado por Harrod e Domar foi o efeito “retroalimentador/explosivo” produzido por divergências entre os crescimentos da demanda agregada e do produto real. Quando a demanda agregada estivesse crescendo mais lentamente que o produto da economia, o acúmulo não planejado de estoques seria percebido pelos empresários como um desperdício de capacidade produtiva. Em resposta, os capitalistas reduziriam seus investimentos, sem se darem conta de que, com isso, estariam deprimindo ainda mais a demanda agregada e exacerbando, assim, o desequilíbrio. Por outro lado, quando a demanda agregada crescesse mais rapidamente do que o produto, a resposta dada por empresários seria investir mais de

modo a expandir a capacidade produtiva, fazendo com que a demanda agregada excedesse o produto. Como um equilibrista bêbado caminhando sobre a corda bamba, uma economia capitalista estaria constantemente ameaçada de tropeçar e cair numa dinâmica irreversível – contracionista ou expansionista, puxada pelo comportamento retroalimentador do investimento privado.

## **7.4 Hyman Minsky e a Teoria Financeira dos Ciclos de Investimento**

Como o modelo de equilíbrio estático da Teoria Geral de Keynes, os modelos dinâmicos de Harrod e Domar não explicavam justamente os eventos mais traumáticos de uma economia capitalista. De fato, Keynes apontou corretamente que as expectativas de longo prazo que orientam as decisões de investimento são, em última instância, responsáveis por flutuações do produto/renda e do nível de emprego. Com base no diagnóstico keynesiano de que recessões eram consequências da falta de demanda agregada, governos ao redor do mundo passaram a adotar modelos de gestão macroeconômica baseados em intervenções contracíclicas diretas e indiretas na demanda agregada. No entanto, não havia no modelo keynesiano (ou nos modelos dinâmicos de Harrod e Domar) uma boa explicação para a reversão de um ciclo expansionista para um ciclo contracionista. Por que uma expansão econômica impulsionada pelo investimento privado não reforçaria cada vez mais o otimismo dos investidores de modo a sustentar eternamente um ciclo econômico virtuoso? O que teria feito com que os “espíritos bovinos” que haviam empurrado para cima os investimentos durante a década de 1920 se transformassem em “espíritos de ursos” a partir de 1929, empurrando violentamente para baixo o

investimento privado e, com ele, as economias capitalistas em todo o mundo?

A resposta para essas importantes perguntas foi dada por Hyman Minsky, que apontou para a dinâmica financeira que acompanha e afeta o ciclo de investimento privado como a chave para se entender o fenômeno da instabilidade macroeconômica e dos ciclos de negócios [167](#). Influenciado fortemente pela teoria de Keynes, Minsky propôs a existência de dois sistemas de preços, coexistentes em economias capitalistas, que determinariam conjuntamente o comportamento do investimento privado. O primeiro deles estabeleceria o preço de mercadorias produzidas no período corrente e vendidas nos mercados de bens e serviços, dado seu custo de produção mais um *mark-up* que garantisse ao capitalista o lucro que lhe compensasse o custo de uso do capital. O outro sistema de preços, condicionado pelas expectativas dos agentes sobre valores observáveis apenas em um futuro mais distante, estabeleceria o preço de ativos rentáveis negociados em mercados de capitais, dado pelo valor presente das rendas futuras destes ativos.

Segundo Minsky, a condição peculiar dos ativos reais – por serem, ao mesmo tempo, ativos geradores de rendas futuras e mercadorias produzidas no período corrente, faria com que ambos os sistemas de preços fossem determinantes do nível de investimento. Enquanto o custo de produção tecnologicamente determinado mais o *mark-up* estabeleceriam o preço de oferta pelo qual um bem de capital recém-produzido seria vendido no mercado de bens e serviços, o valor presente das rendas esperadas do ativo real determinaria o preço de demanda que os capitalistas aceitariam pagar por ele. Para que o investimento ocorresse, o preço de demanda deveria, no mínimo, compensar o preço de oferta do capital.

Além disso, Minsky chamou atenção para as operações de financiamento do investimento e para as alterações na composição dos balanços patrimoniais privados ocasionadas por

elas. Há duas formas de se financiar a aquisição de qualquer ativo. Uma delas, é o uso de recursos próprios acumulados previamente pelo comprador do ativo. A outra, é o financiamento com recursos alheios, por meio da venda de uma dívida remunerada a alguém ou a alguma instituição financeira. Embora os dois casos possam parecer equivalentes superficialmente – uma vez que, em ambos, o custo de oportunidade explícito para a aquisição do ativo é o prêmio de liquidez da moeda com que o ativo deve necessariamente ser comprado, há, na verdade, diferenças importantes entre as duas situações.

Por exemplo, quando a compra de um ativo real é financiada com recursos próprios, o comprador simplesmente ajusta a composição dos seus ativos reduzindo a liquidez da sua carteira em troca de uma maior rentabilidade potencial, sem incorrer nos custos associados ao aumento de suas obrigações financeiras. Já quando a compra do ativo real é financiada externamente, há riscos adicionais de perda patrimonial tanto para o credor como para o tomador do empréstimo. O primeiro estará preocupado com a possibilidade de o lucro gerado pelo investimento não ser suficiente para que as obrigações financeiras assumidas pelo investidor (juros e amortizações) sejam cumpridas. Já o investidor estará alerta para as consequências negativas caso não consiga cumprir as suas obrigações financeiras, como a execução da sua dívida e a liquidação forçada de seus ativos. Quanto maior o risco para o credor, maior será o juro cobrado por ele e maiores serão as garantias exigidas ao investidor. Alternativamente, quanto maior for o risco para o tomador do empréstimo, menor será a sua disposição de investir. Dessa forma, uma situação em que um risco – ou ambos, aumente deprimirá, necessariamente, o investimento.

Minsky percebeu a existência de uma inconveniente dinâmica financeira que acompanharia e, ao cabo, daria fim aos ciclos virtuosos de expansão econômica impulsionados pelo investimento privado. O início de um ciclo de expansão do

investimento voluntário privado é ocasionado por um aumento na eficiência marginal do capital comparada à eficiência marginal da moeda ou, no modelo de Minsky, pela situação em que o preço de demanda dos ativos reais é superior ao preço por que podem ser comprados. A redução na sensação de incerteza sobre os cenários macroeconômicos futuros, a revisão positiva na estimativa de lucros a serem recebidos no futuro ou a injeção de liquidez na economia pela autoridade monetária são exemplos de eventos capazes de afetar positivamente o investimento privado, uma vez que tenderiam a aumentar o preço de demanda dos ativos reais.

Minsky reconheceu que, durante algum tempo, a dinâmica aceleradora sustentaria a expansão do investimento privado. À medida que o investimento privado aumentasse, aumentariam também as oportunidades de produzir e de vender mercadorias lucrativamente na economia. Por um lado, como demonstrara Keynes, um aumento no investimento privado representaria outro não somente nas vendas de bens de capital, mas, também, nas vendas de bens de consumo, uma vez que esse seria afetado positivamente pelo aumento na renda da economia. Além disso, é fácil demonstrar que um aumento no investimento ocasionaria outro no lucro total recebido pelo conjunto dos capitalistas.

Como demonstrara Michael Kalecki em 1942, há uma relação aritmeticamente inevitável entre o investimento privado e o lucro total (na verdade, a renda não salarial) de uma economia. O Produto Interno Bruto de uma economia ( $Y$ ) é o preço pago pelos bens e serviços produzidos e vendidos ao longo de um dado período, portanto, igual à soma do investimento ( $I$ ) e consumo agregados ( $C$ ), que pode ser decomposto em consumo dos trabalhadores ( $C_w$ ) e consumo dos não assalariados ( $C_{nw}$ ), mais o valor das compras governamentais de bens e serviços ( $G$ ) e das exportações líquidas ( $X-M$ ). Ou seja,  $Y = C_w + C_{nw} + I + G + X - M$ . Ignorando-se, em nome da simplicidade, a depreciação do capital, esse mesmo produto é necessariamente igual às rendas

dos fatores usados na sua produção (salários, aluguéis, juros e lucros). Alternativamente, podemos representar o produto como a soma das rendas disponíveis após o pagamento de impostos para os fatores de produção, divididas entre salários ( $W$ ) e rendas não salariais ( $NW$ ), somadas aos impostos pagos ao Governo ( $T$ ). Assim, temos que  $Y = W + NW + T$ . Rearrmando as igualdades, temos o interessante resultado:  $NW = I + C_{nw} + (G - T) + (X - M) - (W - C_w)$ .

O significado da equação kaleckiana acima é que a renda disponível não salarial (lucros, juros e aluguéis, descontados os impostos) é necessariamente igual aos gastos dos próprios capitalistas e rentistas (seus investimentos e consumo) acrescidos dos déficits governamentais e das exportações líquidas e reduzidos apenas por alguma eventual poupança dos trabalhadores. Kalecki apontou que, embora a igualdade acima não implicasse causalidade entre os dois lados da equação, seria possível atribuir direção causal do investimento para os lucros na equação kaleckiana. Afinal, capitalistas não decidem quanto receberão de lucro ao longo de um dado período, mas certamente decidem o quanto gastam para adquirir bens de investimento e de consumo. Logo, imaginando-se que os trabalhadores consumam praticamente a totalidade das suas rendas, podemos afirmar, com confiança, que o investimento e o consumo dos capitalistas adicionam ao tamanho dos seus próprios lucros.

Durante um ciclo econômico virtuoso, o investimento realizado hoje acrescenta aos lucros que remuneram o investimento realizado ontem, o que, por sua vez, reforça o otimismo de quem pretende investir amanhã. De modo que o investimento realizado hoje também tem, no futuro, a sua remuneração assegurada e o de amanhã também. Nesse cenário, não somente os lucros que remuneram os ativos reais tendem a ser generosamente garantidos, mas, também, as remunerações dos ativos financeiros. No mercado de ações, por exemplo, é fácil imaginar que a expansão do investimento ocasione uma forte

tendência de alta dos preços, uma vez que os dividendos distribuídos aos acionistas dependem diretamente dos lucros das empresas. Esse fato tende a alimentar ainda mais a expansão do investimento, uma vez que as empresas passam a contar com um mercado especialmente disposto a absorver novas emissões de cotas acionárias para o financiamento de investimentos. Ao mesmo tempo, instituições financeiras aumentam as suas ofertas de créditos, mesmo a juros modestos, à medida que cai o risco do credor, ao mesmo tempo em que empresas e famílias hesitam cada vez menos antes de tomar empréstimos para aproveitar as oportunidades de comprar ativos em franca apreciação.

## **7.5 Vulnerabilidade e Instabilidade Financeiras**

A estabilidade econômica é desestabilizadora. Essa é, essencialmente, a mensagem central da teoria de Hyman Minsky. Infelizmente, o ambiente econômico de tranquilidade, abundância produtiva e baixo desemprego, quando criado pela dinâmica retroalimentadora do investimento privado, normalmente esconde a formação de uma bomba relógio financeira capaz de inverter de uma só vez todas as tendências expansionistas responsáveis pela sustentação do emprego e do crescimento econômico. Quanto mais duradouros e significativos são os períodos de expansão econômica, mais potentes tendem a ser essas bombas financeiras e mais violentas as contrações que elas ocasionam.

É natural que no início de uma expansão econômica impulsionada pelo investimento privado haja mais agentes econômicos conservadores do que agressivamente tolerantes ao risco. Assim, mesmo que alguns investidores busquem fontes externas para a aquisição dos fundos com que comprar seus ativos rentáveis, haverá preocupação por parte da maioria de que

o tamanho das suas dívidas não seja tão grande a ponto de impedir que os pagamentos das amortizações e juros sejam realizados sem necessidade de se recorrer a refinanciamentos. Unidades endividadas que conseguem pagar integralmente as amortizações e juros com os recursos gerados por suas próprias rendas são denominadas, na nomenclatura de Minsky (1992), de unidades financeiras *hedge*. Unidades financeiras especulativas, por sua vez, são as que conseguem pagar os juros devidos aos seus credores com recursos próprios, mas não conseguem fazer amortizações do principal. Finalmente, temos as unidades Ponzi que não têm renda suficiente para pagar aos seus credores, sequer os juros incidentes sobre as dívidas. O problema em períodos de exuberância econômica duradoura é que a dinâmica inflacionária especulativa nos mercados de créditos e capitais torna inevitável que cada vez mais unidades Ponzi apareçam na economia, tornando o sistema financeiro, como um todo, insustentavelmente frágil.

Como Keynes argumentou, a decisão de financiar externamente a aquisição de um ativo qualquer exige que o agente compare o custo do endividamento (basicamente a taxa de juros) com o retorno esperado da aplicação (decorrente da renda gerada pelo ativo, do custo de carregamento, de qualquer ganho de arbitragem potencial e do seu prêmio de liquidez). Quando há relativa estabilidade de preços no mercado de ativos, o componente relevante da eficiência marginal de uma aplicação é decorrente da sua renda (juros, dividendos, aluguéis etc.). No entanto, quando há expectativa de alta dos preços dos ativos, o ganho de arbitragem potencial se torna extremamente importante. Muito embora os ganhos de capital não realizados, correspondentes à variação no preço de um ativo desde a sua compra, não estejam verdadeiramente disponíveis e garantidos ao seu proprietário enquanto o ativo não for liquidado, eles orientam as decisões do comprador do ativo e também dos credores. Quanto mais duradoura e aparentemente permanente é a

tendência de alta de preço do ativo, mais confiantes se tornam os agentes de que os ganhos de capital de fato serão realizados se e quando o ativo for liquidado. Dessa forma, mesmo que a contração de um empréstimo para a compra um determinado ativo faça do agente tomador do empréstimo uma unidade Ponzi, a decisão terá feito sentido se a taxa de apreciação do ativo somada à sua taxa de remuneração superar a taxa de juros. Também ao credor fará sentido refinanciar a dívida crescente da unidade Ponzi caso ele compartilhe da expectativa otimista sobre o comportamento do preço do ativo, uma vez que a unidade Ponzi será capaz de oferecer novas garantias das dívidas, incrementadas pelos ganhos de capital ainda não realizados.

Quando a economia se torna predominantemente povoada por unidades Ponzi, a inversão do ciclo financeiro se torna iminente. No entanto, mesmo essa estrutura financeira muitíssimo frágil pode se sustentar por algum tempo, bastando para isso que os mecanismos de causalidade reflexiva entre a demanda especulativa por um ativo e o seu preço estejam especialmente calibrados. Afinal, a crença generalizada de que o preço de um ativo aumentará é uma profecia poderosamente autorrealizável. Enquanto houver demanda especulativa generalizada por um ativo, haverá motivos suficientes para que o ativo seja demandado especulativamente, mesmo na ausência de outras justificativas inteligentes para que se compre o referido ativo [168](#) . Nesse sentido, é possível afirmar que o fim do ciclo de expansão está cada vez mais próximo à medida que os balanços patrimoniais de famílias, empresas e instituições financeiras se tornem cada vez mais alavancados, mas não é possível precisar com exatidão o momento de inflexão.

Inevitavelmente, no entanto, duas dinâmicas se desenrolam e fazem a bolha especulativa estourar, secando de vez as fontes de crédito para refinanciamento das unidades Ponzi. Por um lado, há um incentivo cada vez mais forte para que os agentes liquidem logo suas posições de modo a garantir a realização dos seus

ganhos de capital antes que a tendência de alta do preço chegue ao fim. Esse incentivo é tão mais forte quanto maior for o ganho de capital não realizado comparado ao preço originalmente pago pelo ativo.

Nessa linha, mesmo que, em um contexto de crédito abundante e de forte demanda especulativa, o efeito deflacionário de liquidações pontuais não seja suficiente para inverter a tendência de alta do preço de um ativo, há uma segunda tendência que combinada à primeira inevitavelmente produzirá a inversão do ciclo financeiro. Tomemos o tamanho do endividamento total de uma unidade financeira comparado ao patrimônio líquido como uma medida útil do seu nível de alavancagem financeira. Quanto mais confiantes os agentes se tornam de que continuará o período de tranquilidade econômica e financeira e de que persistirá a tendência de alta no mercado de capitais, menor tende a ser o risco estimado de perda patrimonial para o credor e para o tomador do empréstimo e maior, portanto, o nível de alavancagem tolerado pelas unidades endividadas e por seus credores. Como um ativo comprado com recursos emprestados é normalmente colocado como garantia do empréstimo, é exigido pelos credores que o valor se mantenha suficiente para cobrir o valor do principal devido no caso de execução da dívida. Uma redução no preço do ativo dado como garantia pode fazer com que os credores exijam que a unidade endividada adiante o pagamento de parte do principal até que se restabeleça a relação aceitável entre o valor da garantia e o total devido. No linguajar financeiro, essa prática é conhecida como “chamada de margem”. Quanto maior a taxa de alavancagem de uma unidade financeira, menor será a redução porcentual no preço do ativo dado como garantia que fará com que a unidade devedora se torne insolvente – e não consiga responder a uma eventual chamada de margem, ou que impedirá que as unidades Ponzi refinanciem suas dívidas.

Assim, mesmo variações negativas modestas no preço de um ativo que teriam sido inconsequentes no início do ciclo expansionista, quando o nível de alavancagem do setor privado ainda fosse baixo, podem deflagrar eventualmente crises financeiras deflacionárias quando as unidades financeiras privadas estiverem muito alavancadas. Para tal, basta que algumas unidades financeiras se tornem insolventes em razão da desvalorização dos ativos e tenham suas dívidas executadas. A liquidação de garantias de dívidas executadas pelas instituições credoras reforça explosivamente a tendência deflacionária, expondo outras unidades alavancadas também à insolvência. Finalmente, é dada então a largada para uma corrida pela liquidez, em que os agentes tentam desesperadamente se livrar dos ativos em depreciação cada vez mais acentuada. Na medida em que aumenta o valor da liquidez e seca o crédito, despenca, também, a eficiência marginal de ativos reais. Investidores potenciais desistem de investir e instituições bancárias se tornam menos dispostas a oferecer novos empréstimos. O ciclo de expansão se inverte e dá início a uma recessão.

Nesse processo, é importante reconhecer o papel significativo de instituições financeiras emissoras dos créditos bancários que compõem a maior parte da oferta monetária de uma economia capitalista moderna. Quando imaginamos uma crise financeira e o colapso do investimento privado como resultados de uma corrida pela liquidez, em que a moeda se torna cada vez mais atraente comparada a ativos menos líquidos, não devemos imaginar que os agentes guardem, por algum motivo, seus encaixes monetários e se recusem a gastar dinheiro, como duendes sentados sobre potes de ouro.

A decisão de um banco comercial de oferecer um empréstimo a uma empresa, governo local ou unidade familiar é também uma decisão sobre como melhor preservar e expandir o seu patrimônio líquido em termos nominais e pode, portanto, ser representada como a busca do banco pelo conjunto de aplicações com a maior

eficiência marginal. Por um lado, cada empréstimo oferecido por um banco comercial representa a aquisição de um ativo rentável na forma da dívida de um agente privado (indivíduo ou empresa). Por outro, a criação da moeda bancária (créditos em conta corrente) oferecida ao tomador do empréstimo pelo banco aumenta o tamanho de um passivo exigível na moeda estatal, cuja obtenção é custosa para o banco comercial.

Assim, em ambientes econômicos instáveis em que ocorra um aumento generalizado da preferência pela liquidez haverá não somente o entesouramento de ativos líquidos pelos proprietários de encaixes monetários – que se tornarão muito menos propensos a investir em ativos reais, mas, também, uma redução significativa nas fontes de financiamento acessíveis aos investidores potenciais, na medida em que bancos comerciais se tornam menos dispostos a emitir/emprestar moeda bancária à população.

## **7.6 Dívidas Públicas e o seu Papel Estabilizador de Economias Instáveis**

A estabilidade econômica é, como vimos, desestabilizadora. Infelizmente, a instabilidade econômica, por sua vez, não é estabilizadora. Isso significa que, enquanto existem dinâmicas financeiras que tornam cada vez mais provável que um ciclo expansionista impulsionado pelo gasto e pelo endividamento privados seja revertido e dê lugar à recessão, a dinâmica financeira que acompanha as recessões não torna mais provável a sua inversão para uma nova expansão.

Embora durante a expansão econômica haja efeitos retroalimentadores que tornem o investimento cada vez mais atraente, vimos que a estrutura financeira cada vez mais frágil que acompanha a expansão econômica inevitavelmente colapsa dando início a uma corrida pela liquidez. Durante a recessão,

mecanismos retroalimentadores análogos na direção oposta reforçam a contração do investimento e, assim, da demanda agregada. Quanto menos as pessoas investem, mais escassas se tornam as oportunidades de vender mercadorias e gerar lucros, tornando o investimento ainda menos atraente e reforçando a tendência contracionista. Além disso, o cenário de rendas cadentes, sofrimento humano e desarranjo social e político acentua a imprevisibilidade do cenário econômico. Como resultado, o prêmio da liquidez da moeda e de seus quase-substitutos rentáveis (como depósitos bancários remunerados e títulos de dívidas públicas confiáveis) só tende a aumentar.

Na ausência de intervenções estabilizadoras pelas autoridades econômicas, uma crise de deflação de preços financeiros terminaria na simplificação e desalavancagem completa dos balanços patrimoniais privados. Neste cenário, teriam evaporado os valores de obrigações emitidas por unidades privadas falidas e de ativos reais tornados inúteis pela demanda colapsada. No entanto, mesmo nessa situação extrema, não se deveria esperar que os poucos investidores potenciais, que tivessem restado na economia com encaixes monetários em suas carteiras, decidissem retomar o investimento em ativos reais espontaneamente, sem que houvesse antes alguma recuperação da demanda agregada que restaurasse as oportunidades de se vender e de se gerar lucros. Afinal, numa economia devastada pela depressão econômica os consumidores estariam muito empobrecidos para que se apresentassem como um mercado atraente para empreendedores potenciais. Além disso, mesmo que fizesse sentido para alguns empreendedores retomar a atividade produtiva, todo capital ocioso resultante da depressão precisaria ser remobilizado antes que fizesse sentido investir na expansão da capacidade produtiva.

Assim, a saída para o ciclo depressivo exige, necessariamente, algum tipo de intervenção estatal [169](#) . Como deixou claro o modelo de Keynes, para que uma economia deprimida se

recupere, é necessário que a demanda agregada volte a crescer. Porém, muito dificilmente essa recuperação acontece graças à dinâmica do gasto privado. O consumo não se recupera sem que antes a renda da economia volte a crescer. O investimento privado não aumenta sem que antes as oportunidades de vender lucrativamente reapareçam. As instituições bancárias não aumentam a oferta de crédito sem que percebam antes uma recuperação nas rendas dos tomadores de empréstimos que ao menos lhes permita pagar os juros sobre os empréstimos.

Felizmente, governos monetariamente soberanos podem (e devem) gastar e emprestar mais exatamente em cenários econômicos depressivos. O motivo para isso é simples. Agentes privados (famílias, empresas e instituições financeiras) precisam atentar para as consequências patrimoniais dos seus investimentos e aplicações, evitando a realização de gastos e aplicações com consequências negativas para os seus balanços patrimoniais. Consumidores, embora estejam dispostos a reduzir o tamanho dos patrimônios em nome da utilidade derivada do consumo de bens e serviços, não têm como fazê-lo sem que antes recebam renda. Apenas o Estado, graças à sua condição de unidade financeira monetariamente soberana, pode consumir, investir e aplicar recursos em nome do bem da economia como um todo, mesmo que o impacto dessas decisões sobre o seu próprio balanço patrimonial seja negativo.

Minsky se referiu ao Estado otimamente regulador da demanda agregada de uma economia como o Big Government (Governo Grande). Embora uma economia com um governo grande não esteja completamente livre dos efeitos desestabilizadores da alavancagem crescente de unidades financeiras privadas, que acompanha períodos de expansão econômica, eles seriam atenuados por intervenções macroeconômicas anticíclicas competentes. Por meio da política fiscal, é sempre possível que um governo compense a contração da demanda agregada ocasionada pelo colapso de uma estrutura

financeira insustentavelmente frágil de modo direto, expandindo as suas próprias compras de bens e serviços, ou indireto, abrindo mão de suas receitas tributárias ou transferindo renda diretamente aos consumidores. Por meio da política monetária convencional, o Governo pode influenciar o mercado de créditos, tornando mais ou menos custosa a obtenção de reservas para as instituições financeiras criadoras de moeda bancária. Em situações de colapso do sistema financeiro sempre é possível que a autoridade monetária dê fim a uma corrida pela liquidez deflacionária, estabilizando os preços de todo e qualquer instrumento financeiro e restaurando a solvência de toda e qualquer instituição financeira cuja falência seja, por algum motivo, indesejada.

Além de reverter as dinâmicas indesejáveis do ciclo econômico, a boa gestão macroeconômica anticíclica acaba reduzindo, também, a incidência delas. Enquanto expansões econômicas impulsionadas pelo gasto privado tendem a ser financeiramente insustentáveis, a estrutura financeira que acompanha um ciclo de expansão impulsionado pelo gasto público tende a ser substancialmente menos frágil. De certo, a fragilidade financeira pode crescer mesmo quando a expansão econômica é impulsionada pelo gasto público, uma vez que a dinâmica retroalimentadora de investimento e a alavancagem privados continuam existindo. No entanto, conforme descrito nos capítulos 2 e 3, a injeção de riqueza líquida pelo gasto público deficitário torna os balanços patrimoniais privados mais resistentes a eventos financeiros potencialmente desestabilizadores, reduzindo as chances de inversão cíclica nos mercados de capitais.

Nesse sentido, é um erro gravíssimo enxergar o endividamento público como algo nocivo para o enriquecimento dos agentes privados de uma economia. Assim como todo gasto de alguém representa, ao mesmo tempo, uma receita de outrem e todo resultado deficitário para uma unidade financeira representa

resultado superavitário para outra unidade financeira, também o endividamento líquido do setor público gera enriquecimento líquido para os agentes privados de uma economia [170](#) . Ou seja, resultados deficitários do setor público representam resultados necessariamente superavitários para os demais setores da economia, compostos pelo setor privado doméstico e pelo setor externo [171](#) . Assim, a verdade é que o efeito de déficits públicos é exatamente o oposto do que se costuma defender: déficits públicos fortalecem a saúde financeira dos agentes privados (reduzindo o seu endividamento líquido e incrementando suas carteiras de ativos) e, assim, neutralizam os efeitos deletérios do endividamento privado crescente que acompanha qualquer expansão econômica.

Os únicos impedimentos para que um governo central assuma o seu papel funcional de estabilizador de economias capitalistas é que tenha perdido (ou aberto mão de) sua soberania monetária ou que amarras legais desnecessárias - como compromissos com resultados fiscais arbitrários - se imponham sobre os poderes fiscais e monetários do Governo. Simplesmente, governos monetariamente soberanos não precisam (e não devem) se preocupar com variações em seus balanços patrimoniais porque, diferentemente de unidades financeiras privadas, seus gastos e aplicações não exigem a obtenção prévia de meios de pagamentos. Ao contrário, em nome da estabilidade econômica, é necessário que o balanço patrimonial do setor público sirva como amortecedor das variações em balanços privados, preenchendo automaticamente, na forma do endividamento público, os espaços deixados por perdas patrimoniais potencialmente desestabilizadoras do setor privado. Ou seja, déficits públicos é que são estabilizadores.

# REFERÊNCIAS

AFTALION, Albert A. La Réalité des Surproductions Générales: Essai d'une théorie des crises générales et périodiques. **Revue d'Economie Politique** , vol.23, pp. 81-117, 1909.

ARESTIS, Philip e SAWYER, Malcolm. A Critical Reconsideration of the Foundations of Monetary Policy in the New Consensus Macroeconomics Framework. **Cambridge Journal of Economics** , vol. 32, no. 5: pp. 761-779, 2008.

ARESTIS, Philip e SAWYER, Malcolm. Aggregate Demand, Conflict and Capacity in the Inflationary Process. **Cambridge Journal of Economics** , 29(6), pp. 959-974, 2005.

BAER, Monica. **Sistema Financeiro Internacional: oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento**. Novos Estudos CEBRAP, 42, pp.99-112, 1995.

BALTAR, Carolina T. Inflation and Economic Growth in an Open Developing Country: the case of Brazil. **Cambridge Journal of Economics** , vol. 39, Issue 5: pp. 1263-1280, 2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez Anos de Metas para a Inflação - 1999-2009** . Brasília: Banco Central do Brasil, 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Reformulação dos Meios de Pagamento - Notas Metodológicas** . Brasília. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/nota>

[s\\_metodologicas/meios-de-Pagamento-ampliados/NM-MeiosPagAmplp.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/relatorios_STR/Relat%C3%B3rio%20Anual%20do%20STR%20-%202017.pdf) .> Acesso em: 20 fev. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema de Transferência de Reservas**: relatório anual 2017. Brasília: Banco Central do Brasil.

Disponível em:  
<[https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/relatorios\\_STR/Relat%C3%B3rio%20Anual%20do%20STR%20-%202017.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/relatorios_STR/Relat%C3%B3rio%20Anual%20do%20STR%20-%202017.pdf) .>. Acesso em: 10 fev. 2019.

BASTIAN, Eduardo F. e SETTERFIELD, Mark. A Simple Analytical Model of the Adverse Real Effects of Inflation. **Journal of Post Keynesian Economics** , 38 (4): pp, 637-665, 2015.

BATISTA JR, Paulo N. O Plano Real à Luz da Experiência Mexicana e Argentina. **Estudos Avançados** , 10(28), pp.127-197, 1996.

BELL, Stephanie e Wray, L. Randall. Fiscal Effects on Reserves and the Independence of the Fed. **Journal of Post Keynesian Economics** , Vol. 25, No. 2: pp. 263-271, 2003.

BELL, Stephanie. Do Bonds and Taxes Finance Government Spending? **Journal of Economic Issues** , Vol. 34, No. 3: pp. 603-620, 2000.

BELLUZZO, Luiz G. e ALMEIDA, Júlio G. **Depois da Queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. São Paulo: Civilização Brasileira, 2002.

BERNANKE, Ben S. **The Great Moderation. Remarks at the Meetings of the Eastern Economic Association** , Washington, DC, February 20, 2004.

BINDSEIL, Ulrich. **Monetary Policy Implementation: Theory, Past, and Present.** Oxford: Oxford University Press, 2004.

BOWLES, Samuel. **Microeconomics: behavior, institutions, and evolution.** Princeton University Press, 2009.

BURDEKIN, Richard C. K. e BURKETT, Paul. **Distributional Conflict and Inflation: theoretical and historical perspectives.** Springer, 1996.

CAGAN, Phillip P. Hyperinflation. In EATWELL, John; MILGATE, Murray e NEWMAN, Peter. (eds). **The Palgrave: A Dictionary of Economics.** Nova Iorque: Macmillan, pp.704-706, 1987.

CAGAN, Phillip P. The Monetary Dynamics of Hyperinflation. In FRIEDMAN, Milton (ed.), **Studies in the Quantity Theory of Money** . Chicago: University of Chicago Press, pp.25-117, 1956.

CALDENTEY, Esteban P. Hyperinflation. In ROCHON, Louis-Philippe. e ROSSI, Sérgio (eds.). **The Encyclopedia of Central Banking** . Edward Elgar, pp.243-244, 2015.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em Crise: a economia brasileira no último quarto do século XX.** Ed. Unesp, 2002.

CARVALHO, Fernando J. C. Alta Inflação e Hiperinflação: uma visão pós-keynesiana. **Revista de Economia Política** , 10(4), 40: pp.62-82, 1990.

CHARLES, Sébastien e MARIE, Jonathan. Hyperinflation in a Small Open Economy with a Fixed Exchange Rate: A post Keynesian view. **Journal of Post Keynesian Economics** , 39(3): pp. 361-386, 2016.

CLARK, John M. Business Acceleration and the Law of Demand: A Technical Factor in Economic Cycles. **Journal of Political Economy** , XXV, pp. 217-35, mar. 1917.

CORNWALL, John e CORNWALL, Wendy. **Capitalist Development in the Twentieth Century An Evolutionary-Keynesian Analysis** . Cambridge, Cambridge University Press, 2001.

CORREA, Arnildo S.; PETRASSI, Myrian B. S. e SANTOS, Rafael. Price-Setting Behavior in Brazil: survey evidence. **Working Papers Series 422**, Brasília: Central Bank of Brazil, Research Department, 2016.

DALIO, Ray. **A Templete for Understanding Big Debt Crises** . Ed. Bridgewater, 2018.

DEUTSCHE BUNDESBANK. The Role of Banks, Non-banks and the Central Bank in the Money Creation Process. **Monthly Report April** , pp.13-34, 2017.

Disponível em:  
<<https://www.bundesbank.de/resource/blob/667334/e0e505cef22a8d0bbe8da812f4c634ff/mL/2017-04-monatsbericht-data.pdf>>. Acesso em: 20 jan. 2019.

DOMAR, Evsey D. **Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment**. *Econometrica* 14, no. 2: pp.137-147, 1946.

ECCLES, Marriner S. **Statement Given Before the Committee on Finance of the United States Senate: Investigation of Economic Problems**. Washington: United States Government Printing Office, pp.703-733, 1933.

Disponível em:  
<<https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/ecctes33.pdf>>

.>. Acesso em: 28 mar. 2019.

EIA. **What Drives Crude Oil Prices? U.S Energy Information Administration 2019** . Disponível em: <<https://www.eia.gov/finance/markets/crudeoil/>> . Acesso em: 27 jan. 2019.

FORSTATER, Mathew e MOSLER, Warren. The Natural Rate of Interest is Zero. **Journal of Economic Issues** , vol. 39, no. 2: pp. 535-542, 2005.

FULLWILER, Scott T. Paying Interest on Reserve Balances: It's More Significant than You Think. **Journal of Economic Issues** , vol. 39, no. 2: pp. 543-550, 2005.

GALBRAITH, John K. **The Great Crash of 1929** . Houghton Mifflin Harcourt. 2009. Retrieved August 2011.

GODLEY, Wynne. **Money, Finance and National Income Determination: An integrated approach**. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper no. 167, 1996.

GOODFRIEND, Marvin e KING, Robert. **The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy** . NBER Macroeconomics Annual. vol.12, pp. 231-283, 1997.

GOODHART, Charles A. E. The Two Concepts of Money: Implications for the analysis of optimal currency areas. **European Journal of Political Economy**, 14: 407-32, 1998. Reimpresso In S. BELL and E. NELL (eds). **The State, the Market and the Euro**, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2003, pp. 1-25, 2004.

GRAEBER, David. **Dívida: os primeiros 5000 anos**. Três Estrelas, 2016.

HARROD, Roy F. An Essay in Dynamic Theory. **The Economic Journal** 49, no. 193: pp.14-33, 1939.

HEIN, Eckhard e STOCKHAMMER, Engelbert. Macroeconomics Policy Mix, Employment and Inflation in a **Post-Keynesian Alternative to the New Consensus Model**. **Review of Political Economy** , vol. 22(3): pp. 317-355, 2010.

HELLEINER, Eric. **The Making of National Money: territorial currencies in historical perspective**. Ithaca: Cornell University Press, 2003.

HUDSON, Michael.... **and forgive them their debts: Lending, Foreclosure and Redemption From Bronze Age Finance to the Jubilee Year** . ISLET, 2018.

HUDSON, Michael. Introduction: The role of Accounting in Civilization's Economic Takeoff. In HUDSON, Michael e WUNSCH, Cornelia (orgs). **Creating Economic Order: record-keeping, standardization, and the development of accounting in the ancient Near East** . CDL Press, pp.1-22, 2004.

HUERTAS, Thomas F. e SILVERMAN, Joan L. Charles E. **Mitchell: scapegoat of the crash?** *The Business History Review*, vol. 60, no. 1: pp. 81-103, 1986.

INGHAM, Geoffrey. **The Nature of Money** . Cambridge: Polity, 2004.

INNES, Alfred M. **What is Money?** *Banking Law Journal* , May, pp.377-408, 1913.

JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ, Rebeca e SÁNCHEZ, Marcelo. **Oil-induced Stagflation: a comparison across major G7 economies and shock episodes**. *Applied Economics Letters*, 17(15): pp.1537-1541, 2010.

KALECKI, Michal. Aspectos Políticos do Pleno Emprego. In KALECKI, Michal. **Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas** . Ensaios selecionados e traduzidos por MIGLIOLI, Jorge. São Paulo, Hucitec, pp.54-60, 1977. Originalmente publicado em 1943.

KALECKI, Michal. **Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933-1970** . CUP Archive.1971.

KALECKI, Michal. **Teoria da Dinâmica Econômica: ensaios sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista** . São Paulo, Abril Cultural (Coleção Os Economistas), 1983. Originalmente publicado em 1954.

KALECKI, Michal. Três Caminhos para o Pleno Emprego. In KALECKI: **Economia** . Ed. MIGLIOLI, Jorge. Editora Ática. 1a. edição, 1980.

KALECKI, Michal. **What is Inflation? Bulletin of the Oxford University Institute of Economics & Statistics** , 3, pp.159-164, 1941.

KALECKI, Michal. A Theory of Profits. **The Economic Journal** , vol. 52, no. 206/207: pp.258-267, 1942.

KEYNES, John M. The Process of Capital Formation. **The Economic Journal** , vol. 49, no. 195: pp. 569-574, 1939.

KEYNES, John M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda** . São Paulo, Abril Cultural (Coleção Os Economistas), 1982. Originalmente publicado em 1936.

KEYNES, John. M. **A Treatise on Money: the pure theory of money**. In MOGGRIDGE, Donald (ed). The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol.5, pp.408-411. Londres: Macmillan, 1973. Original edition 1930.

KEYNES, John M. A Monetary Theory of Production. In MOGGRIDGE, Donald (ed). **The Collected Writings of John Maynard Keynes** , vol.13, pp.408-411. Londres: Macmillan. Original edition, 1973.

LAVOIE, Marc. **Introduction to Post-Keynesian Economics** . Hampshire: Palgrave Macmillan, 2007.

LAVOIE, Marc. **Post-Keynesian Economics: New Foundations**. Cheltenham: Edward Elgar, 2014.

LAVOIE, Marc. The Reflux Mechanism and the Open Economy. In ROCHON, Louis-Phillipe e VERNENGO, Matias (eds.) **Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism**, Cheltenham, Edward Elgar. 2001.

LEE, Frederic. Pricing and Prices. In KING, John E. **The Elgar Companion to Post-Keynesian Economics** . Cheltenham, Edward Elgar, 2003.

LERNER, Abba P. **Functional Finance and the Federal Debt** . Social Research, vol. 10, no. 1: pp. 38-51, fevereiro 1943.

LERNER, Abba P. **Money as a Creature of the State. The American Economic Review** , vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 312-317, mar. 1947.

LERNER, Abba P. **Economics of Employment** . Londres: McGraw Hill, 1951.

LERNER, Abba P. MAP the Market Mechanism Cure for Stagflation. **Atlantic Economic Journal** , 7(1): pp.12-20, 1979.

LERNER, Abba P. **Stagflation-Its Cause and Cure** . Challenge, 20(4): pp.14-19, 1977.

MCLEAY, Michael; RADIA, Amar e THOMAS, Ryland. **Money Creation in the Modern Economy** . Quarterly Bulletin 2014 Q1, Londres: Banco da Inglaterra, 2014. Disponível em: <<https://www.bankofengland.co.uk/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf?la=en&hash=9A8788FD44A62D8BB927123544205CE476E01654>> Acesso em: 10 fev. 2019.

MESQUITA, Mario e TORÓS, Mário. **Considerações Sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008** . Texto para Discussão, n. 202, Brasília: Banco Central do Brasil, 2010.

MINSKY, Hyman P. (1964). **Poverty and Unemployment**. Hyman P . Minsky Archive. Paper 124.

Disponível em: <[https://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/124](https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/124) > Acesso em: 28 mar. 2019.

MINSKY, Hyman P. **John Maynard Keynes** . New York: McGraw Hill. 2008 Edição Original 1975.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., **Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster**. Hyman P. Minsky Archive. 80. 1970. Disponível em: <[https://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/80](https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/80) .> Acesso em: 28 mar. 2019.

MINSKY, Hyman P. **The Financial Instability Hypothesis** . The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper Series 74, 1992.

Disponível em: <<http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf> .> Acesso em: 10 fev. 2019.

MINSKY, Hyman P. The Financial Instability Hypothesis: A restatement. In **Thames Papers in Political Economy**: North East London Polytechnic. 1978. Reimpresso In ARESTIS, Philip e SKOUKAS, Thanos (eds.). **Post-Keynesian Economic Theory**, New York: M.E. Sharpe, 1985.

MINSKY, Hyman P. The Role of Employment Policy. In GORDON, Margaret S. (ed). **Poverty in America** . San Francisco: Chandler Publishing Company. 1965.

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an Unstable Economy** . New Haven: Yale University Press. 1986.

MITCHELL W, WRAY, L R, WATTS, M. **Modern Monetary Theory and Practice**: An Introductory Text. Centre of Full Employment and Equity (CofFEE). The University of Newcastle. 2016.

MITCHELL, Daniel J. B. **Keynesian, Old Keynesian and New Keynesian Wage Nominalism** . Industrial Relations. vol. 32. no.1, pp.1-29, 1993.

MITCHELL, William. The Buffer Stock Employment Model and the NAIRU: The Path to Full Employment. **Journal of Economic Issues** , 32(2): pp. 547-555. 1998.

MUNDELL, R. A. **A Theory of Optimum Currency Areas** . American Economic Review, 51, pp. 657-64, 1961.

PARKIN, M. Inflation. In: Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume (eds.) **The New Palgrave Dictionary of Economics** , Second Edition, Palgrave Macmillan, 2008.

PERRY, Nathan e CLINE, Nathaniel. **Wages, Exchange Rates, and the Great Inflation Moderation: A Post-Keynesian View** . The

Levy Economics Institute of Bard College, Working Papers Series No. 759, 2013.

PHILLIPS, Alban W. **The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957** . *Economica*, 25 (100): pp. 283-99, 1958.

RESENDE, André L. **Consenso e Contrassenso: déficit, dívida e previdência**. *Jornal Valor Econômico*. 08.03.2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/cultura/6149709/consenso-e-contrassenso-deficit-divida-e-previdencia>>. Acesso em: 08 mar. 2019.

ROBINSON, Joan. **A Review of The Economics of Inflation by Bresciani-Turroni**. *Economic Journal* , 48(191): pp. 507-513, 1938.

ROSSI, Pedro. **Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil** . Rio de Janeiro, FGV Editora, 2016.

ROWTHORN, Robert E. Conflict, inflation and money. *Cambridge Journal of Economics* , 1(3): pp. 215-239, 1977.

SERRANO, Franklin e SUMMA, Ricardo. **Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena** . *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 34, n. 2: p. 406, dez. 2013.

SERRANO, Franklin e SUMMA, Ricardo. **Mundell-Fleming sem a Curva LM: a taxa de juros exógena na Economia Aberta**. Disponível em: <<http://www.excedente.org/wp-content/uploads/2014/11/download.pdf> .>

Acesso em: 10 fev.2019.

SERRANO, Franklin e SUMMA, Ricardo. **Distribution and Conflict Inflation in Brazil under Inflation Targeting 1999-2014**

. Review of Radical Political Economics. First Published December 15, 2017.

SETTERFIELD, Mark e LOVEJOY, Ted. Aspirations, Bargaining Power, and Macroeconomic Performance. **Journal of Post Keynesian Economics** , vol. 29, n.1: pp. 117-148. 2006.

STOCKHAMMER, Engelbert. Wage Norms, Capital Accumulation, and Unemployment: a post-Keynesian view. **Oxford Review of Economic Policy** , 27(2): pp. 295-311, 2011.

TCHERNEVA, Pavlina R. **Money, Power, and Monetary Regimes** . The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper, n° 861, 2016.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2017** .

Disponível em:  
<<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269444/RAD+2017/73b6e764-0a77-4c99-9f79-3a3d9e7c5c1f>> . Acesso em: 27 jan. 2019.

VERGNHANINI, Rodrigo e DE CONTI, Bruno. **M. Modern Money Theory: a criticism from the periphery**. Brazilian Keynesian Review, 3(2): pp.16-31, 2017.

VERNENGO, Matias. Money and Inflation. In ARESTIS, Philip e SAWYER, Malcolm C. (Eds.). **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2006.

WOODFORD, Michael. **Interest and Prices: Foundations of a theory of monetary policy**. Princeton University Press, 2011.

WRAY, L. Randall. **Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems.** Palgrave Macmillan, Second edition, 2015.

WRAY, L. Randall. To Fix or to Float: theoretical and pragmatic considerations. In ROCHON, Louis-Phillipe e ROSSI, Sérgio. (eds.) **Monetary and Exchange Rate Systems: a global view of financial crises.** Cheltenham, UK: Edward Elgar, pp. 210-231, 2006.

WRAY, L. **Randall. Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade de preços.** Rio de Janeiro: Editora da UFRJ e Contraponto, 2003.

WRAY, L. Randall. Inflation. In HOLT, Richard P. F. e PRESSMAN, Steven. (eds.). **A New Guide to Post-Keynesian economics** , vol. 6, Psychology Press, 2001.

[1](#) Teoria mundialmente conhecida como “MMT”, sigla do termo inglês *Modern Money Theory* [N.T.].

[2](#) Wray (2002).

[3](#) Resende (2019).

[4](#) Essas discussões têm ocorrido seriamente por conta da plataforma política do Senador Democrata Bernie Sanders (Vermont, EUA), cuja principal assessoria econômica é feita por Stephanie Kelton, uma das principais formuladoras da MMT nos EUA. A Teoria Monetária Moderna ganhou definitivamente o debate público após a Representante Democrata por Nova Iorque Alexandra Ocasio-Cortez apresentar o *Green New Deal*, um plano de transformação produtiva da economia americana construído com a assessoria de economistas adeptos da Teoria.

[5](#) George Knapp (1924); Keynes (1930); Abba Lerner (1947).

[6](#) Hudson (2004; 2018); Graeber (2016).

[7](#) Lavoie (2014, Cap.4).

[8](#) Kalecki (1943).

[9](#) John Maynard Keynes (1936) e Michal Kalecki (1954) são as principais referências na elaboração desse princípio.

[10](#) A desagregação entre famílias, firmas, setor público e resto do mundo é de conveniência. Pode-se agregar ou desagregar mais, conforme o objetivo da análise. Por exemplo, poder-se-ia desagregar firmas em firmas financeiras e firmas não financeiras e o Governo em Tesouro e Banco Central. Manteremos nossa agregação em três setores, a saber, privado (firmas e famílias), público e resto do mundo por ser suficiente para o intuito de mostrar o princípio geral da contabilidade macroeconômica consistente. Em outros capítulos, a análise mais detalhada dos setores privados, públicos e resto do mundo farão as desagregações convenientes mantendo o princípio geral do aqui exposto.

[11](#) No Capítulo 7, discutimos a importância das mudanças nos portfólios privados para o processo de instabilidade e crise financeira.

[12](#) O meio pelo qual o fluxo efetivo se dá, se notas e moedas ou se sistemas eletrônicos, é absolutamente irrelevante do ponto de vista da contabilidade macroeconômica aqui apresentada. Desde que os meios sejam efetivos e as transações consumadas, o resultado é absolutamente o mesmo.

[13](#) Godley (1996, p.7); Lavoie (2007, p.74).

[14](#) Uma vez que o setor privado obrigatoriamente gera dívidas para financiar a produção de nova riqueza real, há implicações para a estabilidade financeira do sistema, o que será abordado no Capítulo 7.

[15](#) Emitir reais para a conta de um agente privado envolve o balanço do Banco Central. Neste momento, assumimos o “Governo consolidado”, isto é, Tesouro e Banco Central são um mesmo agente. Embora essa simplificação gere alguma confusão e críticas à visão cartalista moderna, mostraremos adiante, no Capítulo 3, que consolidando ou não as contas do Tesouro e Banco Central não se alteram em nada significativo os argumentos apresentados aqui.

[16](#) O resto do mundo provoca o mesmo resultado do gasto deficitário do Governo ao comprar bens ou ativos financeiros da economia doméstica. No Capítulo 5, discutiremos as implicações da Teoria Monetária Moderna numa economia aberta.

[17](#) De acordo com Innes (1913, tradução nossa): “(...) crédito, e apenas crédito, é moeda” (p. 392). E crédito é dívida e dívida é crédito. “Crédito é simplesmente o correlativo de débito. O que A deve a B é a dívida de A para com B e o crédito de B sobre A. A é devedor de B e B é credor de A. As palavras ‘crédito’ e ‘débito’ expressam uma relação jurídica entre duas partes e elas expressam a mesma relação jurídica vista de dois lados opostos. A falará da relação como uma dívida, enquanto B falará desta mesma relação como um crédito” (p. 392).

[18](#) <sup>17</sup> Não entramos em detalhes do surgimento do dinheiro aqui, mas a descrição de Keynes tem sido amplamente confirmada nas mais recentes descobertas sobre o funcionamento da economia na Mesopotâmia. Veja Knapp (1924); Keynes (1930); Wray (2002, Cap.3); Hudson (2004; 2018) e Graeber (2012).

[19](#) Lerner (1947, p.313).

[20](#) A “confiança no Governo” está entre aspas pois não se define muito especificamente o que seria essa “confiança”. Não se sabe se é a confiança em o Governo pagar ou em aceitar aquela moeda. A certeza de que outros aceitarão aquela moeda está no fato de que todos devem pagar impostos na mesma moeda.

[21](#) Veja Banco Central (2002) para definições usadas nas estatísticas do Banco Central do Brasil.

[22](#) Os bancos podem ter reservas guardadas em seus caixas-fortes ou em contas no Banco Central. Não faremos distinção entre ambos e suporemos que todas as reservas estão depositadas no Banco Central.

[23](#) Leitores versados na língua inglesa podem consultar críticas ao esquema do multiplicador feitas por Michael McLeay, Amar Radia and Ryland Thomas (2014), diretores do Banco da Inglaterra, e pelo Deutsche Bundesbank (2017) – Banco Central Alemão.

[24](#) Veja Stephanie Bell (agora Kelton) (2001) para uma explicação mais detalhada.

[25](#) Nos EUA e na Europa ficaram conhecidos os *Quantitative Easing* – empréstimos de salvamento dos bancos. Políticas de salvamento, entretanto, não ficaram restritas aos países centrais. No Brasil, elas também ocorreram.

[26](#) Veja Banco Central do Brasil (2017).

[27](#) No caso de empréstimo junto a agentes não residentes, eles não são nem mantenedores nem emissores de reservas e papel-moeda. Como o Banco Central converte moeda estrangeira em reservas e papel-moeda domésticos, empréstimos no exterior provocam mudanças primárias nas reservas bancárias.

[28](#) Segundo Keynes (1936, p.230): “Há uma vantagem evidente em conservar ativos no mesmo padrão em que irão vencer os compromissos futuros (...)”.

[29](#) Por exemplo, se o banco tiver um título público no valor de R\$ 1.000, poderá dá-lo como garantia num empréstimo de redesconto junto ao Banco Central. O Banco Central pagará R\$ 950 pelo título, equivalente a um desconto (juros) de 5% do valor de face do título.

[30](#) Estamos descrevendo a forma institucional atualmente existente no sistema monetário brasileiro. Os princípios ainda se aplicariam se, em vez de operar com títulos públicos, o Banco Central optasse por operar com remuneração direta sobre as reservas e cobrança de juros sobre saques a descoberto dos bancos em suas contas de reservas no Banco Central. A emissão de títulos não é uma necessidade operacional para o Banco Central determinar a taxa básica de juros. Ela é apenas uma convencionalidade.

[31](#) Serrano e Summa (2013).

[32](https://www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/BC%20%20Universidade%2011-11-2005.pdf) Essa proposição é amplamente aceita na literatura especializada mesmo entre economistas convencionais, sobretudo entre os tomadores de decisão da política monetária (Bindseil, 2004). O próprio Banco Central do Brasil reconhece que opera a política monetária por meio de determinação da taxa de juros básica, ao invés da alternativa que seria a determinação da quantidade de moeda.

<https://www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/BC%20%20Universidade%2011-11-2005.pdf>

[33](#) No Capítulo 4, será feita uma discussão detalhada das relações entre a Política Fiscal e as Reservas.

[34](#) Existem riscos de possuir títulos públicos que não se tem em relação a reservas. Por exemplo, os bancos podem precisar se desfazer dos títulos antes do vencimento e podem ter de fazê-lo a um preço abaixo do inicialmente comprado. Entretanto, não existe risco de o Governo não pagar o principal e os juros contratados no título.

[35](#) Detalhes sobre as operações entre Tesouro e Banco Central serão discutidos no Capítulo 4.

[36](#) O que implica que o modelo IS-LM está fundamentalmente errado.

[37](#) Se o Banco Central desejar manter a taxa de juros de curto prazo em zero, a emissão de dívida pública deverá tender a zero.

[38](#) No Capítulo 6, tratamos da questão da inflação sob ponto de vista da Teoria Monetária Moderna em mais detalhes e negamos a relação direta entre déficit, emissão monetária e inflação.

[39](#) O impacto da venda/compra de títulos da dívida pública sobre as reservas bancárias detidas pelos bancos comerciais e sobre a taxa de juros de curto prazo já foram apresentadas no Capítulo 3.

[40](#) O termo “efeito reserva” aparece em alguns dos artigos mais importantes da literatura referente à Teoria Monetária Moderna, como Bell e Wray (2003) e Bell (2000).

[41](#) Daqui em diante, “reservas bancárias” serão tratadas apenas como “reservas”.

[42](#) Bell e Wray, (2003, p. 265).

[43](#) Bell (2000).

[44](#) Bell (2000, pp. 604-605); Bell e Wray (2003, p. 266).

[45](#) O Governo pode aumentar as alíquotas dos impostos, porém, não é usual que essa seja uma prática recorrente ou constante. Ordinariamente, a arrecadação de tributos está muito mais associada ao nível de atividade econômica.

[46](#) Wray (2003; 2015); Forstater e Mosler (2005, p. 538).

[47](#) O Banco Central do Brasil, por exemplo, detinha, em outubro de 2018, aproximadamente R\$ 1,7 trilhão em títulos da dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional.

[48](#) Fullwiler (2005, p. 546); Bell (2000, p. 612).

[49](#) Esse nem sempre é o caso. Em alguns países, reservas mantidas pelos bancos no Banco Central são remuneradas. Esta é uma decisão de condução da política monetária adotada para reduzir a volatilidade da taxa de juros, como mostra Fullwiler (2005).

[50](#) O Banco Central dos EUA (*Federal Reserve*), por exemplo, prefere que os bancos emprestem uns aos outros. Por isso, atua por meio de operações de mercado aberto para fornecer as reservas de que o sistema bancário necessita para continuar emprestando reservas à taxa de juros determinada pelo próprio *Federal Reserve* (Wray, 2015, p. 82).

[51](#) Wray (2015, p. 115).

[52](#) Wray (2003).

[53](#) Wray (2015, p. 106).

[54](#) Minsky (1964, p. 2).

[55](#) Wray (2015, p. 146).

[56](#) Wray (2015, p. 146).

[57](#) Em uma economia monetária de produção, o objetivo final da produção é a acumulação de dinheiro ou outros ativos financeiros. Quando o setor privado não é capaz de acumular riqueza financeira, realiza ajustes nos gastos (que são decisão autônoma, pois nenhuma unidade é capaz de decidir autonomamente quanto recebe de renda) para voltar a acumular riqueza financeira. Esse ajuste de gastos reduz o consumo e o investimento que são determinantes do nível de atividade econômica e emprego.

[58](#) Entre outros exemplos, estão os gastos com assistência social que, em geral, é mais requisitada em períodos de baixa atividade econômica e alto desemprego.

[59](#) Wray (2003).

[60](#) Wray (2015, p. 212).

[61](#) Mais detalhes sobre como surge a instabilidade na economia e quais mecanismos de estabilização estão disponíveis ao Governo serão vistos no Capítulo 7.

[62](#) Lerner (1943).

[63](#) Tcherneva (2016). Observe-se que para a Teoria Monetária Moderna, assim como para Keynes (1930), a questão do espaço de política não se restringe apenas ao balanço de pagamentos. Mesmo um país que emita a moeda de conta internacional pode enfrentar problemas de balanço de pagamentos se fixar uma taxa de conversão para uma mercadoria, como a Inglaterra do padrão libra-ouro nos anos 1920 ou os EUA do padrão dólar-ouro no final dos anos 60. Atualmente, os EUA não sofrem com problemas de balanço de pagamentos porque sua moeda de conta internacional não estabelece regra de conversão fixa para nada.

[64](#) Keynes (1930, pp.14-19) denominou este sistema de dinheiro administrado, em vez de sistema de moeda mercadoria.

[65](#) Wray (2015, p. 161).

[66](#) Wray (2015, p. 159).

[67](#) Idem.

[68](#) Vergnhanini e De Conti (2017).

[69](#) Dentre as numerosas tentativas, algumas foram mais bem-sucedidas do que outras. Dois exemplos ilustram bem os extremos opostos: De um lado, devido ao grande estoque de reservas em dólares provenientes de um enorme superávit em transações correntes, temos a China, que mantém o regime de câmbio fixo com funcionamento estável. De outro, a Argentina, que adotou até o início dos anos 2000 o *currency board* (forma de câmbio fixo que será apresentada adiante) e sofreu uma grave crise cambial, sendo forçada a abandonar o regime de câmbio fixo.

[70](#) Tcherneva (2016).

[71](#) Wray (2015, p.161).

[72](#) Wray (2015, p.162).

[73](#) Essa ideia segue criação do *Bancor* e da *International Clearing Union*, idealizados e propostos por Keynes durante a Conferência de Bretton Woods, porém, derrotados em benefício da proposta defendida por Harry White.

[74](#) Wray (2006).

[75](#) Governos locais criaram moedas próprias para lidar com a escassez da moeda doméstica nacional. Para mais detalhes sobre esse caso, ver Tcherneva (2016).

[76](#) Wray (2015, p. 135).

[77](#) Sobre a regra de uma nação, uma moeda, ver Goodhart (1998).

- [78](#) Tcherneva (2016, p. 10).
- [79](#) Para uma explicação detalhada sobre as uniões monetárias do Século XIX e respectivas motivações econômicas, ver Helleiner (2003).
- [80](#) A expectativa de desenvolvimento homogêneo está teoricamente baseada no conceito da *Optimal Currency Areas* (Área monetária ótima, em tradução livre). Sobre esse tema, ver Mundell (1961). Para uma perspectiva crítica, ver Goodhart (1998).
- [81](#) Wray (2015, p. 178).
- [82](#) Para mais detalhes sobre a crise da zona do euro, ver Wray (2015, p. 180).
- [83](#) Dado do Tesouro Nacional – retirado do Relatório Anual da Dívida Pública Federal (2017).
- [84](#) Wray (2015).
- [85](#) Rever como o Banco Central opera para determinar a taxa de juros de curto prazo nos capítulos 3 e 4.
- [86](#) Wray (2015, p. 121).
- [87](#) Lavoie (2001, p. 235). As intervenções no mercado de câmbio podem se dar não diretamente por vendas ou compras de moeda estrangeira. Cada vez mais comum, inclusive no caso brasileiro, são intervenções com os *swaps* cambiais, que são derivativos em que as partes (geralmente o Banco Central e as instituições financeiras) trocam remunerações (juros contra câmbio) que não envolvem diretamente a troca de divisas. Esse tipo de operação torna “operações cambiais” totalmente denominadas em moeda nacional ao não envolver trocas físicas de moeda estrangeira. Para mais detalhes sobre o funcionamento do mercado de câmbio e derivativos cambiais, ver Rossi (2016).
- [88](#) Entre as outras moedas com grande aceitação internacional, temos a libra (Reino Unido), o franco suíço, o iene (Japão) e o dólar australiano (Wray, 2015, p. 124).
- [89](#) Esta seção está baseada em Mitchell, Wray e Watts (2016).
- [90](#) Mitchell, Wray e Watts (2016), Parkin (2008).
- [91](#) O *mark-up* é a diferença do custo para produzir um bem e seu preço. Geralmente é expresso porcentualmente dividindo a diferença pelo custo. Por exemplo, se o custo para produzir um bem for de \$ 100 e seu preço \$ 200, o *mark-up* será obtido pelo cálculo  $(\$ 200 - \$ 100) / \$ 100 = 100\%$ .
- [92](#) Goodfriend e King (1997) cunharam este termo. Talvez, a principal referência teórica que fundamenta tal arcabouço seja Woodford (2011).
- [93](#) Arestis e Sawyer (2008).
- [94](#) O acrônimo em inglês significa non-accelerating inflation rate of unemployment.
- [95](#) Para mais detalhes sobre o regime de metas de inflação no Brasil, veja Banco Central do Brasil (2011).
- [96](#) Retome as discussões detalhadas da operação da política monetária do Capítulo 3.
- [97](#) Rowthorn (1977); Arestis e Sawyer (2005); Mitchell, Wray e Watts (2016, p. 240).
- [98](#) Mitchell, Wray e Watts (2016, Cap.7).
- [99](#) Lavoie (2014, p.167).
- [100](#) Correa et al (2016).
- [101](#) Mitchell, Wray e Watts (2016, p. 165).
- [102](#) Keynes (1936, Cap.2); Mitchell, Wray e Watts (2016, p. 166).
- [103](#) Daniel Mitchell (1993) explica que o nominalismo dos salários e dos contratos existe pelo simples fato de que, numa economia monetária, é necessário que exista um padrão de valor para denominar todos os bens – sendo que a moeda cumpre tal função.
- [104](#) Arestis e Sawyer (2005); Baltar (2015).
- [105](#) Stockhammer (2011).

- [106](#) Bowles (2004), Stockhammer (2011).
- [107](#) Setterfield e Lovejoy (2006).
- [108](#) Keynes (1936).
- [109](#) Setterfield e Lovejoy (2006).
- [110](#) Arestis e Sawyer (2005); Mitchell, Wray e Watts (2016, p. 219).
- [111](#) Hein e Stockhammer (2010).
- [112](#) Mitchell, Wray e Watts (2016, Cap.8).
- [113](#) . Mitchell, Wray e Watts (2016, p. 242).
- [114](#) Minsky (2010, pp.176-183).
- [115](#) Mitchell, Wray e Watts (2016, p. 242).
- [116](#) Mitchell, Wray e Watts (2016, p. 239).
- [117](#) Lavoie (2014, p.165).
- [118](#) Lee (2003), Lavoie (2014).
- [119](#) Kalecki (1971).
- [120](#) Lavoie (2014, p. 169).
- [121](#) EIA (2019).
- [122](#) Para uma discussão sobre a relação dos preços com os compromissos financeiros, ver Wray (2001).
- [123](#) Wray (2015, p. 67).
- [124](#) Baltar (2014), Serrano e Summa (2017).
- [125](#) Mitchell, Wray e Watts (2016, p. 240).
- [126](#) Arestis e Sawyer (2005).
- [127](#) Kalecki (1941).
- [128](#) Lerner (1977).
- [129](#) Rodríguez e Sanches (2009).
- [130](#) Lerner (1977).
- [131](#) Lerner (1979).
- [132](#) Minsky (1986, p. 291).
- [133](#) Perry e Cline (2013).
- [134](#) Lerner (1951), Wray (2003).
- [135](#) Burdekin e Burkett (1996, p. 226), Cornwall e Cornwall (2001).
- [136](#) Mitchell (1998).
- [137](#) Mitchell (1998).
- [138](#) Wray (2015).
- [139](#) Senhoriagem é definido como a expansão real do estoque de moeda.
- [140](#) Phillip Cagan (1956, 1987).
- [141](#) Detalhes no Capítulo 3.
- [142](#) Wray (1998, p. 170).
- [143](#) Minsky (1986).
- [144](#) Bastian e Setterfield (2015).
- [145](#) Carvalho (1990).
- [146](#) Mitchell (1993).
- [147](#) Charles e Marie (2016).
- [148](#) Caldentey (2015, p. 244); Vernengo (2006, p. 476).
- [149](#) Wray (2015, p. 258).
- [150](#) Charles e Marie (2016).
- [151](#) Carvalho (1990).
- [152](#) Carvalho (1990).

- [153](#) Belluzzo e Almeida (2002).
- [154](#) Carneiro (2002).
- [155](#) Belluzzo e Almeida (2002).
- [156](#) Belluzzo e Almeida (2002).
- [157](#) Dalio (2018, p. 60).
- [158](#) Almeida e Belluzzo (2002).
- [159](#) Batista Jr (1996, p.135).
- [160](#) Veja o Capítulo 5 para explicações da insustentabilidade do regime de câmbio fixo.
- [161](#) Bernanke (2004).
- [162](#) Além do breve surto de pânico na Bolsa de Nova Iorque no final de março, a Bolsa de Londres colapsou em 20 de setembro, arrastada pelo escândalo de corrupção e fraudes do famoso especulador Clarence Hatry e seus sócios (Galbraith, 2011).
- [163](#) A expressão se refere ao dia 24 de outubro de 1929, quando ocorreu o crash da Bolsa de Valores de Nova Iorque.
- [164](#) Keynes (1936, Cap. 17).
- [165](#) Notadamente, o modelo IS-LM de J.R. Hicks e Alvin Hansen removeu parte do isolamento causal do investimento ao introduzir, na determinação do equilíbrio de curto prazo, o impacto de variações na demanda agregada e, conseqüentemente, da renda de equilíbrio sobre a demanda por moeda e, por extensão, sobre a taxa de juros. No entanto, a causalidade reflexiva incorporada ao modelo se limitava a um feedback negativo (ocasionado pela relação positiva entre a renda de equilíbrio e a taxa de juros e da influência negativa dos juros sobre o investimento voluntário, dada uma oferta monetária absolutamente exógena). Assim, a principal diferença entre o resultado do modelo Hicks-Hansen (em que juro e renda de equilíbrio são determinados simultaneamente) e o descrito por Keynes na Teoria Geral (em que juro e renda de equilíbrio são determinados sequencialmente) se referia meramente à magnitude do impacto de flutuações autônomas da demanda agregada sobre a renda de equilíbrio e não sobre a direção ou sobre a existência de dinâmicas explosivas (feedbacks positivos).
- [166](#) Keynes (1936, Cap. 22).
- [167](#) Minsky (1986).
- [168](#) Exemplos de bolhas especulativas sustentadas exclusivamente por manias coletivas são abundantes ao longo da história do capitalismo, como o famoso episódio das tulipas holandesas. Hoje, o exemplo mais óbvio desse fenômeno está nos mercados de criptomoedas em que especuladores aplicam enormes quantias de dinheiro para adquirir registros eletrônicos inúteis cuja reconversibilidade em moeda depende inteiramente da demanda especulativa dos demais participantes desses estranhos mercados.
- [169](#) A exceção dessa regra é a situação em que a economia em crise é “abençoada” por um aumento na demanda externa pela produção doméstica. Muito embora uma depressão costume ocasionar o barateamento da produção doméstica medido em moeda estrangeira, é difícil imaginar que somente esse fato estimule substancialmente a demanda externa. Normalmente situações em que a demanda externa aumenta tão significativamente a ponto de reverter uma crise contracionista são ocasionadas por fatores completamente extrínsecos à dinâmica da economia doméstica - como um aumento nas rendas da população importadora.
- [170](#) Veja Capítulos 2 e 3 para uma demonstração detalhada dessas relações.
- [171](#) Definimos como poupança (S) a variável de fluxo que representa a variação da riqueza patrimonial dos agentes privados de uma economia ao longo de um dado

período, necessariamente dada pela renda (que acrescenta à riqueza dos agentes) menos toda forma de despoupança (consumo, pagamento de impostos e transferências unilaterais a estrangeiros que reduzem a riqueza dos agentes privados domésticos). A partir das definições de renda e produto adotadas nas contas nacionais, pode-se representar a poupança como dada pelo investimento privado (I), mais o déficit do setor público, dado pelos gastos públicos (G) menos a arrecadação de tributos (T), mais o resultado líquido das transações com o setor externo, representado de maneira simplificada pelas exportações (X) menos as importações (M). Temos então que  $S = I + (G - T) + (X - M)$ .

# Sumário

[Capa](#)

[Folha de rosto](#)

[Créditos](#)

[Sumário](#)

[1 Introdução](#)

[2 Conceitos macroeconômicos básicos subjacentes da teoria monetária moderna](#)

[2.1 Balanços Setoriais a Partir das Contas Nacionais](#)

[2.2 Riqueza Financeira Líquida do Setor Privado é Dívida de Outro Setor](#)

[2.3 Fluxos e Estoques Financeiros e Comportamento dos Setores Econômicos](#)

[3 Sistema monetário doméstico, criação de moeda e sustentabilidade do déficit e da dívida pública](#)

[3.1 Definições de Dinheiro](#)

[3.2 Emissores de Moeda, Hierarquia Monetária e Sistema de Pagamentos](#)

[3.2.1 Criação de Dinheiro por Bancos e Reservas Bancárias](#)

[3.2.2 Hierarquia de Moedas](#)

[3.2.3 Banco Central e os Bancos](#)

[3.3 Reservas e Exogeneidade da Taxa de Juros](#)

[3.4 Banco Central, Tesouro e “Restrição Orçamentária” do Governo](#)

[3.4.1 Sustentabilidade Fiscal](#)

[4 Os impactos da política fiscal em economias monetariamente soberanas](#)

[4.1 O “Efeito Reserva” da Política Fiscal](#)

[4.1.1 Tributação e Reservas](#)

- [4.1.2 Gastos do Governo e Reservas](#)
    - [4.1.3 Resultado Orçamentário do Governo e Reservas](#)
  - [4.2 Política Fiscal e Política Monetária](#)
    - [4.2.1 Drenagem e Injeção de Reservas](#)
    - [4.2.2 Comportamento Acomodacionista do Banco Central](#)
  - [4.3 Política Fiscal e Poupança do Setor Privado](#)
    - [4.3.1 Preferências de Firms e Famílias na Composição da Carteira de Ativos](#)
  - [4.4 Política Fiscal, Renda e Estabilização](#)
    - [4.4.1 Tributação e Distribuição](#)
    - [4.4.2 Gastos do Governo e Mudança da Estrutura Econômica](#)
    - [4.4.3 O Papel Estabilizador da Política Fiscal](#)
- [5 Soberania monetária, regimes cambiais e política macroeconômica](#)
  - [5.1 Padrão Ouro e Regime de Câmbio Fixo](#)
  - [5.2 O Regime de Câmbio Flutuante](#)
  - [5.3 Moeda Soberana e Política Econômica na Economia Aberta](#)
    - [5.3.1 Bandas Cambiais, Currency Board e Dolarização](#)
    - [5.3.2 União Monetária](#)
  - [5.4 Estrangeiros Detentores de Títulos da Dívida Pública](#)
  - [5.5 A Posição Externa da Moeda Doméstica](#)
    - [5.5.1 Solvência Externa](#)
  - [5.6 O Espaço Fiscal Possível e Sustentável em uma Economia Aberta](#)
- [6 A inflação e os aspectos políticos do pleno emprego](#)
  - [6.1 Preços, Conflito Distributivo e Inflação: trabalho versus capital](#)
  - [6.2 Conflito Distributivo e Moeda Endógena](#)
  - [6.3 Estrutura de Mercado e Concorrência por Preços](#)
  - [6.4 Preços, Conflito Distributivo e Inflação](#)
    - [6.4.1 A Influência do Estado e dos Credores](#)

[6.4.2 A Influência do Setor Externo](#)

[6.5 Estagflação](#)

[6.6 Políticas de Controle da Inflação](#)

[6.7 Os Casos Extremos de Inflação: alta inflação e hiperinflação](#)

[6.8 O Problema das Transferências Externas e a Hiperinflação](#)

[6.8.1 A Hiperinflação Brasileira na Década de 1980](#)

[6.9 Teoria Monetária Moderna e Políticas de Controle da Inflação](#)

[7 Endividamento privado, dívida pública e instabilidade macroeconômica](#)

[7.1 Crises Capitalistas e o Fracasso da Teoria Neoclássica](#)

[7.2 A Contradição entre o Investimento Produtivo e o Rentismo na Teoria Keynesiana](#)

[7.3 As Propriedades Dinâmicas do Produto de Equilíbrio Descrito por Keynes](#)

[7.4 Hyman Minsky e a Teoria Financeira dos Ciclos de Investimento](#)

[7.5 Vulnerabilidade e Instabilidade Financeiras](#)

[7.6 Dívidas Públicas e o seu Papel Estabilizador de Economias Instáveis](#)

[Referências](#)



# Poder, violência, ideologia e filosofia da educação

Rech, Hildemar Luiz

9788593267024

440 páginas

[Compre agora e leia](#)

O livro Poder, violência, ideologia e filosofia da educação, que tem como organizadores os professores e pesquisadores Hildemar Luiz Rech (UFC), Joaquim Iarley Brito Roque (UniLeão) e Pedro Rogério Sousa da Silva (Doutor pela FAGED-UFC), constitui rico material resultante de pesquisas de educadores, estudantes e investigadores de diversas instituições universitárias de várias regiões do Brasil e de Portugal-França. Tão diversificada quanto a origem institucional de seus autores, também são múltiplos e variados os referenciais teóricos e as abordagens temáticas que compõem o presente projeto escritural, estruturado em quatro partes. Em um momento político e econômico conturbado e crítico para o nosso país, envolvendo retrocessos políticos e a iminência de recuos nos direitos adquiridos; direitos estes que foram firmados depois de décadas de muita luta política, principalmente desde o final dos anos de 1970, releva-se a importância da publicação das investigações do presente livro. Assim, as pesquisas, cujos resultados vêm explicitados nos diversos ensaios críticos que compõem a obra, se justificam em função da atualidade, urgência e necessidade das discussões que elas podem suscitar. E isto é feito sempre em uma perspectiva de questionamento do poder político e suas relações; do poder econômico com seus processos de exploração, marginalização, precarização e descarte da força de trabalho; da violência com suas diversas faces; da ideologia com seus exercícios de capturamento, ocultamento, alienação e dominação; dos dispositivos de captura e controle da subjetividade; e da filosofia da educação, com sua importância para a teoria e para a práxis educacional, política e filosófica.

[Compre agora e leia](#)