



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**  
**INSTITUTO DE ECONOMIA**

**ENZO MATONO GERIONI**

**A MACROECONOMIA DO PLENO EMPREGO NA**  
**PERIFERIA**

**Campinas**  
**2020**



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA**

**ENZO MATONO GERIONI**

**A MACROECONOMIA DO PLENO EMPREGO NA  
PERIFERIA**

**Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Simone Silva de Deos – orientadora**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL  
DA TESE DEFENDIDA PELO ALUNO ENZO MATONO  
GERIONI E ORIENTADO PELA PROF.<sup>a</sup> DR.<sup>a</sup> SIMONE  
SILVA DE DEOS.**

**Campinas  
2020**

Ficha catalográfica  
Universidade Estadual de Campinas  
Biblioteca do Instituto de Economia  
Luana Araujo de Lima - CRB 8/9706

Gerioni, Enzo Matono, 1991-  
G315m A macroeconomia do pleno emprego na periferia / Enzo Matono Gerioni. –  
Campinas, SP : [s.n.], 2020.

Orientador: Simone Silva de Deos.  
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de  
Economia.

1. Política de pleno emprego. 2. Macroeconomia. 3. Moeda. 4. Política  
tributária. 5. Política monetária. I. Deos, Simone Silva de, 1968-. II.  
Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações para Biblioteca Digital

**Título em outro idioma:** Full employment macroeconomics at the periphery

**Palavras-chave em inglês:**

Full employment policies

Macroeconomics

Money

Fiscal policy

Monetary policy

**Área de concentração:** Teoria Econômica

**Titulação:** Doutor em Ciências Econômicas

**Banca examinadora:**

Simone Silva de Deos [Orientador]

Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Fabiano Abranches Silva Dalto

Julia de Medeiros Braga

Alex Wilhans Palludeto

**Data de defesa:** 14-02-2020

**Programa de Pós-Graduação:** Ciências Econômicas

**Identificação e informações acadêmicas do(a) aluno(a)**

- ORCID do autor: <https://orcid.org/0000-0002-3663-6866>

- Currículo Lattes do autor: <http://lattes.cnpq.br/1644928023805820>



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA**

**ENZO MATONO GERIONI**

**A MACROECONOMIA DO PLENO EMPREGO NA  
PERIFERIA**

**Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Simone Silva de Deos – orientadora**

**Defendida em 14/02/2020**

**COMISSÃO EXAMINADORA**

**Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Simone Silva de Deos - Presidenta**  
Instituto de Economia / UNICAMP

**Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos**  
Instituto de Economia / UFRJ

**Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto**  
Departamento de Economia / UFPR

**Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Julia de Medeiros Braga**  
Faculdade de Economia / UFF

**Prof. Dr. Alex Wilhans Antonio Palludeto**  
Instituto de Economia / UNICAMP

A Ata de Defesa, assinada pelos membros da Comissão Examinadora, consta no processo de vida acadêmica do aluno.

## **AGRADECIMENTOS**

Pela jornada de aprendizado compartilhada durante os últimos quatro anos, pela atenção e disponibilidade, pela confiança depositada na pesquisa além dos conselhos sobre a vida acadêmica em geral, meu profundo agradecimento à minha orientadora, professora Simone de Deos.

À toda comunidade do Instituto de Economia da Unicamp, especialmente aos funcionários da biblioteca, que me receberam diariamente com gentileza e bom-humor durante todo o doutorado, minha gratidão.

Muito obrigado aos meus amigos e amigas André Felipini, Mariana Maria, Lílian Rolim, Nikolas Schiozer, Nathalie Marins, Rafael Cattan, Anna Martins, Arthur Welle e Newton Gracia, que me aconselharam, debateram ideias e compartilharam angústias da vida acadêmica.

Aos meus pais, Mayumi e Nivaldo, e minha irmã, Moara, cujo suporte é incansável e essencial, meu especial reconhecimento de que sem eles, esta tese não existiria.

À Julia, por estar sempre ao meu lado, nos altos e baixos, pelo carinho e por tornar a vida mais leve, todo meu agradecimento.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

## RESUMO

A *Modern Money Theory* (MMT) estabeleceu uma contribuição essencial ao avanço do pensamento Pós Keynesiano ao incorporar a política fiscal à lógica do circuito monetário. A partir de tal contribuição, a MMT demonstra que as políticas monetária e fiscal de governos que emitem a própria moeda não são limitadas pela capacidade de arrecadação tributária e/ou pela disposição do setor privado adquirir títulos da dívida pública. Associado ao debate sobre autonomia das políticas monetária e fiscal, a MMT, seguindo Hyman P. Minsky, propõe a implementação de um programa de Empregador de Última Instância (ELR) como forma de manter pleno emprego duradouro dissociado de flutuações do nível de atividade econômica. O debate sobre autonomia de políticas monetária e fiscal realizado pela MMT serve como fundamentação teórica para a sustentar a proposição do ELR. Entre os economistas Pós Keynesianos, com os quais a MMT compartilha seus principais referenciais teóricos, houve uma forte contestação de suas principais contribuições, tanto teóricas quanto propositivas. Mais recentemente, Pós Keynesianos associados à vertente da Hierarquia Internacional de Moedas (HIM), que destacam a assimetria no sistema monetário internacional como um importante condicionante da autonomia das políticas monetária e fiscal de economias periféricas, passaram a contestar a MMT. Por isso, procuramos estabelecer um diálogo entre a MMT e a literatura da HIM analisando a hipótese de que a divergência entre ambas sobre a autonomia das políticas monetária e fiscal está concentrada majoritariamente no tratamento dispensado a aspectos de economia internacional e que, por isso, seria possível incorporar elementos da HIM à MMT. Os resultados obtidos e demonstrados ao longo desta tese, no entanto, sugerem que as divergências entre MMT e HIM estão associadas a questões mais básicas, como o entendimento sobre a natureza da moeda e, conseqüentemente, das finanças públicas, função da política monetária e funcionamento do sistema de pagamentos. Além desta contribuição principal da tese, que se encontra no capítulo 3, procuramos estabelecer outras contribuições nos capítulos 1 e 2. No primeiro capítulo, explicitamos a integração entre a hipótese da instabilidade financeira e a proposta do ELR nos trabalhos de Minsky. No segundo capítulo, aplicamos um referencial institucionalista para tratar da possibilidade da profecia autorrealizável dos *bond vigilantes*, bem como analisamos os potenciais impactos do ELR sobre preços e distribuição funcional da renda a partir da teoria monetária da distribuição.

**Palavras-chave:** Política de Pleno Emprego; Macroeconomia; Moeda; Política Fiscal; Política Monetária.

## **ABSTRACT**

Modern Money Theory (MMT) established an essential contribution to Post Keynesian economics by integrating fiscal policy to the monetary circuit logic. From this contribution, MMT demonstrates that monetary and fiscal policies of governments which issue their own money are not limited by tax revenue and/or private sector's willingness to purchase public debt bonds. Associated with the debate about monetary and fiscal policies autonomy, MMT, following Hyman P. Minsky, has proposed the implementation of the Employer of Last Resort (ELR) program with the purpose of maintaining lasting full employment dissociated from economic activity fluctuations. The debate about monetary and fiscal policies autonomy carried out by MMT serves as theoretical substantiation for the ELR proposal. Within Post Keynesians, with whom MMT shares its main theoretical references, there has been a strong contestation of MMT's most important contributions, both theoretical and of economic policy proposal. Most recently, Post Keynesians associated with the International Hierarchy of Money (HIM) literature, who emphasize asymmetries in the international monetary system as an important conditioning of monetary and fiscal policies autonomy in peripheral economies, also began to oppose MMT. Hence, we try to establish a dialogue between MMT and HIM by analyzing the hypothesis that the divergence between MMT and HIM about monetary and fiscal policies autonomy is mostly due to open economy aspects. Thus, it would be possible to incorporate HIM elements to MMT. The results obtained and demonstrated throughout this thesis, however, suggest that the divergences are related to more basic elements, such as the understanding about the nature of money and, consequently, about public finance, monetary policy function and the working of the payment system. In addition to this main contribution in this thesis, which is in chapter 3, we also attempted contributions in chapters 1 and 2. In the first chapter, we clarify the relation between the financial instability hypothesis and the ELR proposal in Minsky's works. In the second chapter, we apply an institutionalist referential to deal with the self-fulfilling prophecy called bond vigilantes trap, as well as analyze the potential impact of ELR on prices and functional distribution based on the monetary theory of distribution.

**Keywords:** Full Employment Policy; Macroeconomics; Money; Fiscal Policy; Monetary Policy.

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 – Criação Endógena de Moeda

Figura 2 – Gasto do Governo em Balanços

Figura 3 – Tributação em Balanços

Figura 4 – Política Fiscal com Consolidação

Figura 5 - Balanço Simplificado do BC no Princípio da Compensação

## LISTA DE SIGLAS

BC – Banco Central

BP – Balanço de Pagamentos

CFG – Crise Financeira Global

EEMP – Economias Emissoras de Moeda Periférica

ELR – Empregador de Última Instância

Fed – *Federal Reserve*

FMI – Fundo Monetário Internacional

GDA – Gerenciamento de Demanda Agregada

HIF – Hipótese da Instabilidade Financeira

HIM – Hierarquia Internacional de Moedas

MMT – *Modern Money Theory*

NAIBER - *Non-Accelerating Inflation Buffer Employment Ratio*

NAIRU – *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*

PDE – Princípio da Demanda Efetiva

Selic – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

SFC – *Stock-Flow Consistent*

SMI – Sistema Monetário Internacional

T&L – *Treasury Tax and Loans Accounts*

TCM – Teoria do Circuito Monetário

TND – Taxa Natural de Desemprego

TG – Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
<b>CAPÍTULO 1. DA ORIGEM DA MOEDA À HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA.....</b>	<b>19</b>
1.1 A ORIGEM DA MOEDA NA ABORDAGEM CHARTALISTA .....	19
1.1.1 Crédito e Dívida como Natureza da Moeda .....	21
1.1.2 A Hierarquia de Dívidas.....	23
1.2 O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA E A AUTONOMIA DOS GASTOS.....	24
1.2.1 Demanda Efetiva, Chartalismo e Desemprego Involuntário.....	26
1.3 HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA: CASO ESPECÍFICO OU INTERPRETAÇÃO GERAL? .....	28
1.3.1 A Determinação do Investimento e a Hipótese da Instabilidade Financeira.....	29
1.3.2 Autonomia do Consumo e uma Nova Fonte de Instabilidade.....	33
1.3.3 Hipótese da Instabilidade Financeira e a Hierarquia de Dívidas .....	37
1.4 MINSKY ALÉM DA INSTABILIDADE FINANCEIRA.....	39
1.4.1 Demanda por Trabalho Infinitamente Elástica: uma ideia pioneira.....	39
1.4.2 HIF e ELR: partes de uma mesma interpretação.....	42
<b>CAPÍTULO 2. A POLÍTICA FISCAL EM ECONOMIAS EMISSORAS DE MOEDA SOBERANA .....</b>	<b>45</b>
2.1 O PRINCÍPIO DAS FINANÇAS FUNCIONAIS: de Lerner à MMT .....	45
2.1.1 Política Monetária, Moeda endógena e Taxa de Juro Exógena .....	47
2.1.1.1 Horizontalismo e circuito monetário .....	48
2.1.1.2 Banco central acomodacionista e taxa de juro exógena .....	53
2.1.2 Gastos do Governo em Balanços .....	58
2.1.3 Tributação em Balanços .....	60
2.1.4 A Hipótese da Consolidação e Gastos Precedentes à Tributação .....	61
2.1.5 Política Monetária e o “Efeito Reserva” da Política Fiscal.....	69
2.2 PROFECIA AUTORREALIZÁVEL E POLÍTICA FISCAL .....	71
2.2.1 Por Que Há uma Perspectiva Dominante na Ciência Econômica? .....	72
2.2.2 A Armadilha dos <i>Bond Vigilantes</i> : uma ameaça ao estímulo fiscal?.....	75
2.2.2.1 <i>Bond vigilantes</i> e taxa de juro exógena .....	76
2.2.2.2 A taxa de juro de longo prazo.....	77
2.3 POLÍTICA FISCAL E INFLAÇÃO .....	79
2.3.1 O ELR como Política de Pleno Emprego e Estoque Regulador de Preços .....	80
2.3.2 ELR, Distribuição e Inflação.....	84

2.3.3 ELR, Poder de Barganha e Produtividade do Trabalho .....	86
<b>CAPÍTULO 3. A LIMITAÇÃO MONETÁRIA À POLÍTICA MACROECONÔMICA DOMÉSTICA DE PAÍSES PERIFÉRICOS.....</b>	<b>91</b>
3.1 O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL CONTEMPORÂNEO .....	92
3.1.1 O Padrão libra-ouro e o Padrão dólar-ouro: críticas ao dilema de Triffin .....	93
3.1.2 O Padrão dólar Flexível.....	97
3.2 HIERARQUIA INTERNACIONAL DE MOEDAS, CICLO INTERNACIONAL DE LIQUIDEZ E POLÍTICA MACROECONÔMICA .....	99
3.2.1 Precusores da Atual Literatura da HIM .....	99
3.2.2 A Hierarquia Internacional de Moedas: conceitos centrais.....	101
3.2.3 O Ciclo Internacional de Liquidez .....	103
3.2.4 Moedas Periféricas, Assimetria Macroeconômica e a Dualidade Impossível (Dilema) .....	105
3.2.4.1 Ciclo internacional de liquidez e política monetária .....	107
3.2.4.2 Moeda endógena e taxa de juro exógena na economia aberta: o princípio da compensação.....	111
3.2.4.3 Uma análise crítica da HIM.....	114
3.2.5 A Hierarquia das Políticas Macroeconômicas .....	125
3.3 O ELR E RESTRIÇÃO EXTERNA.....	132
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>135</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>139</b>

## INTRODUÇÃO

Todo ser humano tem direito ao trabalho, à livre escolha de emprego, a condições justas e favoráveis de trabalho e à proteção contra o desemprego (Declaração Universal dos Direitos Humanos, artigo 23, parágrafo 1).

Apesar do reconhecimento do emprego como um direito humano universal, nos habituamos à incapacidade sistêmica de as economias capitalistas manterem pleno emprego da força de trabalho, como ressaltou Keynes (1964). O desemprego involuntário, caracterizado como a situação em que uma parcela da força de trabalho está apta, disposta, disponível e à procura de emprego ao salário vigente sem, no entanto, ser bem-sucedida em sua busca, é um problema econômico e social crônico que impede o desenvolvimento homogêneo de toda a sociedade. Não à toa, economistas se debruçaram sobre tal tema desde a consolidação da economia como disciplina, entretanto, falhando recorrentemente em providenciar solução duradoura, apesar da acirrada disputa entre diversas abordagens e proposições de política econômica.

Em tão intenso debate, a adoção da perspectiva de Keynes, de que o desemprego é uma característica intrínseca ao funcionamento do capitalismo, aparece em contraposição à perspectiva *mainstream* de que o desemprego está essencialmente ligado a dificuldades que impedem o equilíbrio no mercado de trabalho, como a ausência de características desejadas pelas firmas nos trabalhadores disponíveis à contratação ou salário muito elevado. Por outro lado, mesmo entre aqueles que entendem o desemprego involuntário como um fenômeno sistêmico, não há consenso acerca da política econômica ideal para obtenção e manutenção do pleno emprego. Escolas de pensamento “Keynesiano”<sup>1</sup> que dominaram o debate econômico dos anos do pós-Segunda Guerra Mundial até meados da década de 1960, propunham políticas de estímulo à demanda agregada com o objetivo de gerar crescimento econômico e, conseqüentemente, demanda por trabalho.

A partir de sua interpretação da obra de Keynes, Hyman P. Minsky discordava, simultaneamente, dos economistas que tratavam o desemprego como consequência de dificuldades que impedem o equilíbrio no mercado de trabalho bem como daqueles economistas que apontavam para o gerenciamento de demanda agregada como a solução mais adequada ao problema (Bell e Wray, 2004). Apesar de ter sido pelo menos tão explícito quanto Keynes sobre

---

<sup>1</sup> Utilizamos o termo ‘Escolas Keynesianas’ para designar escolas inspiradas na síntese neoclássica da Teoria Geral de Keynes.

o caráter sistêmico do desemprego, os trabalhos de Minsky com essa temática receberam pouca atenção em detrimento de suas mais conhecidas contribuições acerca da instabilidade financeira. Sua principal proposta de combate ao desemprego era a criação de um programa de “Estado Empregador de Última Instância”, resgatada e trazida à tona por economistas que formam uma nova vertente Pós Keynesiana, conhecida como *Modern Money Theory* (MMT).

O Empregador de Última Instância, enquanto parte de uma perspectiva integrada sobre os trabalhos de Minsky, não pode ser tratado como um apêndice pouco (ou nada) relacionado com outros aspectos de suas contribuições. Ao contrário, compartilhamos o entendimento de que no conjunto das contribuições de Minsky está a macroeconomia do pleno emprego. A partir de sua interpretação sobre o funcionamento inerentemente instável das economias capitalistas, estava claro para ele a necessidade de uma política macroeconômica cujo objetivo prioritário fosse a obtenção e manutenção do pleno emprego, desassociado do nível de atividade econômica, i.e., independente das variações do produto da economia. Não se sugere que haja qualquer contraposição entre crescimento econômico e pleno emprego – muito pelo contrário – mas sim, o reconhecimento de que o crescimento pode ser instável para manter pleno emprego duradouro, ao custo econômico e social do desemprego.

Enquanto a MMT pode ser considerada inaugurada com a publicação de *Understanding Modern Money*, por Randall Wray, em 1998, sua base teórica se sustenta sobre a aglutinação de diversas contribuições estabelecidas, em sua maioria, nas primeiras décadas do século XX, por autores como Georg F. Knapp, John M. Keynes, Michal Kalecki, Abba P. Lerner, A. Mitchell Innes e Hyman P. Minsky (Wray, 2015a). Claramente, a MMT compartilha sua origem teórica com outras vertentes Pós Keynesianas.<sup>2</sup> Porém, distingue-se das demais justamente por ser uma continuidade da macroeconomia do pleno emprego, portanto, por atribuir prioridade ao pleno emprego como objetivo da política macroeconômica.

Com efeito, a MMT é composta por duas frentes que caminham lado a lado: a primeira frente trata sobre moeda, política monetária e política fiscal e a outra frente retoma o programa Empregador de Última Instância. Ainda que sejam duas frentes plausíveis de distinção, a macroeconomia do pleno emprego procura justamente integrar o debate sobre autonomia de política macroeconômica e o Empregador de Última Instância. Nesse sentido, não há razão para tratá-las isoladamente. Contudo, alertamos aos leitores que as possibilidades e limitações das

---

<sup>2</sup> Pós Keynesiano é entendido, no decorrer desta tese, de maneira abrangente, seguindo Lavoie (2011). Consideramos Pós Keynesianos todos aqueles que incorporam dois elementos simultaneamente em sua base teórica: PDE e moeda endógena.

políticas monetária e fiscal, esclarecidas pela abordagem da MMT, não estão restritas à implementação do programa Empregador de Última Instância.

A perspectiva da MMT sobre as possibilidades e os limites das políticas monetária e fiscal são decorrência lógica do seu entendimento sobre a natureza da moeda e funcionamento do sistema de pagamentos. A partir do conceito de soberania monetária e utilizando o princípio das Finanças Funcionais, ambos construídos a partir da abordagem chartalista, trata da condução de políticas macroeconômicas domésticas dentro da institucionalidade contemporânea das principais economias capitalistas.

Apesar da clara contraposição ao atual *mainstream*, a MMT deparou-se com a resistência mais forte aos seus princípios fundadores justamente dentro da macroeconomia heterodoxa, especialmente entre os Pós Keynesianos, com quem compartilha suas origens teóricas. Seguramente, a mais importante contribuição original da MMT está na extensão da lógica horizontalista, mais especificamente, da teoria do circuito monetário, à realização de pagamentos da e para autoridade fiscal das economias. Em outras palavras, enquanto o Pós Keynesianismo debateu minuciosamente, durante décadas, a criação endógena de moeda através dos gastos do setor privado, apenas a partir dos trabalhos da MMT passou-se a tratar os gastos do governo e a tributação a partir dessa mesma lógica. No entanto, assim como o debate horizontalista/circuitista ainda não está superado, ao avançar a partir dessa posição teórica, a MMT encontra resistência ainda maior para aceitação de suas proposições teóricas.

Ainda que uma parcela dos Pós Keynesianos tenha incorporado a principal contribuição MMT – a ideia de que o Estado não está financeiramente limitado para realizar gastos em sua própria moeda – as críticas veementes direcionadas à MMT demonstram que o postulado da restrição orçamentária do governo<sup>3</sup> não foi completamente superado dentro do Pós Keynesianismo. Por conseguinte, não podemos considerar ponto pacífico que o governo possui autonomia para realização de políticas monetária e fiscal, que o governo não depende de receitas prévias para gastar e, finalmente, que a taxa de juro não é determinada por resultados orçamentários do governo ou pela trajetória da dívida pública.

Ademais, como mencionado acima, a MMT traz consigo uma proposição de política macroeconômica baseada na perspectiva de Minsky, que apontava para necessidade de desassociar a taxa de emprego e o nível de atividade econômica do setor privado. Nesse sentido, a MMT pode ser entendida como um deslocamento (ou pelo menos uma tentativa) do eixo central do debate contemporâneo da macroeconomia heterodoxa, que gira em torno das teorias

---

<sup>3</sup> Termo utilizado por Parguez (2002, p. 84): “*Postulate of State Budget Constraint.*”

de crescimento e distribuição, recolocando o emprego como ponto focal de sua análise. Isso não significa que as contribuições da MMT estejam desconectadas de temas como crescimento e distribuição, mas apenas que a sua inserção no debate está pautada por outra preocupação. Assim como com a contribuição teórica, a proposição de política macroeconômica da MMT também enfrenta críticas intensas, principalmente de seus pares Pós Keynesianos, que recorreram em algumas ocasiões, como mostramos no segundo capítulo, à economia neoclássica para sugerir a inevitabilidade da inflação que resultaria do Empregador de Última Instância.

Aspectos relativos à economia aberta também surgiram como pontos de questionamento de algumas vertentes Pós Keynesianas, especialmente de países periféricos, que colocam em dúvida a suficiência da abordagem da MMT para lidar com o constrangimento sobre a autonomia da política macroeconômica, imposto por um sistema monetário internacional (SMI) marcadamente hierarquizado e assimétrico. Destacamos a literatura da Hierarquia Internacional de Moedas (HIM) como o principal grupo que aponta a restrição da aceitação das moedas de países periféricos, ao nível global, como o mais importante limitador de suas políticas macroeconômicas domésticas, principalmente a política monetária (Paula *et al.*, 2017). Por algum tempo, autores da HIM mantiveram uma crítica informal à MMT, sem trabalhos publicados que sistematizassem os pontos de divergência. Não raro, a crítica à MMT era resumida a uma única frase: o Brasil não emite dólares.

Mais recentemente, autores da literatura da HIM passaram a criticar formalmente a MMT, como Vergnhanini e Conti (2017) e Prates (2018), esclarecendo os pontos de discordância de maneira mais organizada e possibilitando que o debate possa se desenvolver. Essencialmente, a crítica da HIM sugere que a divergência seria originada na negligência da MMT ao tratar de aspectos monetários internacionais, particularmente a assimetria do SMI, que se concretiza em perda de autonomia da política macroeconômica e, portanto, invalidaria as principais conclusões da MMT para economias que não emitem moeda aceita internacionalmente. Dada a importância e a disseminação das ideias da HIM na heterodoxia brasileira, entendemos que o debate com a crítica estabelecida por esses autores é crucial para aceitação (ou não) das principais contribuições da abordagem da MMT por parte dos Pós Keynesianos brasileiros.

Informados desta crítica, partimos da hipótese de que a divergência entre HIM e MMT está concentrada majoritariamente no tratamento dispensado a aspectos de economia internacional e que, por isso, seria possível incorporar elementos da HIM à MMT. Nosso objetivo central, portanto, é contrapor os princípios fundamentais da MMT e da literatura da

HIM, identificando as divergências e, se possível, detalhar as convergências que permitam a compatibilização entre as duas. A nosso ver, estas duas vertentes Pós Keynesianas possuem ampla possibilidade de diálogo pois, similarmente, apontam a centralidade da moeda na análise sobre a autonomia de condução das políticas macroeconômicas. Esse objetivo está permeado pela pergunta que orienta a presente tese: como a assimetria do SMI contemporâneo poderia impor uma restrição sobre a execução de uma política de Empregador de Última Instância em países periféricos?

Os países periféricos não são um grupo homogêneo e possuem estruturas produtivas extremamente diversas, que implicam restrições igualmente diversas sobre a condução de políticas econômicas domésticas. No entanto, o debate proposto nesta tese, entre MMT e a literatura da HIM, repousa sobre as limitações de natureza monetária no ambiente hierarquizado do SMI contemporâneo. A ausência de liquidez, em âmbito internacional, é característica comum a todas as moedas domésticas emitidas por economias periféricas, apesar dos diferentes níveis de assimetria em relação às moedas centrais. Tal característica das moedas periféricas, por sua vez, poderia impor restrições sobre a condução autônoma das políticas monetária e fiscal de tais países.

Finalmente, alertamos aos leitores que o debate aqui proposto não incorpora características estruturais do mercado de trabalho. Como visamos um debate mais amplo, que seja compatível com as restrições comuns a todos os países emissores de moedas periféricas, de fato seria inviável e pouco acrescentaria ao objetivo estabelecido considerar as diversas estruturas de mercado de trabalho nos diferentes países periféricos. Em outras palavras, a discussão acerca da solução do problema do desemprego se dá ao nível macroeconômico, e não da estrutura do mercado de trabalho.

Para tanto, o restante desta tese se organiza em três capítulos, além desta introdução e de uma seção contendo considerações finais. O primeiro capítulo retoma, de forma sucinta, o princípio da demanda efetiva e a hipótese da instabilidade financeira, a partir de uma leitura baseada na abordagem chartalista da moeda e na hierarquia de dívidas estabelecida por Minsky. Discutimos os gastos autônomos privados e a potencial instabilidade financeira que tanto o consumo quanto o investimento financiados via crédito podem gerar, impossibilitando a manutenção de pleno emprego. Enquanto Minsky dedicou a maior parte de seus trabalhos a explicar a fragilidade financeira oriunda do financiamento do investimento, alguns trabalhos davam indicações da potencial fragilidade que poderia acompanhar o financiamento de gastos de consumo. Trabalhos contemporâneos, como Cynamon e Fazzari (2008, 2012, 2013) aplicam a hipótese da instabilidade financeira original para tratar da fragilidade financeira de famílias.

Por fim, revisitamos os trabalhos iniciais de Minsky sobre o combate à pobreza por meio do pleno emprego duradouro – em meados dos anos 1960 – em que ele dialogava com o programa de erradicação da pobreza, conhecido como *War on Poverty*. Nesses trabalhos, a ideia do Empregador de Última Instância surge como uma proposição de política de pleno emprego que leva em consideração a natureza inerentemente instável da expansão de economias capitalistas. Argumentamos que os trabalhos de Minsky sobre o combate à pobreza, que foram praticamente ignorados até a retomada promovida pela MMT, fazem parte da mesma perspectiva que a conhecida e disseminada hipótese da instabilidade financeira. Procuramos, então, apresentar uma perspectiva que integra os trabalhos de Minsky sobre instabilidade financeira e a proposta do Empregador de Última Instância.

O segundo capítulo inicia tratando sobre a realização de gastos do governo, tributação e política monetária. Na abordagem da MMT, o gasto do governo não está condicionado pela receita tributária e não afeta a taxa de juro, que é exogenamente determinada pelo banco central. A ruptura com a lógica de que tributos financiam os gastos do governo, que a princípio pode não parecer intuitiva, na realidade, segue diretamente a lógica circuitista de que a moeda entra no circuito através de um gasto (do governo, neste caso) e “vaza” do circuito ao retornar ao emissor (através da tributação). Portanto, o gasto do governo, logicamente, precede a tributação.

A seguir, tratamos da profecia autorrealizável conhecida como *bond vigilantes*, que sugere que a crença dos detentores de títulos da dívida pública, influenciada pela teoria *mainstream* poderia desencadear mudanças no preço dos títulos e, conseqüentemente, alterar a taxa de juro quando a política macroeconômica adotada pelo governo for considerada inadequada pelo mercado. Procuramos mostrar que, considerando o comportamento ordinário dos agentes privados e do banco central, nem a taxa de juro de curto prazo e nem a taxa de juro de longo prazo estão sujeitas à essa profecia autorrealizável. Por fim, discutimos o possível impacto inflacionário do Empregador de Última Instância. Tradicionalmente, a abordagem da MMT utiliza a teoria kaleckiana, em que preços são determinados por custos e a inflação é resultado do conflito-distributivo. Mantendo consistência com esses elementos e com a exogeneidade da taxa de juro, utilizamos elementos da teoria monetária da distribuição para argumentar que o Empregador de Última Instância não eleva a inflação permanentemente.

O terceiro capítulo começa com uma apresentação das principais características do SMI contemporâneo e, posteriormente, dos elementos centrais da literatura da HIM. Identificamos, na HIM, duas linhas de argumentação distintas para explicar a falta de autonomia da política macroeconômica imposta pela assimetria do SMI: a primeira linha sugere que a taxa de juro, mediante intervenções cambiais não-esterilizadas, é pressionada para baixo (para cima) por

fluxos de entrada (saída) de moeda estrangeira. A decisão de esterilização, no caso de entrada de moeda estrangeira, por outro lado, implica elevação da dívida pública, que por sua vez afeta negativamente a posição fiscal do governo e a percepção dos investidores internacionais, sendo insustentável ao longo prazo. A conclusão é que a taxa de juro pode fugir ao controle do banco central como consequência dos movimentos do ciclo internacional de liquidez, afetando adversamente a autonomia da política macroeconômica. A segunda linha de argumentação pressupõe justamente o contrário, que o banco central possui total controle sobre a taxa de juro, porém, devido à necessidade de controlar a taxa de câmbio, a política monetária torna-se subordinada à política cambial, e a política fiscal, por sua vez, torna-se subordinada à política monetária.

## CAPÍTULO 1. DA ORIGEM DA MOEDA À HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

*‘Where’s the money to come from?’ ‘The money?’ I said. ‘But surely, Sir John, you don’t build houses with money? Do you mean that there won’t be enough bricks and mortar and steel and cement?’ ‘Oh no’, he replied, ‘of course there will be plenty of all that’. ‘Do you mean’, I went on, ‘that there won’t be enough labour? For what will the builders be doing if they are not building houses?’ ‘Oh no, that’s right’, he agreed. ‘Then there is only one conclusion. You must be meaning, Sir John, that there won’t be enough architects’. But there I was trespassing on the boundaries of politeness. So I hurried to add: ‘Well, if there are bricks and mortar and steel and concrete and labour and architects, why not assemble all this good material into houses?’ But he was, I fear, quite unconvinced. ‘What I want to know’ he repeated, ‘is where the money is coming from’. To answer that would have got him and me into deeper water than I cared for, so I replied rather shabbily: ‘The same place it is coming from now’. He might have countered (but he didn’t): ‘Of course I know that money is not the slightest use whatever. But, all the same, my dear sir, you will find it a devil of a business not to have any’ (Keynes, 1980, p. 264-265).*

A resposta simples fornecida por Keynes à pergunta “de onde virá o dinheiro?”<sup>4</sup> demonstra o seu entendimento sobre uma relação próxima entre moeda e emprego. Seguindo nossa investigação a partir desta explicitada relação, a fim de estabelecer a base teórica desta tese, introduzimos a abordagem chartalista para tratar da origem da moeda moderna. A partir de uma perspectiva baseada na natureza estatal da moeda, revisamos pontos centrais do pensamento Pós Keynesiano, a saber: Princípio da Demanda Efetiva (PDE) e a Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF). Por fim, apresentamos uma interpretação da obra de Minsky, que procura integrar sua mais conhecida contribuição – a HIF – e outra frente de debate em que ele fez numerosas contribuições – combate à pobreza e ao desemprego.

### 1.1 A ORIGEM DA MOEDA NA ABORDAGEM CHARTALISTA

A abordagem chartalista da moeda surgiu com a publicação, em 1905,<sup>5</sup> do livro *Staatliche Theorie des Geldes*, em que Georg Friedrich Knapp cunhou o termo: “[p]erhaps the latin word ‘charta’ can bear the sense of ticket or token, and we can form a new but intelligible adjective – ‘Chartal.’ Our means of payment have this token, or Chartal, form” (1924, p. 32). Tal abordagem consiste, sinteticamente, na doutrina que associa o valor da moeda à sua

<sup>4</sup> O termo ‘dinheiro’ é utilizado apenas devido à sua adequação para a tradução do trecho em destaque. No decorrer da tese, o termo ‘moeda’ é utilizado de maneira indiferenciada de ‘dinheiro’. Na subseção 1.1.2, apresentamos a hierarquia de dívida e apresentamos uma categorização das diferentes ‘moedas’ que existem em uma economia. O termo moeda é adotado como sinônimo de “moeda estatal”, enquanto qualquer outra categoria de moeda está acompanhada de adjetivo específico para designá-la.

<sup>5</sup> Publicado em inglês apenas em 1924, sob o título “*The State Theory of Money.*”

aceitação por parte do Estado na redenção de obrigações não-recíprocas,<sup>6</sup> sejam de cunho jurídico, tarifário ou tributário, devidas a ele pelos seus cidadãos (Innes, 1913). Keynes aceitou abertamente essa abordagem:

*The State, therefore, comes in first of all as the authority of law which enforces the payment of the thing which corresponds to the name or description in the contract. But it comes in doubly when, in addition, it claims the right to determine and declare what thing corresponds to the name, and to vary its declaration from time to time — when, that is to say, it claims the right to re-edit the dictionary. This right is claimed by all modern States and has been so claimed for some four thousand years at least. It is when this stage in the evolution of money has been reached that Knapp's chartalism — the doctrine that money is peculiarly a creation of the State — is fully realized [...] I propose to include as State money not only money which is itself compulsory legal tender but also money which the State or the central bank undertakes to accept in payments to itself or to exchange for compulsory legal-tender money [...] For example, the Federal Reserve Bank notes in the United States are only 'optional' money. Knapp accepts as 'money' — rightly, I think — anything which the State undertakes to accept at its pay-offices, whether or not it is declared legal tender between citizens (1971, p. 4-6).*

Notamos que mesmo cabendo ao Estado o poder de definir o que é moeda, a simples declaração por meio de lei de curso forçado não é suficiente ou necessária para o exercício de tal prerrogativa estatal (Lerner, 1947, Tcherneva, 2006, Wray, 1998a). O chartalismo, ao contrário, argumenta que mesmo uma moeda que não tenha uso legalmente imposto, desde que seja aceita pelo Estado como forma de pagamento de obrigações tributárias, terá aceitabilidade geral dentro da economia. Essa é a abordagem chartalista conhecida como *tax-driven money*. Ressaltamos que a MMT não sugere que a imposição de obrigações tributárias é a única explicação possível para a aceitação da moeda estatal. Ao contrário, a única afirmação é que a imposição de obrigações tributárias é condição suficiente, não uma condição necessária (Tymoigne e Wray, 2013).

Apresentada como uma contraposição à perspectiva metalista que atrela o valor da moeda às características físicas do material utilizado em sua confecção (Bell, 2001), a abordagem chartalista só foi desenvolvida no início do século XX graças a avanços nos campos da antropologia e da numismática, que reuniram evidências para uma reconstituição mais precisa da origem da moeda.

---

<sup>6</sup> Usualmente, a abordagem chartalista se refere à aceitação no pagamento de tributos (*Tax-driven money*) como elemento chave na definição contemporânea de moeda. No entanto, aceitação no pagamento de multas, taxas, tarifas e outras obrigações não-recíprocas foram (até mesmo mais) relevantes em outros contextos históricos. No decorrer do texto, nos referimos a obrigações tributárias como sinônimo de todas as obrigações não-recíprocas. Para mais detalhes, ver Wray (2015a).

### 1.1.1 Crédito e Dívida como Natureza da Moeda

A abordagem metalista é a versão mais disseminada e comumente aceita sobre a origem da moeda, em que esta teria surgido a partir da cunhagem, resultando da necessidade de superar as dificuldades trazidas pela troca direta,<sup>7</sup> como a indivisibilidade de mercadorias e o requerimento de dupla coincidência de desejos. Decorre, então, que a função primordial da moeda, nesse caso, seria de meio de troca e, portanto, seria essencial a emergência de uma única mercadoria – para fins de minimizar os custos de transação envolvidos no processo de troca – que cumprisse tal função (North, 1984, p. 12). A definição de qual mercadoria assumiria o papel de meio de troca geral, segundo Menger, teria ocorrido como “*the spontaneous outcome, the unpremeditated resultant, of particular, individual efforts of the members of a society*” (2009, p. 38).

Por se tratar de mercadoria de fácil divisibilidade, descomplicado transporte, longa durabilidade e escassez suficiente para garantir pronta aceitação em praticamente todos os mercados, os metais preciosos teriam assumido, espontaneamente, a função de meio de troca (Menger, 2009, North, 1984). Posteriormente, em sociedades em que a utilização de moedas cunhadas a partir de metais preciosos já estava consolidada, o crédito surgiria como decorrência da sofisticação do sistema de pagamentos possibilitada pelo desenvolvimento dos bancos, com o intuito de substituir o uso dos metais preciosos, conforme Innes (1913) aponta criticamente. Temos, então, resumidamente, de acordo com a versão metalista, que a troca direta deu lugar à utilização de moedas de metais preciosos e, posteriormente, o crédito surgiu como um estágio avançado de sofisticação para reduzir o desgaste da moeda cunhada, além da maior conveniência.

A despeito do que sugere o senso comum, influenciado pela história convencional (abordagem metalista) da moeda adotada pela teoria neoclássica (Wray, 1999), não há qualquer evidência histórica ou antropológica que aponte para a existência de sociedades cujo comércio tenha sido relevantemente baseado na troca direta de mercadorias (Graeber, 2011, Innes, 1913, Wray, 1998a). Ademais, a variedade de moedas de metais preciosos, com diferentes pesos, níveis de pureza e denominação, além do seu alto valor, teriam aumentado os custos de transação para o comércio de compras e vendas de baixo valor (Wray, 1998a).

Evidências antropológicas, ao contrário, indicam que o sistema de crédito e débito já era a forma dominante de liquidação de trocas em 3.500 A.C, na Mesopotâmia, milênios antes do

---

<sup>7</sup> A expressão “troca direta” foi utilizada no decorrer do texto como tradução de “*barter*.”

surgimento da cunhagem (Graeber, 2011) e dos primeiros bancos de depósito. Em detalhado trabalho, Abbot P. Usher (1934) traça os primeiros bancos de depósito ao fim da Idade Média, nas principais cidades comerciantes localizadas no Mar Mediterrâneo, como Veneza e Barcelona. O reconhecimento de depósitos como moeda bancária e, portanto, como meio de pagamento somente ocorreu no século XV. Assim, temos evidências que indicam que o surgimento do sistema de crédito não foi consequência do desenvolvimento dos primeiros bancos, mas, em muito, os precedeu.

John Henry (2004) demonstra que o Egito do período Faraônico, assim como a Grécia antiga (Alla Semenova, 2011), tinha na existência da moeda uma importante relação social, com grande associação a rituais religiosos. Evidências provenientes da Suméria (sul da Mesopotâmia) são especialmente relevantes, devido à sua influência direta sobre a antiguidade clássica (berço da sociedade ocidental moderna) (Hudson, 2004). Durante a Idade de Bronze (4500-1200 A.C), na Suméria, templos e palácios – grandes instituições públicas – eram o centro da vida econômica e já haviam criado um sistema padronizado de contabilidade, cuja unidade monetária básica era o *shekel*. O *shekel*, por sua vez, era uma medida de peso de prata, que expressava a porção mensal de cevada paga aos trabalhadores dos templos e palácios. Funcionava, portanto, como uma maneira das instituições públicas manterem registro da entrada e saída de recursos, bem como para organizar o seu funcionamento interno e para denominar tributos a serem pagos pela população. O pagamento de tais obrigações a templos e palácios, apesar da unidade de medida relativa ao peso da prata, era realizado com a entrega de praticamente todos os tipos de mercadorias, porém, muito raramente a própria prata era utilizada (Graeber, 2011, Hudson, 2004, Wray, 1999).

Para o registro de dívidas, templos e palácios utilizavam placas de argila em que constavam nomes do devedor e do credor, data e quantidade de mercadoria (denominada em *shekel*) a ser entregue como forma de pagamento. Quando o pagamento era efetivado, as placas de argila eram destruídas como confirmação da extinção do débito registrado (Wray, 1999). Dessa forma, a história sobre o surgimento da moeda se confunde com a forma de organização por meio de um sistema de registro de crédito e débito que facilitava o controle sobre os recursos reais produzidos e transacionados. A função original e primordial da moeda, portanto, é a de medir as dívidas, ou seja, de ser unidade de conta. Através dessa perspectiva alternativa, podemos argumentar pelo papel central do setor público, não apenas no surgimento da moeda, mas também em sua existência contemporânea.

### 1.1.2 A Hierarquia de Dívidas

O exemplo reportado acima procura demonstrar a importância das instituições públicas na criação de um sistema de crédito que controlasse fluxos de recursos físicos, essencial também para a organização do comércio como um todo. Com base na unidade contábil estabelecida pelas instituições públicas, comerciantes criavam balanços de dívida dos seus clientes para que esses pudessem honrar seus compromissos em data futura. Essa característica era especialmente importante por se tratar de uma economia predominantemente agrícola, em que os trabalhadores dependiam da colheita para realizar seus pagamentos (Hudson, 2004).

As evidências do papel central exercido por instituições públicas, no estabelecimento da unidade de medida das dívidas da economia, vão ao encontro do que Keynes descreveu como a “prerrogativa chartalista” de definir e redefinir qual a moeda de conta que padroniza a denominação das dívidas (1971, p. 12). O Estado moderno, ao determinar que aceita apenas sua própria moeda (dívida) como pagamento de tributos, garante a generalização do uso de sua moeda na economia. Se estabelece, assim, uma hierarquia em que a dívida emitida pelo Estado (moeda estatal) ocupa o patamar mais elevado, pois é o único ativo capaz de encerrar qualquer dívida e, portanto, ter a aceitação mais abrangente. Além dos mais conhecidos chartalistas, como Knapp, Keynes e Lerner, Minsky concordou explicitamente com essa abordagem:

*In an economy where government debt is a major asset on the books of the deposit-issuing banks, the fact that taxes need to be paid gives value to the money of the economy. The virtue of a balanced budget and a surplus insofar as the commodity value (purchasing power) of money is concerned is that the need to pay taxes means that people work and produce in order to get that in which taxes can be paid (1986, p. 258).*

A moeda, portanto, pode ser entendida como uma relação social de poder, estabelecida por uma relação de dívida/crédito originada através de uma operação entre o balanço de duas unidades econômicas, em que uma emite dívida e a contraparte aceita tal dívida como um crédito em sua carteira de ativos (Bell, 2001, Tcherneva, 2016, Kregel, 2008). A simplicidade da operação levou Minsky (1986) a afirmar que qualquer um é capaz de “criar moeda”, residindo a dificuldade em tê-la aceita. Como Bell (2001) destacou, essa afirmação não é precisa, pois, conceitualmente, a aceitação por uma contraparte é condição necessária no momento da criação da moeda.

A ideia de que qualquer um pode criar moeda, no entanto, não é referência à realidade prática – nem todos conseguem emitir dívida pois não possuem uma contraparte disposta a aceitá-la – mas procura demarcar a existência de uma hierarquia entre as dívidas emitidas dentro

de uma economia, devido à capacidade distinta que cada unidade econômica possui de induzir as demais a aceitarem sua promessa de pagamento na própria carteira de ativos (Bell, 2001).

Famílias e firmas emitem dívidas que são aceitas apenas muito limitadamente e precisam utilizar dívidas emitidas por bancos ou pelo Estado para liquidar a quase totalidade de seus compromissos. Os principais bancos comerciais (aqueles com acesso direto ao mercado interbancário), por sua vez, ocupam uma posição peculiar, pois emitem dívida amplamente aceita como forma de pagamento (moeda bancária), mas ao mesmo tempo realizam compensação entre si e com o governo apenas através de moeda estatal (reservas bancárias). Em outras palavras, bancos aceitam a dívida de famílias e firmas – de baixa aceitação geral – e entregam sua própria dívida para que estes usem como forma de pagamento, em troca de retorno do principal adicionado de juro. Por outro lado, quando seus clientes utilizam a moeda bancária para realizar pagamentos, o banco emissor da moeda bancária precisa compensar o banco cujo cliente está recebendo o pagamento, através da entrega de reservas bancárias. Além disso, quando famílias e firmas pagam suas obrigações tributárias, através do sistema bancário, o banco efetua o pagamento ao governo utilizando moeda estatal (Minsky, 1986, Wray, 2015a).

A moeda estatal, então, ocupa a posição de único ativo da economia capaz de liquidar todas as dívidas dentro do setor privado e entre o setor privado e o Estado. Desde que não haja promessa de conversão da moeda estatal em alguma mercadoria – como seria o caso do padrão ouro – ou em alguma moeda estrangeira, não há dívida acima da moeda estatal na hierarquia de dívidas. Conforme a abordagem *tax-driven*, a aceitação da moeda estatal não está condicionada à alguma promessa de conversão. Uma eventual promessa de conversão (por exemplo, em moeda estrangeira) é uma decisão de política econômica que cabe ao próprio Estado. Então, a posição da moeda estatal no topo da hierarquia das dívidas, está relacionada, em última análise, à imposição de tributos denominados na moeda de conta do Estado, não à promessa de conversão desta em mercadorias ou em moeda estrangeira. Um governo capaz de determinar a moeda de conta, que gasta em sua própria moeda e que impõe obrigações tributária também em sua própria moeda é monetariamente soberano.

## 1.2 O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA E A AUTONOMIA DOS GASTOS

Podemos relacionar a abordagem alternativa acerca da origem da moeda, apresentada na seção anterior, com um dos elementos centrais da teoria Pós Keynesiana: o PDE. Inicialmente, apresentamos o PDE a partir de uma perspectiva puramente teórica para,

posteriormente, na subseção 1.2.1, relacioná-lo ao desemprego involuntário e à abordagem chartalista.

O PDE é uma teoria de determinação do nível de atividade econômica (produto) (Kregel, 1983), partindo de uma identidade contábil entre dispêndio, produção e renda. Tal identidade, no entanto, não deve ser confundida com a própria essência ou conclusão do PDE (Possas e Baltar, 1981).<sup>8</sup> Uma vez verificada a identidade, o PDE estabelece uma relação de causalidade entre essas variáveis, sendo o dispêndio a variável determinante da produção e da renda. Kalecki explicitou essa causalidade, em termos macroeconômicos: *“it is clear that capitalists may decide to consume and to invest more in a given period than in the preceding one, but they cannot decide to earn more. It is, therefore, their investment and consumption decisions which determine profits, and not vice versa”* (2007, p. 46). Do ponto de vista microeconômico, o PDE pode ser traduzido como cada unidade econômica sendo capaz decidir apenas os seus gastos, enquanto suas vendas (renda) são determinadas pelas decisões de gastos das demais unidades. O gasto de uma unidade econômica é a renda (fluxo monetário) de outra unidade econômica (Possas, 1987).

Não apenas a decisão de dispêndio é necessária à venda, mas deve ser entendida como a decisão autônoma dentro da identidade contábil entre compras e vendas. Podemos dizer que todas as decisões de dispêndio são autônomas, em sentido amplo, porém, com variados graus de autonomia, conforme aponta Possas:

De um ângulo estritamente lógico, *todo* gasto é rigorosamente “autônomo” em relação ao correspondente nível de renda prévio, pois este apenas influi em maior ou menor grau sobre o poder de compra, e este por sua vez sobre o gasto; a “autonomia” do gasto é, pois, *geral*, variando apenas de grau, e não uma questão teórica decisiva para expor o princípio da demanda efetiva (1987, p. 55, grifo do autor).

Em uma economia fechada e sem governo, duas categorias de gastos aparecem como possíveis determinantes do nível de emprego: as decisões de investimento das firmas e as decisões de consumo das famílias. De maneira similar, Keynes e Kalecki atribuíram papel de destaque às decisões de investimento como principal determinante das flutuações cíclicas da economia. Considerando as condições verificadas na primeira metade do século XX, quando Keynes e Kalecki desenvolveram suas teorias, assumir que o consumo possuía um baixo grau de autonomia relativamente ao investimento poderia ser uma hipótese realista, devido aos menores canais de crédito ao consumo. As condições atuais, ao contrário, com um sistema de

---

<sup>8</sup> Conforme Possas (1987, p. 47) esclarece, o PDE é utilizado por Keynes e Kalecki “sob distintas roupagens teóricas, mas nem por isso incongruentes.”

crédito ao consumo bem desenvolvido, fazem do consumo um componente de gasto com grande importância na determinação do nível de atividade econômica. Adiante, na seção 1.3, tratamos mais detalhadamente sobre a determinação dos gastos de investimento e consumo. Por ora, procuramos relacionar PDE e abordagem chartalista.

### 1.2.1 Demanda Efetiva, Chartalismo e Desemprego Involuntário

Enquanto o PDE deve ser entendido a partir de uma perspectiva puramente teórica (Possas e Baltar, 1981), como foi apresentado até aqui, sua compreensão pode ser aplicada para lidar com as causas do desemprego involuntário. É com esse intuito que relacionamos esse princípio, que se estabelece como uma teoria de determinação das flutuações do nível do produto (e emprego), com a abordagem chartalista da moeda.

A condição básica para que o PDE seja válido é que estejamos tratando de uma economia monetária da produção, sucintamente definida como uma economia em que a produção tem como objetivo a obtenção de moeda. Tal forma de organização da produção surge apenas com a consolidação da propriedade privada, pois a partir desse ponto, cada indivíduo – ou cada família – é responsável pela sua própria condição de reprodução material. Relativamente ao que se verificava em sociedades organizadas por laços de reciprocidade, a propriedade privada impõe aos indivíduos, incerteza sobre suas condições futuras de subsistência (Wray, 1993, p. 10-15).

Àqueles indivíduos incapazes de produzir o suficiente para própria subsistência, resta recorrer à tomada de empréstimo dos meios necessários à sua sobrevivência com outros produtores privados ou instituições públicas detentoras de recursos. Tanto a mensuração da dívida, como apresentado acima, quanto a determinação do que deve ser entregue para sua liquidação são estabelecidos pelo Estado<sup>9</sup> (Keynes, 1981). Retomamos, então, o raciocínio sobre a existência de uma hierarquia de dívidas, em que a dívida emitida por cada unidade econômica possui uma aceitação diferente, sendo a dívida emitida pelo Estado aquela de maior aceitação.

Com efeito, em economias monetárias da produção, a moeda estatal surge como o único ativo capaz de liquidar todas as dívidas e, portanto, de atenuar as incertezas oriundas do surgimento da propriedade privada. Outras dívidas também podem ser capazes de reduzir a

---

<sup>9</sup> Em sociedades mais antigas, em que o Estado moderno ainda não estava plenamente constituído, como é o caso do exemplo citado da Suméria, alguma forma de autoridade central exercia tais funções de maneira similar ao Estado moderno.

incerteza, porém, apenas conforme forem mais facilmente conversíveis em moeda estatal (Parguez, 2002, 2011). Para lidar com essa característica das dívidas emitidas por famílias, firmas e até mesmo bancos, utilizamos o conceito de liquidez.<sup>10</sup> De maneira direta, um ativo é considerado mais líquido conforme for mais rapidamente conversível em moeda estatal (que possui a mais elevada liquidez entre todos os ativos da economia), sem resultar em perdas significativas ao seu detentor (Wray, 1994).

Assim, a liquidez das diversas dívidas que podem ser emitidas depende das expectativas formadas de acordo com as condições econômicas e da conversibilidade de tais dívidas em moeda, não estando relacionada a alguma característica intrínseca que possuam. A liquidez de ativos, portanto, é uma característica que muda de acordo as expectativas dos agentes e apenas pode ser medida em relação à conversibilidade em moeda estatal. Entendemos, então, que a liquidez de todos os ativos deriva, originalmente, da liquidez da própria moeda estatal e, conforme as unidades econômicas decidem aplacar suas incertezas relacionadas ao futuro através da posse de ativos mais líquidos, optam, individualmente, por não realizarem gastos – de consumo ou de investimento – reduzindo o nível de emprego na economia. É, portanto, essa a origem sistêmica do desemprego involuntário em economias monetárias da produção (Keynes, 1964, p. 235).

Contudo, a consagrada definição de liquidez pode ser inadequada para tratar da liquidez da própria moeda estatal. Como vimos, a liquidez das diversas dívidas da economia é medida em relação à moeda estatal, por isso, seria uma tautologia explicar a liquidez da própria moeda estatal da mesma maneira. Em outras palavras, moeda já é moeda e, por isso, não incorre em nenhum lapso temporal para se tornar moeda. Essa definição é equivalente a dizer que moeda é líquida porque já é moeda. Não expressa, portanto, nenhum atributo peculiar desse ativo.

Argumentamos que o prêmio de liquidez da moeda deve residir na sua própria natureza enquanto criatura do Estado. Ao impor obrigações tributárias aos indivíduos, o Estado se torna um credor geral. Apenas a obtenção da dívida do Estado capacita os indivíduos a extinguirem a dívida originalmente imposta sob a forma de obrigações tributárias, tornando a moeda o ativo mais desejado e generalizadamente aceito dentro da economia. A liquidez da moeda e, por derivação, das outras dívidas da economia são originadas na capacidade do Estado de impor obrigações tributárias ao setor privado (Kregel, 2008, p. 135-136).

Como o desemprego involuntário sistêmico foi, anteriormente, associado à existência de ativos líquidos, a moeda chartal (*tax-driven money*) é a causa última do desemprego em

---

<sup>10</sup> O conceito de liquidez pode ser aplicado em variados níveis de abstração. Neste caso específico, nosso desejo é tratar da liquidez de ativos, incluindo a própria moeda.

economias monetárias da produção. Ao associarmos o PDE, como princípio determinante do nível de emprego, ao chartalismo, para explicar a liquidez da moeda, temos uma explicação mais detalhada sobre a origem do desemprego involuntário que acompanha sistematicamente economias monetárias da produção, compatível com a explicação sugerida por Keynes na Teoria Geral (TG), que acreditamos servir como um importante complemento aos propósitos desta tese.

### 1.3 HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA: CASO ESPECÍFICO OU INTERPRETAÇÃO GERAL?

Minsky, a partir da influência das teorias de Keynes e Kalecki, apresentou a conhecida hipótese da instabilidade financeira (HIF) para incluir a forma de financiamento (formação de estrutura de passivos) como um importante elemento na determinação dos gastos de investimento (1975). A versão mais explorada da HIF, trata a formação da estrutura de passivos de firmas não-financeiras como fator de fragilização financeira e, por conseguinte, como explicação para as flutuações cíclicas da economia. Em grande parte, isso se deve ao fato de que em duas de suas principais obras, *John Maynard Keynes*, de 1975, e *Stabilizing an Unstable Economy*, de 1986, (e também em boa parte de seus demais trabalhos) Minsky apresentou a HIF utilizando o instrumental microeconômico da firma representativa, aplicando o sistema de dois preços para tratar da influência do endividamento sobre a instabilidade intrínseca ao investimento e, portanto, ao nível de atividade.

Nossa interpretação, no entanto, é que o destaque dado por Minsky aos determinantes do gasto de investimento pode ser explicado, em parte, pela influência de Keynes e Kalecki, que destacaram o investimento como principal determinante do nível de atividade econômica e, em parte, pelo contexto em que a HIF foi elaborada, com o crédito ao consumo sendo, ainda, muito restrito (apesar de crescentemente relevante). Não obstante a especificidade do formato mais conhecido da HIF, é possível entendê-la como uma interpretação geral sobre o funcionamento de economias capitalistas, que pode ser utilizada para tratar tanto do investimento quanto do consumo, além de estar relacionada também ao entendimento chartalista acerca da natureza da moeda. Apresentamos, nas subseções que se seguem, a HIF em sua forma mais tradicional – lidando com o endividamento das firmas não-financeiras –, a sua aplicação sobre o endividamento das famílias para consumo e, finalmente, sua forma mais abstrata, relacionada à hierarquia de dívidas e ao chartalismo.

### 1.3.1 A Determinação do Investimento e a Hipótese da Instabilidade Financeira

Apontado por Keynes e Kalecki como o principal determinante das flutuações cíclicas do nível de atividade da economia, o gasto de investimento é o mais instável dentre os componentes de demanda. A instabilidade do investimento, por sua vez, pode ser, inicialmente, ligada à durabilidade dos bens de capital, que ao contrário dos bens de consumo, possuem grande vida útil em sua função de produzir, incorporando as expectativas futuras nos preços relevantes à determinação desse tipo de gasto (Keynes, 1964, Kregel, 1997a). O preço de oferta de capital, que é o preço mínimo pelo qual o produtor está disposto a produzir tal bem, é dado pelo custo de produção adicionado *mark-up*, determinado pela estrutura concorrencial (Keynes, 1964, Minsky, 1986).

Devido à durabilidade dos bens de capital, no entanto, o custo de uso também deve ser considerado, sendo este o elemento que incorpora as expectativas na formação do preço de oferta, pois trata-se da diferença entre o custo de manter o bem de capital ocioso (porém, em boas condições de uso) e o retorno líquido esperado por sua utilização no futuro. Além da influência das expectativas de rendimento futuro sobre o custo de uso e, conseqüentemente, sobre o preço de oferta do capital, o preço de demanda do capital é calculado pelas expectativas de retorno futuro do capital trazidas ao valor presente. A comparação entre esses dois preços traduz o (des)incentivo à realização de investimento, a depender de quanto o preço de demanda supera (fica abaixo do) o preço de oferta. (Keynes, 1964, Kregel, 1997a).

Os preços de oferta e demanda, discutidos por Keynes, não consideravam a forma de financiamento utilizada para a realização do investimento. Kalecki, por sua vez, incorporou à determinação do investimento a forma de financiamento do gasto através do “Princípio do Risco Crescente”, em que o volume de capital externamente financiado (ou seja, fontes que não sejam o capital próprio da firma) e o risco de credores e devedores são positivamente correlacionados. Isso, porque quanto maior o capital externamente financiado, maior o impacto sobre o balanço patrimonial do devedor e do credor, no caso de insucesso do empreendimento. Além disso, a venda súbita de ativos como fábricas ou máquinas, comumente, implica perdas monetárias ao vendedor. Por isso, o capital investido deve ser considerado ilíquido, ocasionando perda de liquidez ao investidor e, na eventualidade de necessidade de tomada de novos empréstimos, o investidor é obrigado a pagar taxa de juro mais elevada do que a de mercado (1937).

A partir da influência dessas ideias, Minsky desenvolveu a HIF, que procura adicionar à determinação do investimento a influência da forma de financiamento da aquisição de ativos

de capital sobre o volume total de capital investido (1975), com lógica similar ao “Princípio do Risco Crescente.” Minsky propôs que o sistema de dois preços, de demanda e oferta de capital, incorporasse os riscos dos credores e devedores, bem como a formação de uma margem de segurança por ambos. A relação entre esses dois preços determina o tamanho do estímulo (ou desestímulo) à decisão de investir:

*Business cycles result from a dance of these two price levels, even as the price of a unit of money is fixed at one. One key problem of economic policy is to fix the economy so that the two price levels are such that there is an appropriate amount of investment: this requires that both realized and expected profit flows be high enough so that capital-asset prices exceed the supply prices of investment output (Minsky, 1986, p. 160).*

A utilização de fontes externas de financiamento ao investimento implica um fluxo de pagamento futuro que deve ser realizado ao credor. Esse movimento altera a determinação dos preços de demanda e oferta de capital e, conseqüentemente, o volume de investimento em um dado período. A maior (menor) proporção de capital próprio em relação ao total de capital investido implica menor (maior) importância da estrutura de passivos na determinação de tais preços. A comparação entre o fluxo de quase-renda gerado/esperado pela aquisição do ativo de capital e o fluxo de pagamentos gerado pela contratação de dívida permitiu a Minsky criar uma taxonomia para descrever as posturas financeiras das firmas endividadas. *Hedge Finance* corresponde à postura daquelas cujo fluxo de retorno líquido esperado (pela propriedade do capital) é suficiente para honrar os compromissos financeiros assumidos no momento do investimento. *Speculative Finance* consiste na postura em que o fluxo de caixa esperado é suficiente para pagar o juro da dívida, mas não para amortizar o principal. Por fim, *Ponzi Finance* se refere àquelas unidades econômicas em que nem o retorno líquido esperado nem a venda de ativos líquidos é suficiente para pagar, na integralidade, o serviço da dívida (Minsky, 1986, Tymoigne e Wray, 2014).

Emprestadores e tomadores de empréstimos possuem riscos originados na operação de financiamento de gastos e, por isso, adotam margens de segurança para protegerem seus balanços, em caso de fracasso na promessa de pagamento. Portanto, as margens de segurança são estabelecidas de acordo com as expectativas individuais de cada credor e de cada devedor, cujos balanços interagem em uma relação de financiamento das posições de capital. A fragilidade financeira é construída a partir do comportamento de emprestadores e tomadores de empréstimos no estabelecimento das margens de segurança, que por sua vez, está atrelado ao estado corrente das expectativas e pelo histórico recente de inadimplência dos potenciais

contratantes do empréstimo (Kregel, 1997b). Assim como os investidores (tomadores de empréstimos), os bancos (emprestadores) podem se deixar contaminar pelo otimismo associado à fase de expansão do ciclo (Minsky, 1986) e, como resultado, reduzir sua margem de segurança. Logo após uma crise, ao contrário, tanto emprestadores quanto tomadores de empréstimos estão cautelosos e pouco propensos a aceitar riscos e, por isso, adotam margens de segurança que garantem a solidez de suas posições. Conforme a economia segue por uma etapa de recuperação e estabilidade, comumente, há uma melhora no histórico dos devedores e aumento da quantidade de “bons pagadores” (Kregel, 1997b).

No sistema de dois preços, o estabelecimento desta margem de segurança e adição dos riscos do credor e do devedor se traduz, por um lado, em uma adição ao preço de oferta do capital (Keynes, 1964, Minsky, 1986). Por outro lado, o devedor não tem uma taxa pela qual possa aumentar sua margem de segurança e, portanto, para fazer isso, reduz sua expectativa de retorno e, conseqüentemente, o preço de demanda do capital. Se o devedor reduzir suas expectativas de retornos para o investimento – queda do preço de demanda do capital – é mais provável que suas expectativas de retorno se concretizem (Minsky, 1986). A elevação do preço de oferta e a queda do preço de demanda do capital fazem o volume de investimento ser menor do que aquele que se verificaria sem o estabelecimento das margens de segurança. A adoção de margens de segurança prudentes arrefece o crescimento do endividamento e consolida posturas financeiras mais sólidas.

Conforme a economia passa por uma fase de expansão, as expectativas dos empresários se tornam gradualmente mais otimistas, pois todos os fluxos de retorno previstos estão se concretizando (Keynes, 1964). Assim, a queda do preço de demanda pelo aumento do volume de capital investido passa a ser menor, em decorrência dessa expectativa que pode se verificar exageradamente otimista, que resulta em redução da margem de segurança do devedor. Simultaneamente,<sup>11</sup> credores também têm expectativas exageradamente otimistas e facilitam a realização de empréstimos ao cobrar uma taxa de juro mais baixa, fazendo com que o preço de oferta do capital seja menos sensível ao aumento do volume de capital. Esse comportamento dos dois preços durante a fase de expansão reflete a disposição especulativa tanto do empresário quanto do banqueiro (Minsky, 1986).

A crescente estrutura de passivos, que emerge com o financiamento por endividamento, é *validada* por decisões de novos investimentos tomadas em um contexto de elevado otimismo. A ideia de validação, estabelecida por Minsky, cumpre papel essencial para explicar o contínuo

---

<sup>11</sup> Minsky aponta que banqueiros e empresários vivem no mesmo estado de expectativas, por isso, o otimismo de devedor e credor, usualmente, são simultâneos (1986, p. 255).

crescimento do endividamento. A validação de decisões passadas de endividamento através de decisões correntes de investimento não é sinônimo de sustentabilidade, mas apenas que as condições correntes da economia validam as decisões passadas. Em outras palavras, as condições correntes podem se alterar e as decisões que antes eram continuamente validadas deixam de sê-lo. O crescente nível de endividamento pode levantar dúvidas sobre a capacidade de pagamento das unidades privadas e, conseqüentemente, alterar a expectativa e dificultar a realização de financiamentos para novos investimentos, colocando em xeque a continuidade da expansão econômica (Minsky, 1992).

Com efeito, a melhora no histórico de adimplência dos devedores leva a uma propensão dos emprestadores a aceitar a realização de financiamentos de projetos com retornos mais incertos, que por sua vez desgasta gradualmente as margens de segurança conforme a economia se expande, resultado dos próprios gastos viabilizados pelo crédito. Seguindo a redução das margens de segurança, a fragilidade financeira pode crescer com a passagem do predomínio da postura *hedge* para postura especulativa. As novas decisões de investimento através de financiamento são necessárias para validar os financiamentos realizados por outras unidades econômicas no passado. Em outras palavras, aqueles que financiaram gastos de investimento no passado precisam que novos gastos com investimento sejam realizados no presente para obter os fluxos de renda necessários para honrar os compromissos de pagamento assumidos (Minsky, 1986).

Diante de uma trajetória expansiva da economia, credores e devedores ficam mais inclinados a posições mais arriscadas em seus balanços, fazendo com que a posição predominante nas diversas unidades econômicas passe de *hedge finance* para *speculative finance* ou *ponzi finance*. Como explicam Tymoigne e Wray (2014), é a predominância das posições *speculative* e *ponzi* entre as unidades econômicas que pode desencadear um processo de *debt-deflation*, não o alto nível de endividamento da economia em relação à renda. Devido ao predomínio de posições frágeis, as condições favoráveis de financiamento, associadas à pequena margem de segurança imposta pelos credores, que permitiam a validação das decisões passadas de endividamento, deixam de existir, forçando muitas unidades econômicas a liquidarem ativos para honrar compromissos financeiros. Se inicia, assim, um processo de deflação de ativos, que dificulta ainda mais a obtenção de fundos para liquidação de dívidas e que afeta os balanços de unidades econômicas *hedge*, que podem passar para posições *speculative* ou *ponzi*.

Assim, a própria expansão da economia é responsável pela criação da fragilidade que, em última instância, pode levar a crises (a depender de outros fatores, como a política

econômica adotada) (Minsky, 1973). Minsky foi enfático ao dizer que “[s]erious business cycles are due to financial attributes that are essential to capitalism” (1986, p. 194).

### 1.3.2 Autonomia do Consumo e uma Nova Fonte de Instabilidade

Seguindo nossa linha de argumentação, de que a HIF é parte de uma interpretação geral da dinâmica capitalista, consideramos ser possível aplicá-la para tratar da possibilidade de uma expansão econômica liderada pelo crescimento do consumo. Minsky sugeriu a possibilidade de tal aplicação, porém, pouco desenvolveu nesse sentido (1982). O crédito para financiar o consumo das famílias – em escala significativa – é um fenômeno razoavelmente recente, por isso, poucos exemplos históricos podem ilustrar tão bem uma expansão liderada pelo consumo quanto o período que ficou conhecido como “*Consumer Age*.”<sup>12</sup> Trata-se de um período em que o crescimento foi liderado, em grande parte, pela pujança do consumo das famílias dos EUA, entre meados dos anos 1980 e o ano de 2007 (Cynamon e Fazzari, 2008, 2012, 2013).

No caso de uma expansão liderada pelo consumo, duas possibilidades se colocam para explicar a autonomia desse gasto. A primeira possibilidade consiste em aumento do consumo devido a uma melhora na distribuição de renda. Assumindo que a propensão a consumir a partir dos salários é maior do que aquela a partir dos lucros, uma redistribuição em favor do primeiro implica *ceteris paribus* crescimento da propensão marginal a consumir. Não há, no entanto, um consenso na teoria heterodoxa de crescimento acerca de efeitos permanentes de mudanças na distribuição de renda sobre a taxa de crescimento. Nos modelos Kaleckianos, a distribuição de renda pode afetar a taxa de crescimento através de alterações no grau de utilização do capital, ao passo que em modelos Sraffianos, o grau de utilização tende ao normal e, portanto, não é alterado, no longo-período, por variações na distribuição de renda. De maneira mais simples, modelos Kaleckianos argumentam que choques distributivos podem ter efeitos de longo prazo sobre a taxa de crescimento, enquanto modelos Sraffianos consideram que a distribuição possui apenas efeito de nível sobre o produto e, portanto, alteram a taxa de crescimento apenas temporariamente (Serrano e Freitas, 2017). Ademais, devemos considerar que a distribuição de renda possui limitações de ordem política que dificultam a sua utilização como motor do crescimento.

A segunda possibilidade foi explicada por Barba e Pivetti da seguinte maneira:

---

<sup>12</sup> O termo *Consumer Age* foi utilizado em trabalhos de Cynamon e Fazzari (2008, 2012, 2013).

*through household indebtedness it is possible to bring about the best outcome from the point of view of the capitalist system, i.e. that through household debt low wages can be brought to coexist with high levels of aggregate demand, without it being necessary, for this coexistence to be persistently ensured, to have recourse to state intervention and bigger government* (2009, p. 126-127).

Em outras palavras, o consumo financiado através do endividamento das famílias pode expandir o nível de atividade durante um período não negligenciável, como foi o caso da *Consumer Age*, sem que haja necessidade de aumento da participação do salário na renda (redistribuição em favor dos salários). Nos concentramos, então, nas consequências desta segunda possibilidade.

Enquanto o comportamento de firmas (proprietários de riqueza) de tomar empréstimos para financiar seus gastos de investimento é motivado pela expectativa de retornos monetários, tal *rationale* não é adequada para lidar com as motivações do financiamento do consumo. Nesse sentido, Cynamon e Fazzari (2008, 2012, 2013) sugere que quatro elementos, conjuntamente, explicam o comportamento das famílias em expandir sua estrutura de passivos com o objetivo específico de financiar seus gastos de consumo: (1) as preferências dos consumidores determinadas por *norma de consumo*; (2) a mídia de massa que atinge públicos com níveis de renda distintos; (3) o comportamento financeiro definido por *norma financeira*; e (4) mudanças institucionais que permitiram inovações financeiras (novas modalidades de financiamento para as famílias). Cada um desses elementos é apresentado abaixo.

Duesenberry (1949, p. 19), em trabalho pioneiro, sugeriu uma forma alternativa para lidar com o comportamento dos consumidores, dizendo que “[a] *real understanding of the problem of consumer behavior must begin with a full recognition of the social character of consumption patterns*”. Diferente do agente atomístico, da economia convencional, com preferências individuais dadas, o consumidor real tem suas preferências moldadas por *normas sociais*, que sugerem a possibilidade de sanções sociais (positivas ou negativas) para a adoção de um determinado comportamento sem, no entanto, que tais sanções sociais sejam imperativas para que os indivíduos sigam as normas, uma vez que muitos indivíduos as internalizam (Dequech, 2014). O conceito de norma social, então, pode ser aplicado ao caso específico do comportamento dos consumidores, dando lugar à *norma de consumo*.

A existência da norma de consumo significa que as preferências do indivíduo são determinadas pelo consumo que ele considera normal, baseado no grupo social com o qual se identifica. Em outras palavras, o padrão de consumo de amigos, familiares, vizinhos e outros círculos sociais que o indivíduo considera relevantes tem grande importância nas suas próprias decisões de consumo (Cynamon e Fazzari, 2012, 2008). Enquanto a adoção de um padrão de

consumo que o indivíduo considera compatível com seu círculo social relevante fortalece seu sentimento de identidade com tal grupo social, a falha em acompanhar a norma de consumo pode significar sanções sociais negativas. Por se tratar de uma norma social e, conseqüentemente, ser internalizada por uma parcela relevante dos indivíduos, as decisões de gastos de consumo se tornam um hábito (Thaler e Shefrin, 1981).

A mídia de massa, por sua vez, é capaz de alterar a norma de consumo ao modificar a perspectiva de identificação individual com grupos sociais. O'Guinn e Shrum (1997) apontam um viés para cima, em termos de renda, na realidade apresentada pela mídia de massa, sem que o público perca familiaridade com as representações às quais é exposto. Surge, a partir desse viés, uma norma de consumo inflada para a maior parte dos indivíduos que têm uma renda inferior à realidade retratada na mídia de massa, mas que se identificam com os grupos sociais nela apresentados (Schor, 1998). Isso ocorre porque a inclusão da mídia de massa na determinação da norma de consumo altera o grupo de identificação do indivíduo para um nível de renda acima da média da população. Assim, os indivíduos tendem a viver em um padrão de consumo que não é compatível com a sua própria renda, porque são expostos e se identificam com grupos sociais cuja renda é mais elevada (Cynamon e Fazzari, 2012, 2008).

De modo análogo à norma de consumo, podemos aplicar o conceito de norma social como um determinante do comportamento financeiro dos indivíduos para estabelecer a existência de uma *norma financeira*. A opção de tomar empréstimos (e, principalmente, quanto empréstimo) para financiar o consumo está relacionada ao grupo de identificação do indivíduo. As práticas financeiras adotadas no grupo social relevante que cerca cada indivíduo (amigos, familiares, entre outros) passa a ser encarado como o comportamento “normal.” Por exemplo, um indivíduo inserido em um grupo social em que o endividamento familiar é comum pode enxergar esse comportamento financeiro como a norma, se sentindo impelido a adotar comportamento similar, sem reflexão sobre a sustentabilidade de sua conduta. Hábitos de práticas financeiras enrijecem e eliminam parte da discricionariedade no processo de decisões financeiras dos indivíduos (Cynamon e Fazzari, 2008, Thaler e Shefrin, 1981).

Por sua vez, mudanças institucionais que ocorreram no último quarto do século XX, e permitiram inovações financeiras que criaram modalidades de financiamento para famílias, estão intimamente ligadas a alterações na *norma financeira*. A interação entre tais mudanças institucionais e a norma financeira determina quais práticas financeiras são consideradas responsáveis, independentemente de sua real sustentabilidade. Como relata Barba e Pivetti (2009), inovações financeiras, por exemplo, permitiram que as famílias extraíssem parte do valor dos seus imóveis para financiar gastos com consumo de não-duráveis. Gradualmente,

famílias incorporaram essa inovação financeira, que passou a ser considerada o comportamento “normal” para a maioria das famílias americanas, nas últimas quatro décadas.

De maneira sintética, Cynamon e Fazzari apresenta o comportamento do consumidor, em um contexto de estagnação do salário real, baseado nesses quatro elementos:

[...] we view consumption and debt choices as driven to an important extent by social interaction. A family, in isolation, might choose a more conservative financial path, but the influence of others, both those who have a physical presence and those whose lifestyles are piped in through the media, drives both consumption and debt higher. These behaviors may be driven less by a carefully laid optimal financial plan than by evolving social norms that guide choices [...] (2012, p. 145).

Se o comportamento das famílias, moldado pelos quatro elementos apresentados acima, não poderia ser considerado sustentável, qual foi a base para a continuidade desse processo durante um período como a *Consumer Age*? A chave para a resposta está no conceito de validação, já apresentado anteriormente. No caso do investimento, decisões correntes de gasto são necessárias para validar as decisões passadas de financiamento.<sup>13</sup> Da mesma maneira, as decisões de financiamento para o consumo precisam ser validadas de alguma maneira. No caso americano, as condições de financiamento participaram decisivamente no processo de validação do endividamento das famílias, com a manutenção de baixa taxa de juro, empréstimos em termos crescentemente favoráveis e contínuo e acelerado aumento do preço dos imóveis (Cynamon e Fazzari, 2013, 2012, 2008).

Esses quatro elementos apontados foram responsáveis por um fenômeno peculiar, notado por Barba e Pivetti (2009), em que o crescimento da desigualdade de renda não foi acompanhado por um aumento da disparidade entre o consumo das famílias de diferentes níveis de renda. A pujança do consumo foi possibilitada pelo crescente endividamento das famílias e foi a principal fonte de demanda efetiva para a economia mundial durante a *Consumer Age*. Simultaneamente, o aumento do endividamento em relação à renda disponível das famílias seguiu a conhecida trajetória de fragilidade financeira crescente. Assim como as firmas, famílias podem seguir da postura *hedge finance* para a postura *speculative finance* e chegar na posição *ponzi finance*. Mudanças na conjuntura econômica podem significar o fim das condições que anteriormente validavam o comportamento financeiro das famílias e desencadear uma crise de dívida privada, como a que acometeu a economia dos EUA em 2007/2008.

---

<sup>13</sup> Ver, por exemplo, Minsky (1986).

### 1.3.3 Hipótese da Instabilidade Financeira e a Hierarquia de Dívidas

Como procuramos apresentar nas duas subseções anteriores, a HIF pode assumir características distintas ao lidar com diferentes tipos de gastos – investimento e consumo – e com diferentes contextos institucionais. Assim, argumentamos que a HIF não possui uma forma definitiva, pois é sempre histórica e institucionalmente determinada, ou seja, o ciclo derivado do endividamento das unidades econômicas privadas não se repete sempre da mesma maneira, pois depende das instituições prevalecentes no período, da política econômica adotada pelo governo, da legislação existente, entre outros fatores. Contudo, a HIF possui uma lógica que se aplica aos diversos cenários, seja de uma expansão liderada pelo investimento ou pelo consumo, e que independe de mudanças institucionais (Dymski e Pollin, 1992).

Para apresentar essa versão mais abstrata da HIF, aplicável a qualquer economia capitalista, é necessário retomar a ideia da hierarquia de dívidas e a distinção entre a liquidez da moeda e a liquidez dos demais ativos financeiros, discutidas nas subseções 1.1.2 e 1.2.1, respectivamente. As dívidas emitidas pelas diferentes unidades econômicas são utilizadas para mobilizar recursos reais, porém, uma marcada hierarquia diferencia quais dívidas possuem maior aceitabilidade (Minsky, 1986, Bell, 2001, Tcherneva, 2016). Na ocasião de financiamento de seus investimentos, as firmas emitem dívida em seus balanços, a qual é recebida como um ativo no balanço do credor, de modo semelhante ao que as famílias fazem para financiar consumo. As dívidas emitidas por essas unidades econômicas, no entanto, estão nas posições mais baixas dentro do espectro da hierarquia de dívidas, pois são as de menor aceitabilidade.

Diferentemente da moeda estatal, cuja liquidez não é dependente da conversibilidade em outros ativos ou mercadorias, as dívidas emitidas pelas firmas e famílias têm a liquidez dependente da rapidez de conversão em moeda estatal sem perda relevante de valor. A liquidez dessas dívidas, então, se altera de acordo com a expectativa de conversibilidade dos credores, que por sua vez é determinada pelas condições econômicas correntes (Wray, 1994).

Conforme a economia passa por um período de estabilidade (expansão econômica), a expectativa de conversibilidade rápida e sem perda de valor das dívidas emitidas por firmas e famílias se torna mais otimista. Assim, os credores têm uma expectativa reduzida sobre a liquidez da qual estão abrindo mão ao aceitarem dívidas de firmas e famílias em seu balanço, e acabam reduzindo a taxa de juro cobrada – reduzindo também sua margem de segurança (Wray, 2010). A própria expansão econômica é alimentada pelo crescimento do endividamento

privado, que é apenas *validado* por novas decisões de endividamento que ocorrem continuamente. Esse movimento foi observado por Minsky:

*Once euphoria sets in, they accept liability structures — their own and those of borrowers — that, in a more sober expectational climate, they would have rejected. Money and Treasury bills become poor assets to hold with the decline in the uncertainty discount on assets whose returns depend upon the performance of the economy. The shift to euphoria increases the willingness of financial institutions to acquire assets by engaging in liquidity-decreasing portfolio transformations (1982, p. 122-123).*

As dívidas emitidas que lideram a expansão econômica se acumulam crescentemente nos balanços dos credores, que diante desse cenário, passam a elevar suas próprias margens de segurança (elevando a taxa de juro cobrada pelos empréstimos). Destacamos que não é necessário que a taxa de juro cobrada se eleve para todas as unidades econômicas que procurem financiamento, mas apenas que uma parcela do financiamento não ocorra para que as condições de validação do endividamento passado deixem de se concretizar. Em outras palavras, conforme a viabilidade de novos empréstimos se reduz, tanto para novos gastos quanto para refinanciamento de dívidas passadas, devido ao aumento da margem de segurança do credor para conceder novos empréstimos, as condições de validação do endividamento passado deixam de existir e a fase de expansão pode se encerrar (Keen, 1995).

Interpretada à luz da hierarquia de dívidas, a HIF significa um movimento cíclico em que dívidas na base da hierarquia crescem simultaneamente com o otimismo trazido pela estabilidade econômica e alimentam a expansão que se processa. Posteriormente, devido às próprias condições criadas durante a expansão (acúmulo de dívidas de firmas e famílias no balanço dos credores), a conversibilidade das dívidas próximas à base da hierarquia se torna mais incerta para os credores, que passam a exigir uma margem de segurança maior para a concessão de novos empréstimos. A própria exigência de maiores margens de segurança, em uma situação de predomínio de posições financeiras frágeis, é suficiente para esgotar as condições de validação das dívidas já contratadas. Wray ressaltou essa ideia, ao dizer que:

*[...] what happens if something goes wrong nearer the bottom of the pyramid<sup>14</sup> [...]?* That is indeed what happened in the Global Financial Crisis (GFC). Typically those lower in the pyramid issue IOUs that are convertible on some conditions to bank IOUs, that in turn are convertible to government (central bank reserve) IOUs. When something goes wrong, the nonbanks and shadow banks turn to banks for finance (lending against the nonbank's IOUs); the banks in turn go to the central bank. But

---

<sup>14</sup> O termo pirâmide é referente à ideia da hierarquia de dívidas. Essa hierarquia é apresentada, usualmente, como uma pirâmide de dívidas.

*when expectations turn ugly, the banks won't lend, so the nonbanks cannot make good on promises* (2015a, p. 79-80).

Expansão econômica, a partir da dinâmica dos gastos privados pode levar a economia para uma situação de predomínio de posições financeiras frágeis devido à baixa posição hierárquica e consequente necessidade de conversibilidade das dívidas emitidas por firmas e famílias.

#### 1.4 MINSKY ALÉM DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

Apesar da grande influência da HIF sobre o pensamento econômico, especialmente Pós Keynesiano, nem todos os aspectos da obra de Minsky receberam atenção similar. Além de suas contribuições sobre questões financeiras, trabalhos lidando com os temas da pobreza e desemprego compõem parte significativa de sua obra, principalmente, em artigos publicados, apresentados em conferências ou rascunhados em meados da década de 1960, mas também em obras mais conhecidas, como *Stabilizing an Unstable Economy*.<sup>15</sup>

À primeira vista, questões financeiras e combate à pobreza podem parecer limitadamente relacionados entre si, porém, argumentamos que uma interpretação que considere a perspectiva de Minsky sobre os dois temas de maneira integrada, não somente é desejável, mas é também necessária para a completa compreensão do pensamento do autor.

##### 1.4.1 Demanda por Trabalho Infinitamente Elástica: uma ideia pioneira

O tema do combate à pobreza e ao desemprego surge, primeiro, no trabalho intitulado “*Poverty and Unemployment*” de 1964, em que Minsky atribuiu ao desemprego involuntário a causa última da pobreza, mesmo diante da grande capacidade produtiva de economias capitalistas.<sup>16</sup> Não apenas a ausência de renda devido ao desemprego, mas também a discriminação que impede oportunidades semelhantes a todos os membros da sociedade deve ser entendida como uma importante fonte de pobreza. A discriminação de oportunidades, por sua vez, está diretamente relacionada ao nível de emprego, pois a manutenção de oportunidades desiguais arrefece quando a economia se aproxima do pleno emprego (Minsky, 1964).

<sup>15</sup> No caso de *Stabilizing an Unstable Economy*, os capítulos 12 e 13 são aqueles em que o tema de combate à pobreza e ao desemprego aparecem mais explicitamente.

<sup>16</sup> Em seus trabalhos com a temática de pobreza e desemprego, Minsky dialogava com o plano de redução da pobreza que ficou conhecido como “*War on Poverty*.” Esse plano se caracterizava por ser uma tentativa de qualificar a força de trabalho, com o intuito de reduzir o desemprego. Para mais detalhes, ver Wray (2015b).

Em trabalhos subsequentes, ainda com a mesma temática, o argumento acerca da urgente necessidade de reconhecimento do desemprego involuntário como um fenômeno sistêmico, que independe das características (ou ausência delas) da força de trabalho e da crescente automação da produção, ganhou corpo. A partir dessa perspectiva, políticas de qualificação da força de trabalho apenas redistribuem a pobreza, mas não são capazes de reduzi-la de modo generalizado (Minsky, 1965).

Ao constatar que políticas de oferta<sup>17</sup> não são capazes de reduzir o desemprego, Minsky entendia a política fiscal como o instrumento mais relevante em uma estratégia de política de pleno emprego. Não se tratava, no entanto, de um clamor por políticas que estimulassem o crescimento econômico ou de gerenciamento de demanda agregada, como Minsky deixou claro ao ressaltar que “[e]conomic growth is a false objective of economic policy”<sup>18</sup> (1964, p. 2). Wray, sinteticamente, esclareceu o argumento:

*The economic theories on which the War on Poverty was based misunderstand the nature of poverty. The notion that economic growth, together with supply-side policies to upgrade workers and provide proper work incentives, would be enough to eliminate poverty was recognized by Minsky at the time to be fallacious (2013, p. xi).*

Distinguímos entre duas estratégias principais de política fiscal, com o objetivo de atingir o pleno emprego: (1) de estímulo ao investimento privado através da elevação da taxa de retorno do capital, para acelerar o crescimento econômico e, assim, aumentar o nível de emprego e; (2) de criação direta de empregos públicos (Minsky, 1973). A escolha de Minsky pela segunda estratégia está relacionada ao seu entendimento sobre o funcionamento do sistema capitalista, como exposto na subseção seguinte. Por ora, apresentamos a estratégia sugerida por Minsky (1986): criar demanda por trabalho infinitamente elástica. A proposta de política sugerida recebeu o nome de Empregador de Última Instância (ELR).<sup>19</sup>

A ideia básica por trás do programa é que o governo se disponha a contratar toda a parcela da força de trabalho que esteja apta, disposta e disponível a trabalhar, mas que, por alguma razão, não consiga um emprego no setor privado ou no setor público tradicional (empregos públicos que não sejam aqueles criados pelo programa ELR). Um segundo aspecto importante do programa é que o governo fixa o salário pelo qual está disposto a contratar a

<sup>17</sup> Políticas de oferta são referentes ao receituário de políticas econômicas do *supply-side economics*.

<sup>18</sup> A percepção de que o crescimento econômico não é o melhor objetivo de política econômica, para reduzir o desemprego e a pobreza, aparecem em diversos outros trabalhos de Minsky. Ver, por exemplo, (1986, p. 325, 1973, p. 93).

<sup>19</sup> A sigla ELR é referente ao nome original em inglês: *Employer of Last Resort*. Outros nomes frequentemente utilizados para o mesmo programa são: *Job Guarantee*, *Buffer Stock Employment* e *Public Service Employment*.

força de trabalho ociosa, estabelecendo, dessa maneira, um salário mínimo efetivo – uma vez que o salário mínimo é zero quando há desemprego involuntário (Minsky, 1986, p. 345) – que serve como uma referência para os demais salários da economia. O governo não determina uma quantidade específica de trabalhadores que está disposto a contratar, mas, ao contrário, assume a contratação daqueles trabalhadores não absorvidos pelo setor privado. Assim, o governo fica em posição de determinar exogenamente o preço mínimo do trabalho, sem pressionar constantemente os salários pagos pelo setor privado (Wray, 1998a). Cabe ao setor privado pagar uma margem suficiente sobre o salário fixado no âmbito do ELR, mas não há razões para que o programa seja entendido como um competidor pela força de trabalho.

Outra característica essencial do programa é o seu caráter permanente, pois não se trata de uma política de recuperação econômica em períodos de crise ou estagnação, mas de manutenção de pleno emprego independentemente da fase do ciclo econômico (Tcherneva, 2012a). Os gastos com o ELR, então, são contra cíclicos, pois quando o desemprego no setor privado cresce, em razão de alguma crise ou estagnação, a quantidade de trabalhadores contratados pelo ELR deve crescer, ao passo que durante a fase de expansão a contratação do programa deve diminuir (Wray, 1998a). Não há pretensão que o ELR acabe com o ciclo econômico, apenas que suavize as flutuações inerentes ao capitalismo (Wray, 1998a).

Por fim, *“a program for full employment, price stability, and greater equity is not a simple one-shot affair. There is no magic economic bullet; no single program or particular reform will set things right forever”* (Minsky, 1986, p. 326). Assim como Minsky, não devemos depositar em um programa ELR a expectativa de solução para todos os problemas econômicos e/ou sociais. Ademais, não há conflito entre a existência de um Estado de bem-estar social, nos moldes do modelo europeu, e o programa ELR. A escolha se o Estado deve ofertar serviços públicos gratuitos e universais não depende da implementação do ELR, apesar da possível complementariedade entre os serviços públicos gerados pelo programa e os demais serviços, normalmente associados ao Estado de bem-estar. À medida em que apenas os indivíduos aptos, dispostos e disponíveis ao trabalho são elegíveis para o programa, aqueles que não estejam em condições de trabalhar devem ter acesso a políticas de assistência social (Minsky, 1965).

Essas são as principais características da política sugerida por Minsky para lidar com o desemprego sistêmico, apesar de possíveis variações no programa, como, por exemplo, estabelecimento de faixas salariais para diferentes níveis de qualificação dos trabalhadores. No capítulo 2, tratamos mais detidamente sobre as características estruturais que definem o ELR proposto atualmente por autores da MMT. Na subseção seguinte, apresentamos como o

programa ELR está integrado à perspectiva de Minsky sobre o funcionamento das economias capitalistas.

#### 1.4.2 HIF e ELR: partes de uma mesma interpretação

“*Programs must be consistent with the nature of the beast, the behavioral rules of the economy determine whether programs can possibly have the intended effect*” (Minsky, 1969, p. 6). O elemento chave para compreender a política de pleno emprego sugerida por Minsky está na sua própria interpretação sobre o funcionamento da economia. A opção por um programa ELR em detrimento de uma política de incentivo ao investimento privado não é ao acaso, e nem mesmo é justificada por ser uma solução mais humanitária. Pelo contrário, seu entendimento de que o desemprego é um fenômeno sistêmico, somado à sua conhecida HIF, são as razões para a sugestão de uma política pouco comum à época, e ainda atualmente.

Enquanto políticas de oferta foram prontamente descartadas pelo entendimento do desemprego involuntário como um fenômeno sistêmico, a crítica levantada por Minsky sobre a estratégia de *fine-tuning*<sup>20</sup> da demanda agregada está mais diretamente relacionada à sua hipótese da instabilidade financeira. É, portanto, na crítica ao *fine-tuning* que nos concentramos, pois fica mais clara a associação do ELR e da HIF. Com efeito, a estratégia de *fine-tuning* segue como uma política de estímulo ao crescimento econômico como objetivo prioritário, a ser obtido através de incentivos ao investimento privado. Cabe à política fiscal, então, atuar no sentido de incrementar os retornos do capital, para elevar a taxa de investimento da economia (Minsky, 1973).

Direcionamento de gastos do governo com esse objetivo, ou redução de impostos sobre as firmas, são as formas de política fiscal mais efetivas em aumentar os retornos do capital.<sup>21</sup> Assim, ao ampliar as expectativas de retorno do capital, é possível estabelecer uma trajetória de crescimento econômico liderada pela expansão do investimento privado e, conseqüentemente, reduzir o desemprego e até mesmo aproximar a economia de uma posição de pleno emprego. Essa forma de condução da política fiscal foi predominante, desde o fim da Segunda Guerra Mundial até meados da década de 1960, inspirada por uma interpretação

<sup>20</sup> A estratégia de *fine-tuning* é também conhecida como gerenciamento de demanda agregada ou *pump-priming*. Sua implicação é que o governo deve realizar estímulos à demanda agregada para reduzir o desemprego ao mesmo tempo em que deve ser cuidadoso para não gerar inflação. Portanto, a obtenção de pleno emprego sem inflação seria possível através de um ajuste fino do uso das políticas monetária e fiscal para estimular a demanda agregada.

<sup>21</sup> Além da tendência à instabilidade financeira, Minsky apontou para dois problemas gerados pela política de *fine-tuning*: concentração da renda e tendência inflacionária.

simplista da TG como um receituário de ajuste fino entre as políticas monetária e fiscal (Minsky, 1986).

Apesar do aparente sucesso da estratégia de *fine-tuning* presenciado neste período, Minsky alertou para o possível efeito desestabilizador que a continuidade dessa política poderia ter sobre economias com sistemas financeiros sofisticados. A expansão do investimento, que inicialmente gera crescimento econômico estável, exige que novas decisões de investimento sejam constantemente tomadas e, simultaneamente, que haja financiamento disponível para que sejam realizadas e possam validar as decisões passadas de endividamento. Ao passo que a expansão se processa, o crescente endividamento fragiliza as posições financeiras de credores e devedores, levando à instabilidade financeira (Minsky, 1973). A mesma lógica se aplica ao caso de uma trajetória de crescimento econômico liderado pelo consumo das famílias, como apresentado na subseção 1.3.2. Apesar da efetividade do crescimento econômico puxado por uma política fiscal de incentivo aos gastos privados, em uma fase inicial de recuperação econômica, a natureza inerentemente instável do capitalismo não permite que o pleno emprego possa ser mantido por uma estratégia que tem como objetivo primário o crescimento.

A sugestão do ELR aparece justamente como uma consequência da interpretação de Minsky sobre a instabilidade sistêmica. Diferentemente do *fine-tuning*, o ELR não depende da realização de gastos privados para gerar crescimento e, conseqüentemente, emprego, mas age por uma lógica que dissocia o pleno emprego do nível de atividade econômica. O emprego, nesse caso, é o objetivo prioritário da política econômica, sendo o crescimento uma consequência (Tcherneva, 2012a). Ao dissociar pleno emprego e expansão dos gastos privados, que por sua vez estão ligados ao aumento do endividamento, o ELR é menos propenso a gerar instabilidade financeira (Minsky, 1973).

Por fim, destacamos que o desacordo de Minsky com a estratégia de *fine-tuning* não deve ser confundido com um repúdio ao gasto público como forma de manter o pleno emprego, ou que tais gastos possam gerar uma condição de fragilidade financeira do próprio Estado. Na realidade, Minsky rejeitava o *fine-tuning* por reforçar a tendência à instabilidade, já marcadamente uma característica do capitalismo. A questão, portanto, não é se gastos do setor público são ou não capazes de manter pleno emprego, mas quais são os gastos que melhor se adequam à manutenção de pleno emprego duradouro em economias capitalistas:

*The question that we may soon have to face is not whether there will be increased public spending, but what kind of public spending will be selected. The big choice will be between public contractual spending – for defense, highways and so on – and public employment (1973, p. 101).*

A sugestão de manutenção do pleno emprego através da criação de empregos públicos – o programa ELR – deve ser interpretado como parte integrante do entendimento de Minsky sobre a tendência de economias capitalistas à instabilidade financeira. A partir de sua perspectiva sobre o funcionamento da economia e sobre as flutuações do nível do produto e do emprego, apenas uma política permanente de geração de emprego, com caráter residual, ou seja, de contratar toda a força de trabalho não absorvida pelo setor privado e pelo setor público tradicional, é capaz de sustentar o pleno emprego nas diferentes fases do ciclo econômico. A pesquisa voltada para as contribuições de Minsky de forma isolada, de um lado os trabalhos sobre instabilidade financeira e de outro os trabalhos com foco no tema da redução da pobreza, impede uma interpretação integrada sobre a perspectiva do autor, bem como pode, por vezes, gerar mal-entendidos sobre suas proposições de política econômica.

## CAPÍTULO 2. A POLÍTICA FISCAL EM ECONOMIAS EMISSORAS DE MOEDA SOBERANA

A qualquer economista que sugira um programa econômico em que o Estado seja um empregador de última instância, não há dúvidas sobre o primeiro questionamento enfrentado: de onde virá o dinheiro para o governo pagar os gastos com o programa? A pergunta, que invariavelmente é direcionada aos defensores da proposta ELR, deve ter notado o leitor, é bastante similar àquela reportada por Keynes, apresentada no início do capítulo anterior. Nossa resposta à pergunta é também similar àquela fornecida por Keynes, não por coincidência, mas por ser norteadada pela mesma perspectiva sobre a natureza da moeda. Dado o atual estado da ciência econômica, a pergunta não pode ser ignorada e, por isso, é o foco deste capítulo. Tratamos da política fiscal em economias emissoras de moeda soberana a partir da abordagem da MMT, que apresenta uma resposta detalhada sobre como o governo financiaria não apenas um programa ELR, mas como ele financia todo e qualquer gasto que realize.

O presente capítulo se divide em três seções. A primeira seção retoma o princípio das finanças funcionais e, posteriormente, apresenta a principal contribuição da MMT, qual seja, a integração da política fiscal à lógica do circuito monetário através do esclarecimento sobre a relação entre Tesouro e BC na condução e operacionalidade das políticas fiscal e monetária. Na segunda seção, debatemos o argumento de que mesmo que os limitantes à política fiscal sejam menores do que o sugerido pela economia convencional (ou não existam), a crença do setor privado de que o resultado orçamentário do governo é um importante indicador econômico pode levar a resultados divergentes em relação àqueles sugeridos pela MMT. Por fim, na terceira seção, discutimos a inflação como um importante limitante dos gastos do governo, especialmente no caso de implementação do programa ELR.

### 2.1 O PRINCÍPIO DAS FINANÇAS FUNCIONAIS: de Lerner à MMT

Derivado da abordagem chartalista da moeda, o princípio das finanças funcionais foi estabelecido por Abba Lerner como uma contraposição ao princípio de *sound finance*, em que o principal objetivo da política fiscal é obter um determinado resultado orçamentário, arbitrariamente definido. Ainda hoje, o princípio de *sound finance* continua como um dos pilares da economia *mainstream* em termos de recomendações de política macroeconômica, ainda que assuma diferentes formas em diferentes economias. Alguns dos exemplos mais notórios são o teto da dívida pública nos EUA, que é reiteradamente alterado (ainda que

utilizado como instrumento de barganha política pelo congresso) para permitir que o país continue em funcionamento; os limites de déficit orçamentário e de dívida pública fixados pelo Tratado de Maastricht (repetidamente violados por quase todas as economias do bloco), na União Europeia e; no caso brasileiro, a meta de superávit primário estabelecida como uma das pernas do famoso tripé macroeconômico.

Em comum, os três exemplos demonstram a arbitrariedade das metas estabelecidas pelas políticas baseadas na *sound finance*, pois não avaliam a política fiscal pelo seu impacto econômico, mas por uma proporção entre gasto (e/ou dívida) do governo em relação ao PIB, definida em lei. No caso do Tratado de Maastricht essa arbitrariedade fica ainda mais evidente, uma vez que as metas fixadas são as mesmas para todas as economias do bloco econômico, que é constituído por países com significativas diferenças econômicas e sociais.

Elaborada por Lerner (1943), a primeira lei do princípio das finanças funcionais vai na direção oposta, ao sugerir que a política fiscal seja avaliada *apenas* pelo seu impacto sobre o nível de emprego e inflação na economia. Em outras palavras, o resultado orçamentário do governo deve ser entendido como um mero reflexo contábil das ações de política fiscal com o intuito de manter a economia em pleno emprego e garantir a estabilidade de preços. Lerner explicou da seguinte maneira:

*In applying this first law of Functional Finance, the government may find itself collecting more in taxes than it is spending, or spending more than it is collects in taxes [...] In neither case should the government feel that there is anything especially good or bad about this result [...] (1943, p. 40)*

Para obter pleno emprego e controlar inflação, o governo possui três instrumentos à sua disposição.<sup>22</sup> O governo pode (1) comprar (vender) bens e/ou serviços do (ao) setor privado. Ao realizar compras, o governo amplia diretamente a demanda agregada e o nível de emprego na economia, por outro lado, gastos são excessivos quando levam à exaustão de recursos reais e pressionam os custos e, por isso, geram pressão inflacionária. O governo pode (2) realizar transferências – como subsídios, programas de assistência social, pagamento de juro, entre outros – ou pode reduzir a quantidade de moeda estatal na economia ao tributar, multar, taxar, entre outros. Esse instrumento permite que o governo induza (desestimule) gastos realizados pelo setor privado ao ampliar (reduzir) a renda disponível, mas não impacta diretamente sobre o nível de atividade econômica. Por fim, o governo pode (3) emprestar ou tomar emprestado

---

<sup>22</sup> Lerner (1951) se referiu a três “pares” de instrumentos, pois cada operação possui uma operação no sentido oposto. Para simplificar, podemos tratar de simplesmente três instrumentos.

conforme desejar que o setor privado mantenha mais moeda estatal ou mais títulos públicos. Esse instrumento está mais proximamente relacionado à manutenção da taxa de juro no patamar desejado pelo BC (política monetária), consistindo na segunda lei das finanças funcionais:

*The second law of functional finance is that the government should borrow money only if it is desirable that the public should have less money and more government bonds, for these are the effects of government borrowing (Lerner, 1943, p. 40, grifo do autor).*

O governo pode (e deve) utilizar esses três instrumentos que possui à sua disposição para atingir objetivos econômicos, não para obter um resultado fiscal – de déficit ou de dívida – arbitrariamente definido. Essa é a essência do princípio das finanças funcionais. Podemos entender, em Lerner (1951), que as finanças funcionais foram construídas a partir da abordagem chartalista da moeda, ou seja, do entendimento de que a moeda é uma criatura do Estado cuja aceitação pelo público deriva da imposição de tributos pelo governo (Lerner, 1947). Essa relação fica explícita na afirmação do autor de que cada um dos três instrumentos da política fiscal é independente dos demais. Colocado de maneira mais direta, nem a arrecadação de impostos nem a venda de títulos públicos são condições necessárias para que o governo possa realizar seus gastos. O instrumento (1) é independente de (2) e (3) assim como os demais são independentes de (1).

A MMT se baseia diretamente, não apenas na abordagem chartalista, como já foi exaustivamente apontado no capítulo anterior, mas também no princípio das finanças funcionais para discutir as possibilidades das políticas monetária e fiscal, bem como a relação entre essas duas políticas. É justamente neste ponto que se encontra a principal contribuição original da MMT ao pensamento Pós Keynesiano, esclarecendo a relação entre o BC e o Tesouro durante as operações de gasto, tributação e determinação da taxa de juro de curto prazo<sup>23</sup> no mercado interbancário (Wray, 2015a). O desenvolvimento realizado pela MMT não apenas é completamente compatível, mas na realidade, trata-se de uma sofisticação e detalhamento de ideias acompanhada de adjetivo específico para designá-la presentes nas finanças funcionais.

### 2.1.1 Política Monetária, Moeda endógena e Taxa de Juro Exógena

---

<sup>23</sup> A partir daqui, “taxa de juro” e “taxa de juro de curto-prazo” são utilizados com mesmo significado. Quando nos referimos a outras taxas de juro, utilizamos adjetivo específico para designá-las.

Antes de entrarmos em uma apresentação mais detalhada sobre os impactos das operações da política fiscal – gastos do governo e tributação – sobre a política monetária, precisamos entender a teoria de determinação da taxa de juro de curto prazo (política monetária) adotada pela MMT. A abordagem da taxa de juro exógena é uma proposição complementar à abordagem da moeda endógena, compartilhada pela MMT, em que há muitos elementos da abordagem horizontalista/acomodacionista, além de elementos da teoria do circuito monetário (TCM) (Lavoie, 2013). A adoção da abordagem da moeda endógena/taxa de juro exógena, por sua vez, é essencial na explicação da MMT sobre a relação entre BC e Tesouro. Nesta subseção, apresentamos alguns desses elementos necessários para as subseções posteriores.

#### 2.1.1.1 Horizontalismo e circuito monetário

A principal característica da abordagem de moeda endógena é que a autoridade monetária não possui controle sobre a quantidade de moeda. A moeda entra na economia através da realização de gastos autônomos, financiados por emissão monetária – movimento de “fluxo” na terminologia da TCM. Em uma economia fechada e sem governo, são os empréstimos demandados por famílias e firmas (e fornecidos pelos bancos) para consumo e investimento, respectivamente. Isso significa que a quantidade de moeda nessa economia depende das decisões autônomas de gasto, que determinam também o nível de atividade econômica. Segue que a quantidade de moeda na economia é determinada endogenamente pelo nível de atividade. Bancos concedem empréstimos criando *ex nihilo*, com uma simples entrada no passivo de seu balanço, um depósito na conta do tomador de empréstimo. Portanto, os depósitos existentes na economia fechada e sem governo, têm como contrapartida os empréstimos que foram concedidos (Parguez e Secareccia, 2000, Lavoie, 1984).

Na figura 1, ilustramos como ocorre a criação endógena de moeda via crédito para o financiamento de gastos de unidades econômicas do setor privado. Nesse exemplo, correspondente à versão mais simples do circuito monetário, a firma toma empréstimo para financiar sua atividade produtiva. A criação endógena de moeda, quando colocada sob a forma de balanços, como ilustra a figura 1, acontece por meio de entradas quádruplas. Para cada unidade de depósito adicionado ao passivo do banco (e ativo da firma), há uma correspondente adição de empréstimo no ativo do banco (e passivo da firma).

Figura 1 – Criação Endógena de Moeda

### Banco Comercial

Ativo	Passivo
+ Empréstimo	+ Depósito

### Firma

Ativo	Passivo
+ Depósito	+ Empréstimo

Fonte: elaboração própria.

Note-se que a causalidade para esta identidade contábil é oposta àquela da abordagem de moeda exógena. Na abordagem da moeda endógena, são os empréstimos que criam os depósitos e não os depósitos que criam os empréstimos, solucionando o problema da regressão infinita de que as famílias obtêm depósitos com o pagamento de salários pelas firmas e as firmas obtêm depósitos vendendo bens para as famílias. É possível explicar a origem dos depósitos a partir da TCM. A poupança, nesse arcabouço, é apenas um “vazamento” da moeda bancária criada a partir das decisões de gasto autônomo, uma proporção da renda total que é retirada do circuito monetário por decisão das unidades econômicas privadas. Pode-se concluir, de maneira compatível com o PDE, que o gasto precede a poupança (a variável autônoma determina a variável induzida). Em termos macroeconômicos, decisões de gasto são sempre financiadas com emissão de dívida/crédito:

*[...] there is no alternative between debt financing on the one hand, and the tapping of existing liquid resources (or accumulated savings) to ‘finance’ expenditures, on the other. At the macroeconomic level, spending in a monetary economy is always and everywhere in the nature of debt financing (Parguez e Secareccia, 2000, p. 102).*

Isso não significa que firmas, individualmente, não possam financiar parcial ou totalmente seu investimento com lucros retidos ou “poupança.” Porém, os depósitos acumulados por esta firma individual foram criados por empréstimos concedidos para o financiamento de gastos autônomos por outras unidades econômicas. No agregado macroeconômico, todo gasto autônomo é financiado por uma emissão de dívida. Conforme as unidades econômicas tomadoras de empréstimo obtêm depósitos e pagam os empréstimos – movimento de “refluxo” na terminologia da TCM – há destruição da moeda introduzida na economia e o circuito monetário se encerra (Parguez e Secareccia, 2000). A TCM pode ser entendida como uma integração da abordagem de moeda endógena com o PDE.

Conclui-se que o crédito não é determinado pela oferta/disponibilidade de depósitos (e nem de reservas bancárias, como discutimos adiante), mas ao contrário, pela demanda das unidades econômicas responsáveis pelas decisões de gasto. O papel dos bancos é de acomodar a demanda de seus clientes (tomadores de empréstimo) por crédito. Essa característica dos bancos, no entanto, não deve ser entendida como uma suposição de que se trata de uma unidade econômica passiva. Bancos, assim como firmas não-financeiras, são unidades econômicas que estão em constante busca por lucro (Minsky, 1986),<sup>24</sup> que acomodam as demandas de potenciais clientes que consideram “dignos de crédito”,<sup>25</sup> e que estão em competição com outros bancos por parcelas de mercado.

A TCM, em uma economia fechada e sem governo, enfrenta dificuldades pois fica limitada à apenas um único setor (privado), o que impossibilita imprimir características mais realistas ao modelo abstrato.<sup>26</sup> Destacamos dois problemas: (1) sob os pressupostos estabelecidos no modelo mais simples do circuito monetário, a criação endógena de moeda é feita através das firmas financiando seus custos de produção. Se a quantidade de moeda criada é suficiente para cobrir apenas o custo de produção, como as firmas poderiam vender sua produção com lucro monetário? (Febrero, 2000). De maneira mais simples, a quantidade de depósitos criada é igual aos empréstimos tomados pelas firmas, o que faz com que o movimento de refluxo seja exatamente do mesmo montante que o fluxo, permitindo que as firmas apenas paguem suas dívidas com os bancos. Não é possível, portanto, que as firmas realizem lucro monetário. Como Cesaratto (2017) destaca, ainda hoje não há uma resposta satisfatória comum entre os circuitistas para explicar a realização de lucro monetário.

Adicionalmente, quando rompemos a suposição de que as famílias gastam toda sua renda, torna-se ainda mais difícil explicar a realização de lucros monetários pelas firmas. Enquanto essa é uma suposição aceitável para o caso dos trabalhadores com salários mais baixos, dificilmente poderíamos justificá-la para o conjunto total das famílias. Relaxando a suposição de propensão marginal a consumir igual a 1, algumas famílias poupam uma parcela dos salários e, por isso, parte dos depósitos utilizados pelas firmas para o pagamento de salários não retorna através da venda de sua produção.

---

<sup>24</sup> Minsky (1986, p. 255) explicou que o comportamento *profit-seeking* dos bancos é compatível com a postura acomodacionista: “[b]ecause bankers live in the same expectational climate as businessmen, profit-seeking bankers will find ways of accommodating their customers.”

<sup>25</sup> A expressão, em inglês, comumente utilizada por autores da abordagem de moeda endógena é “*creditworthy*.”

<sup>26</sup> O gasto autônomo que realiza a injeção de moeda bancária que inicia o circuito, no modelo mais simples, ocorre através do financiamento dos custos de produção da firma.

Parte dos circuitistas, como Rochon (1999), argumentam que as firmas emitem títulos de dívida para captar a poupança das famílias ou para obter novos depósitos com o banco. Mas, por que famílias e bancos se interessariam por comprar títulos de dívida de firmas que não conseguem gerar receita suficiente para cobrir nem mesmo seus custos? A resposta é que a firma oferece pagamento de juro sobre seus títulos. Caso as famílias decidam empregar a totalidade da poupança na compra de títulos, o agregado das firmas consegue obter todos os depósitos necessários para pagar os empréstimos devidos aos bancos. Ou seja, há uma transferência de dívida das firmas com os bancos para uma dívida das firmas com as famílias.

Caso os bancos comprem os títulos emitidos pelas firmas, há apenas uma rolagem da dívida, inicialmente contraída sob a forma de empréstimos. Com a adição de múltiplas firmas e múltiplos setores industriais ao circuito, é possível que um conjunto das firmas consiga realizar lucros monetários, mas é contabilmente impossível que a totalidade das firmas consiga realizar lucro monetário simultaneamente. Apenas a adição de outro componente autônomo de demanda, como o consumo das famílias financiado por crédito, poderia criar depósitos além dos custos de produção, abrindo a possibilidade de realização de lucro monetário para as firmas. Essa suposição nem sempre foi aceita entre os circuitistas, como Lavoie (1984, p. 774) destacou que “[h]ouseholds have no role to play in the creation of credit.”

A segunda dificuldade (2) está justamente na capacidade de pagamento de juro sobre empréstimos, uma característica existente em praticamente todas as sociedades. Como Hudson (2000) explica, o pagamento de juro já fazia parte de sociedades como a Suméria, na idade de bronze, Roma e Grécia clássicas. O autor ainda explica como mesmo nessas sociedades, sem a existência de uma autoridade monetária, como os atuais BCs, o governo central era capaz de arbitrariamente definir e manter a taxa de juro que desejava.

Como há apenas o setor privado no modelo canônico da TCM, depósitos e empréstimos são exatamente iguais por identidade contábil. Para tornar o modelo mais completo, entendemos que o pagamento de juro sobre os depósitos e a cobrança de juro mais alto sobre os empréstimos realizados, por parte dos bancos, deve ser incorporado. A diferença entre a taxa de juro cobrada sobre empréstimos e aquela paga sobre depósitos significa que o banco obtém lucro (*mark-up*) e que o total de depósitos nas contas das famílias e das firmas seja suficiente para cobrir apenas o principal dos empréstimos e insuficiente para pagar a diferença entre essas duas taxas de juro. Somente uma nova rodada de criação endógena de moeda, via crédito para financiar novos gastos autônomos privados, forneceria depósitos para o pagamento do juro. Contudo, essa nova rodada amplia igualmente a quantidade de empréstimos e adiciona novo pagamento de juro devido ao banco.

Portanto, o comportamento *profit-seeking* dos bancos, concretizado pelo estabelecimento de *mark-up*, faz com que a quantidade de depósitos criados seja sempre insuficiente para o pagamento de juro sobre os empréstimos. Algumas explicações foram sugeridas por autores da TCM, como a existência de vários circuitos em andamento, em estágios diferentes e com ampla variação de duração. Esse descasamento entre vários circuitos seria suficiente para explicar a capacidade de unidades econômicas endividadas pagarem juro. Outra explicação é o pagamento de juro aos bancos sob a forma do produto produzido pelas firmas, que foi sugerida por Graziani (2003, p. 31): “[i]n order to get the money needed to satisfy their interest payments, the only thing they can do is to sell part of their product to the banks, which is tantamount to saying that interest can only be paid in kind.” Outra explicação, sugerida por Lavoie (1992, p. 152), é de que os bancos financiam o pagamento de juro e de dividendos: “[a]s production starts, firms will have to remunerate their workers and eventually pay dividends and interest on past accumulated debt. To be able to do so, firms may have to ask for advances from banks.”

Ao comentar a solução proposta por Lavoie, Cesaratto (2017, p. 240) destacou: “[t]he idea that interests and dividends are paid not through revenues but through debt, sounds peculiar, at least in the long run.” O pagamento de juro, sem a inclusão do governo e/ou do setor externo no circuito, somente pode ser efetivado através do crescimento contínuo (em juro composto) da dívida das firmas ou das famílias, mesmo considerando gastos constantes. Como as firmas contraem nova dívida para financiar os custos de produção e para pagar juro e dividendos do período anterior, ao final do circuito, terão utilizado a totalidade de seus depósitos para pagar salários, juro da dívida do período anterior e dividendos. Porém, juro sobre a nova dívida assumida deverá ser pago no período seguinte, exigindo novo endividamento maior para iniciar uma nova rodada do circuito.

Entendemos que a resposta inadequada ao problema da insuficiência de depósitos para o pagamento de juro sobre empréstimos é resultado de uma lacuna na abordagem da moeda endógena e da teoria Pós Keynesiana, de maneira mais geral. A ausência da autoridade fiscal do Estado nos modelos do circuito monetário e na abordagem horizontalista impediu uma explicação satisfatória para o pagamento de juro. Enquanto o acúmulo perpétuo de dívida pelo setor privado não é entendido por Lavoie (1992) como um empecilho na explicação do pagamento de juro no circuito monetário, o crescente endividamento público, de acordo com Graziano (2003, p. 31), não resolve definitivamente a questão: “[t]he presence of a government deficit might bring to the firms the money necessary to pay interest to the banks; but a government debt towards the central bank would remain pending”.

A participação do Estado no sistema de pagamentos e na criação endógena de moeda ficou restrita, nos principais trabalhos Pós Keynesianos que consolidaram a abordagem da moeda endógena, como Moore (1988) e Lavoie (1984), à inclusão do BC como parte do sistema de compensação bancária. Ao tratar da inclusão da autoridade fiscal do Estado – o Tesouro – no circuito monetário, a principal contribuição da MMT demonstra que o endividamento do governo como solução para explicar a criação de depósitos suficientes para realização de lucro monetário e pagamento de juro aos bancos, é essencialmente diferente da explicação via endividamento privado. Por ora, nos concentramos no papel do BC como garantidor do funcionamento do sistema de pagamentos bem como o mecanismo de determinação da taxa de juro.

#### 2.1.1.2 Banco central acomodacionista e taxa de juro exógena

Quando adicionamos múltiplos bancos ao circuito monetário, precisamos adicionar também o BC como parte do sistema de pagamentos. Além disso, a entrada do BC no circuito, em uma versão mais próxima da realidade, precisa ser acompanhada da introdução de reservas bancárias,<sup>27</sup> que são utilizadas pelos bancos privados para realizar compensação, para cumprir requerimentos compulsórios de reservas e, principalmente, para redimir obrigações tributárias.<sup>28</sup> Em uma economia com múltiplos bancos, portanto, a moeda estatal é utilizada como forma de liquidar as transações entre os diferentes bancos. A aceitabilidade da moeda bancária (depósitos) criada pelos bancos concedendo crédito para gastos das firmas e das famílias, é dependente da sua perfeita e instantânea conversibilidade em moeda estatal (Parguez, 2011). Tal conversibilidade só pode ser garantida porque os bancos possuem um canal de crédito direto com o emissor da moeda estatal, o BC.

Em sua função de garantir o funcionamento do sistema de pagamentos sem interrupção, para evitar inconvertibilidade da moeda bancária e corridas bancárias – potencialmente oriunda da falha na conversibilidade da moeda bancária em moeda estatal –, o BC opera acomodando a demanda dos bancos comerciais por reservas (Fullwiler, 2013). A postura acomodacionista faz com que o BC não esteja em posição de determinar a quantidade de reservas disponibilizadas aos bancos comerciais. Quanto maior a quantidade de empréstimos concedidos

---

<sup>27</sup> Daqui em diante, “reservas bancárias” são chamadas de “reservas.”

<sup>28</sup> Nesta versão do circuito monetário, ainda sem a presença da autoridade fiscal do Estado, não há obrigações tributárias que demandem a utilização de reservas. Apenas no modelo com o Tesouro, já incorporando a contribuição originalmente postulada pela MMT, podemos considerar a tributação e os gastos do governo. No entanto, não podemos deixar de listar as obrigações tributárias como a principal causa de demanda por reservas.

pelos bancos comerciais, maior a quantidade de reservas necessárias para garantir a conversibilidade do seu passivo (depósitos bancários) em passivo do BC (reservas) (Wray, 2015a).

O sistema de pagamentos como um todo é acomodacionista em relação ao nível de atividade econômica. A sequência é: (1) firmas e famílias tomam decisões de gastos autônomos e bancos comerciais acomodam esta demanda por moeda; (2) ao realizar o empréstimo, os bancos comerciais precisam obter as reservas que garantem a conversibilidade de seus depósitos; (3) o BC acomoda a demanda dos bancos comerciais, para garantir o funcionamento normal do sistema de pagamentos. Em resumo, empréstimos fazem depósitos e depósitos fazem reservas. Bancos acomodam a demanda de seus clientes e o BC acomoda a demanda dos bancos. Por isso, bancos comerciais não precisam de reservas para realizarem empréstimos, mas sim para garantir a conversibilidade de seu passivo, portanto, eles emprestam antes e obtêm as reservas depois, como explicou Wray.

*[...] the central bank cannot encourage/discourage bank lending by providing/denying reserves. Rather, it accommodates the banking system, providing the amount of reserves desired. Only the interest rate target is discretionary, not the quantity of reserves (2015a, p. 115).*

A postura acomodacionista do BC, em relação à quantidade de reservas que são disponibilizadas aos bancos comerciais, permite que a autoridade monetária defina as condições (o preço) para obtenção das reservas, ou seja, a taxa de juro. É através dela que o BC procura influenciar variáveis como crescimento, emprego e inflação. Duas pontuações são necessárias: (1) a importância dada por cada BC a cada uma dessas variáveis pode ser diferente, apesar de atualmente o caso mais comum ser de forte priorização do controle da inflação; (2) a abordagem da taxa de juro exógena não implica que a política monetária seja eficaz em estimular investimento, crescimento, emprego ou mesmo controlar a inflação. Colocado de maneira mais simples, nosso foco são os mecanismos de determinação da taxa de juro de curto prazo, não a efetividade de seus impactos sobre as demais variáveis.

A taxa de juro que o BC procura determinar é aquela do mercado interbancário, a taxa cobrada pelos bancos comerciais para emprestarem reservas entre si. Essa é uma opção de cada BC, que em determinadas ocasiões e países, escolheu determinar também a taxa de juro de longo prazo. No atual contexto, a maioria dos BCs atua apenas no mercado de títulos de curto prazo para determinar a taxa de juro do interbancário, que é especialmente importante pois estabelece o custo de obtenção de reservas que são necessárias para compensação entre bancos,

por imposição legal (requerimento compulsório de reservas) e, principalmente, para realizar pagamentos ao Estado. Ao estabelecer a taxa de juro básica da economia e, conseqüentemente, o custo das reservas, o BC consegue influenciar todas as outras taxas de juro da economia. A forma como cada BC opera a política monetária pode variar – inclusive com alguma diferença na eficiência em atingir a meta estabelecida – mas todas seguem a mesma lógica.

Alguns autores Pós Keynesianos como Palley (2002, 2004) atribuem erroneamente, como apontado por Fullwiler (2006) e Lavoie (2003, 2014), o controle do BC sobre a política monetária à demanda por reservas para compensação privada entre bancos e para atender aos requerimentos de reserva compulsórios. Em decorrência deste limitado entendimento, Palley sugere que inovações financeiras que permitem a compensação com meios de pagamento privado e que reduzam o tamanho relativo dos requerimentos compulsórios, podem levar o BC a perder o controle sobre a taxa de juro. A proposta de Palley (2004) para solucionar esta suposta dificuldade que emergiria das inovações financeiras, é a imposição de requerimentos compulsórios sobre os ativos dos bancos privados, adicionalmente ao compulsório sobre o passivo. Esse entendimento de Palley evidencia a falta de compreensão sobre a natureza *tax-driven* da moeda e sobre o sistema de pagamentos em geral.

Mesmo em países em que não há requerimento compulsório, como é o caso do Canadá, Austrália e Suécia, a autoridade monetária continua controlando a taxa de juro. Isso ocorre porque a capacidade do BC determinar a taxa de juro não depende de sua posição monopolista na emissão de reservas, mas sim da existência de demanda não-trivial<sup>29</sup> por reservas, criada pela imposição de obrigações tributárias sobre o setor privado (Fullwiler, 2006). Adicionalmente, descartamos a ideia de que o pagamento de juro sobre as reservas seja uma forma adequada de “recuperar” a demanda por reservas. O pagamento de juro significa, simplesmente, que a conta do banco recebedor do juro tem reservas creditadas. Portanto, se não há demanda por reservas, por que haveria demanda por mais reservas? (Fullwiler, 2006). A compreensão limitada sobre a criação de demanda por reservas dificulta que Palley, entre outros autores Pós Keynesianos, compreendam corretamente a exogeneidade da taxa de juro.

O BC anuncia a meta da taxa de juro que deseja fixar. Mas o que impede que os bancos comerciais cobrem uma taxa de juro mais alta ou mais baixa para emprestar reservas no mercado interbancário? O BC precisa estabelecer uma rentabilidade mínima para as reservas (sem adição de risco) para que os bancos comerciais não se disponham a emprestá-las por uma taxa mais baixa do que aquela garantida pelo BC. Para isso, o BC fixa o preço de títulos de

---

<sup>29</sup> Seguimos o termo utilizado em Fullwiler (2006, p. 510) “*nontrivial demand*.”

curto prazo da dívida pública que garante uma taxa de juro um pouco abaixo da meta. Ao mesmo tempo, para que os bancos não desviem a taxa de juro cobrada acima do desejado, o BC estabelece canais como o redesconto ou o *overnight*, por uma taxa de juro punitiva um pouco mais alta que a meta estabelecida, pelo qual oferta qualquer quantidade demandada de reservas.<sup>30</sup> Os bancos não conseguem cobrar uma taxa acima daquela pela qual o BC oferta reservas, pois não encontram tomadores de empréstimo dispostos a pagar uma taxa mais alta do que aquela garantida pelo BC. Ao fixar essas duas taxas, o BC estabelece um *spread* dentro do qual a taxa de juro do mercado interbancário varia. Quanto mais estreito for esse corredor, ou seja, quanto menor o *spread* entre a taxa de juro paga sobre títulos da dívida pública e a taxa de juro cobrada sobre empréstimos aos bancos comerciais, mais precisamente o BC consegue controlar a taxa da política monetária (Fullwiler, 2005, 2006).

Essa é a lógica do BC para operacionalizar o seu principal instrumento de política monetária. Ressaltamos que a forma como cada BC operacionaliza o estabelecimento desse *spread* pode variar de acordo com restrições de ordem legal e institucionais. Por exemplo, o *Bank of Canada* (BC do Canadá) utiliza a remuneração de reservas para estabelecer o piso do *spread* e cobra uma taxa punitiva apenas ligeiramente acima da meta. Como resultado, consegue controlar a taxa do interbancário com grande precisão, mesmo sem o estabelecimento de requerimentos compulsórios de reservas, intervenções significativas de mercado aberto ou no mercado de compromissadas (Lavoie, 2019b). Em alguns países o BC pode emitir seus próprios títulos e vende-los ao setor privado para estabelecer o piso do *spread*, enquanto em outros países o BC é legalmente proibido de emitir títulos próprios (como é o caso do Brasil)<sup>31</sup> e a emissão de títulos é feita pelo Tesouro. Há também a possibilidade que o BC garanta o piso do *spread* com operações compromissadas, que funcionam de maneira similar a um título de curto prazo do BC.

Quando o BC deseja alterar a taxa de juro, basta anunciar sua nova meta para que os bancos se ajustem à nova taxa. Não são necessárias mudanças efetivas na quantidade de reservas para que o BC consiga atingir sua nova meta para política monetária. Em outras palavras, quando o BC deseja reduzir a taxa de juro, não é necessário inundar o mercado interbancário com reservas para pressionar a taxa de juro para baixo e também, na direção contrária, não é necessário drenar as reservas (vendendo títulos ou operação análoga) para

---

<sup>30</sup> Empréstimos no redesconto são comumente associados a custos não monetários. O BC pode decidir olhar mais atentamente para os balanços dos bancos que recorrem à janela de redesconto.

<sup>31</sup> A lei complementar Nº 101, da Lei de Responsabilidade Fiscal, vetou novas emissões de títulos pelo Banco Central do Brasil, a partir de maio de 2002.

pressionar para cima a taxa de juro quando assim desejar (Fullwiler, 2005, 2006, Lavoie, 2014). Basta modificar paralelamente o piso e o teto do *spread* para que a taxa de juro do interbancário se mova concomitantemente. Isso não significa que o BC nunca precise realizar operações de mercado aberto para drenar ou injetar reservas com intuito de dissipar eventuais pressões sobre a taxa de juro. Contudo, devemos salientar que a demanda por reservas é fortemente inelástica a mudanças na taxa de juro (Wray, 2015a, Fullwiler, 2013). Por isso, não há razões para esperar aumento ou diminuição da demanda por reservas como resultado de mudanças na taxa de juro.

Na prática, a demanda dos bancos por reservas é dada pelo requerimento compulsório mais a quantidade que os bancos acreditam ser necessário para realizar compensações, inclusive com Tesouro. Quando não há requerimento compulsório, a demanda por reservas é dada pela quantidade que os bancos acreditam ser necessário para compensações. Mantidas as taxas de remuneração e punição, que estabelecem o *spread*, não há qualquer motivo que nos leve a acreditar que a existência ou não de compulsório (ou um compulsório menor) afete a capacidade do BC operar a taxa de juro (Fullwiler, 2013).

Devemos diferenciar entre as necessidades individuais de cada banco das necessidades do sistema bancário. Quando um único banco comercial (ou uma pequena parcela) precisa de mais reservas do que possui em carteira para realizar suas compensações diárias, deve recorrer ao mercado interbancário, onde outros bancos comerciais, com reservas acima do que precisam para suas operações, emprestam-nas – pela taxa do interbancário. Esse empréstimo não altera a quantidade de reservas no sistema como um todo, pois há simplesmente uma transferência de reservas na conta de um banco para conta de outro banco. Diferentemente, quando o sistema bancário como um todo enfrenta escassez de reservas, os bancos não encontram outros com reservas em excesso dispostos a emprestar. Na eventualidade de o BC falhar na acomodação da demanda do sistema bancário por mais reservas, a taxa de juro é pressionada para cima, até o patamar da taxa punitiva, que é o teto do *spread*, pela qual os bancos tomam emprestado no *overnight* do BC (Fullwiler, 2013).

Essas são as principais características da abordagem da moeda endógena/taxa de juro exógena. A quantidade de moeda na economia é determinada pelas decisões de gasto e, por isso, pode ser considerada perfeitamente endógena (Parguez, 2011). Bancos acomodam as demandas de seus clientes ao mesmo tempo em que o BC acomoda a demanda dos bancos por reservas. A autoridade monetária não consegue controlar a quantidade de moeda, porém, consegue determinar o preço pelo qual ela estará disponível (taxa de juro). É com base nesse entendimento sobre o funcionamento do sistema de pagamentos que a MMT adicionou uma importante unidade econômica para análise: o Tesouro.

Nas próximas quatro subseções apresentamos a contribuição da MMT que esclareceu, o que antes era ignorado por outros Pós Keynesianos: a operacionalidade da política fiscal e o seu impacto sobre a política monetária em um abordagem de moeda endógena. Seguindo o caminho da MMT, começamos apresentando as entradas nos balanços das unidades econômicas envolvidas nas operações de gasto do governo e tributação.

### 2.1.2 Gastos do Governo em Balanços

As duas principais operações que compõem a política fiscal são a tributação e os gastos do governo. Outras operações não são examinadas neste trabalho separadamente, pois não são diferentes em relação ao resultado no balanço dos setores público e privado. Portanto, o raciocínio apresentado nesta e na próxima subseção são aplicáveis também para transferências e venda de bens e/ou serviços pelo governo. A ressalva é que, apesar de não resultarem em diferentes balanços entre o setor privado e o setor público, cada operação de política fiscal, seja de transferência, gasto ou tributação, possui um efeito distributivo distinto. Isso significa que cada operação pode ter um impacto diferente tanto sobre a distribuição de renda quanto sobre a demanda agregada (via mudança no efeito multiplicador). As questões de crescimento e distribuição, no entanto, não são o foco do debate proposto nesta seção.

Para discutir o impacto da política fiscal sobre a política monetária e sobre os balanços dos setores público e privado, apresentamos quais são as entradas no balanço de cada uma das unidades econômicas envolvidas no gasto do governo. Pensando no caso de o governo comprar um bem de uma firma, as unidades cujos balanços são afetados pela decisão de gasto do governo são o Tesouro, o BC, o banco comercial em que a firma mantém sua conta e a própria firma. Existem diferentes arranjos institucionais – como por exemplo a auto imposição de restrições<sup>32</sup> pelo governo – na operação do BC e Tesouro de cada economia e, por isso, não podemos tratar de um único exemplo ilustrativo de todos os casos.<sup>33</sup> Ainda assim, grande parte das economias possuem institucionalidades suficientemente similares para que a lógica apresentada pela MMT seja válida de maneira geral. Na subseção 2.1.4, tratamos de algumas restrições institucionais, utilizando o caso brasileiro como exemplo.

O governo realiza seus gastos creditando reservas, porém, as contas das firmas e das famílias possuem apenas depósitos em moeda bancária. Isso se deve porque moeda estatal compreende a soma do papel-moeda em circulação e reservas. Apenas o papel-moeda é

---

<sup>32</sup> O termo, em inglês, comumente utilizado por autores da MMT é “*self imposed constraints*.”

<sup>33</sup> Como destacado por Lavoie (2013).

acessível às famílias e firmas, via saque, enquanto as reservas somente são acessadas por bancos comerciais. Pagamentos realizados entre o governo e o setor privado não-financeiro (firmas e famílias), que normalmente não são realizados utilizando papel-moeda, precisam ser intermediados pelos depósitos de moeda bancária.

Nosso primeiro exemplo trata da operação de gasto do governo. O governo deseja comprar um bem de capital (Kf) produzido por uma firma, que possui conta no banco brasileiro, um banco comercial com acesso direto ao BC. O bem Kf tem preço de cem unidades monetárias (\$100) e aparece, antes da venda, no ativo do balanço da firma. Podemos dizer que é um estoque de ativo acumulado pela firma, que é vendido ao governo. Ao realizar a venda, Kf é transferido para os ativos do governo, representado pelo balanço do Tesouro. Para realizar o pagamento, o Tesouro transfere de sua conta no BC o preço de Kf, em reservas, para a conta do banco brasileiro. Por sua vez, o banco brasileiro adiciona, à conta da firma, depósito equivalente ao preço de venda de Kf. Vejamos como essas operações aparecem nos balanços, na figura 2.

Figura 2 – Gasto do Governo em Balanços

<b>Tesouro</b>	
<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
+ Kf (\$100)	
- Reservas bancárias (\$100)	

  

<b>Banco Central</b>	
<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
	- Conta do Tesouro (\$100)
	+ Conta do banco brasileiro (\$100)

  

<b>Banco brasileiro</b>	
<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
+ Reservas bancárias (\$100)	+ Depósitos (\$100)

  

<b>Firma</b>	
<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
Kf (\$100)	
- Kf (\$100)	

+ Depósitos (\$100)
---------------------

Fonte: elaboração própria.

Ao final da operação de gasto do governo, houve uma transferência de recursos reais (Kf) para o governo, que pode utilizar o bem de capital de acordo com sua preferência, desde construir infraestrutura até equipar hospitais ou simplesmente mantê-lo ocioso. Nada altera o fato de que o governo, através de seu gasto, movimentou recursos reais por meio do setor privado. Em termos monetários, o saldo da operação de gasto do governo é a adição \$100, em reservas, à conta do banco brasileiro e de \$100, em depósitos, ao setor privado não-financeiro.

Notamos que houve uma ampliação da quantidade de moeda na economia, que foi introduzida pela decisão de gasto autônomo do governo. Diferentemente do modelo mais simples da TCM, o gasto do governo amplia a quantidade de depósitos circulando entre famílias e firmas sem a contrapartida de um acréscimo da quantidade de empréstimos no ativo dos bancos. No lugar dos empréstimos, o acréscimo do passivo do banco brasileiro (depósito) tem como contrapartida o crédito de reservas em seu ativo.

### 2.1.3 Tributação em Balanços

A outra operação da política fiscal é a tributação, que está ilustrada pela figura 3, em que mostramos os balanços das unidades econômicas envolvidas. O governo impõe uma obrigação tributária de vinte unidades monetárias (\$20) sobre uma pessoa “Luzia.” Luzia, para evitar as sanções que o governo pode impor àqueles que se recusem a pagar os tributos, utiliza seus depósitos, mantidos em conta no banco brasileiro, para redimir sua obrigação tributária. No entanto, o Tesouro aceita apenas moeda estatal como forma de pagamento dos tributos. Por isso, o banco brasileiro utiliza as reservas em sua conta no BC para quitar a obrigação tributária de sua cliente. Deve ficar claro que, apesar de Luzia *aparentemente* pagar os tributos com seus depósitos, a obrigação tributária só é extinta mediante entrega de reservas (Cesaratto, 2016, Parguez, 2002, Parguez e Secareccia, 2000).<sup>34</sup>

Figura 3 – Tributação em Balanços

<b>Tesouro</b>	
<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>

<sup>34</sup> Parguez (2002, p. 89) explicou da seguinte maneira: “Private units can be discharged of their tax liabilities by payments in bank money because bank money is perfectly convertible into state money.”

Obrigação tributária (\$20)	
- Obrigação tributária (\$20)	
+ Reservas bancárias (\$20)	

### Banco Central

Ativo	Passivo
	+ Conta do Tesouro (\$20)
	- Conta do banco brasileiro (\$20)

### Banco brasileiro

Ativo	Passivo
- Reservas bancárias (\$20)	- Depósitos (\$20)

### Luzia

Ativo	Passivo
- Depósitos (\$20)	Obrigação tributária (\$20)
	- Obrigação tributária (\$20)

Fonte: elaboração própria.

Ao final da operação de tributação, Luzia cumpriu sua obrigação tributária para evitar as possíveis sanções impostas pelo Estado, porém, teve uma redução de \$20 em seu estoque de ativos. O banco brasileiro viu seu passivo reduzir juntamente com um decréscimo em seu estoque de reservas. O Tesouro teve creditada à sua conta reservas, que saem de circulação na economia. O resultado é que a tributação destrói moeda, pois reservas na conta do Tesouro não são moeda, como sublinhado por Bell e Wray (2003, p. 265): “[t]reasury’s balance at the Fed is not part of any standard monetary aggregate (that is, M0, M1, and so on). Indeed, we know of no agency, textbook, or other authority, that considers the Treasury’s balance at the Fed ‘money’.” Em resumo, reservas na conta do Tesouro não são moeda, portanto, tributação somente pode ser entendida como destruição de moeda (um refluxo, nos termos da TCM).

#### 2.1.4 A Hipótese da Consolidação e Gastos Precedentes à Tributação

Após estabelecer o entendimento sobre como funcionam as operações da política fiscal, considerando BC e Tesouro separadamente, a MMT chegou à conclusão de que ao consolidar

os balanços do BC e Tesouro em uma única instituição “governo”, o resultado para o balanço do setor privado e do setor público é o mesmo. Essa simplificação utilizada pela MMT ficou conhecida como “consolidação.”<sup>35</sup>

O resultado da política fiscal sobre o balanço do setor privado é dado pelo efeito líquido da criação e destruição de moeda estatal nas operações de gasto e tributação. Condensando os dois exemplos apresentados nas subseções anteriores, de gasto e de tributação, e consolidando BC e Tesouro num único balanço do governo, temos a figura 4. O balanço final das unidades econômicas, quando consideramos a consolidação, é exatamente o mesmo daquele obtido com os balanços separados do Tesouro e do BC. Obviamente, a consolidação não corresponde à institucionalidade que os governos modernos operam, em que o BC e o Tesouro são instituições separadas.

Como podemos ver pelos balanços do setor público e do setor privado, no entanto, não há diferença entre considerar o governo consolidado ou separadamente em BC e Tesouro. Apesar disso, a consolidação dos balanços sugerida pela MMT como forma de simplificar e desmistificar o postulado da restrição orçamentária do governo, tem sido contestada, desde o princípio dos trabalhos da MMT, por autores Pós Keynesianos de outras vertentes (Lavoie, 2019a).

Figura 4 – Política Fiscal com Consolidação

<b>Governo</b>	
<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
Obrigação tributária (\$20)	+ Reservas bancárias (\$20)
- Obrigação tributária (\$20)	- Reservas bancárias (\$100)
+ Kf (\$100)	

  

<b>Banco brasileiro</b>	
<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
+ Reservas bancárias (\$100)	+ Depósitos (\$100)
- Reservas bancárias (\$20)	- Depósitos (\$20)

  

<b>Firma</b>	
<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>

<sup>35</sup> Daqui em diante, consolidação é utilizado como consolidação dos balanços do BC e do Tesouro.

Kf (\$100) - Kf (\$100) + Depósitos (\$100)	
<b>Luzia</b>	
<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
- Depósitos (\$20)	Obrigação tributária (\$20) - Obrigação tributária (\$20)

Fonte: elaboração própria.

Curiosamente, autores Pós Keynesianos, que dão grande ênfase à política fiscal e se debruçaram durante décadas sobre a criação endógena de moeda bancária e financiamento de gastos privados, negligenciaram este que nos parece ser um dos temas mais importantes da economia Pós Keynesiana: a integração do Tesouro à lógica da moeda endógena. A reação à contribuição da MMT, que permitiu integrar a política fiscal à abordagem de moeda endógena/taxa de juro exógena, foi na maior parte negativa por diversas correntes dentro do Pós Keynesianismo, com a notável exceção de autores ligados à TCM, que quase prontamente aceitaram a principal contribuição da MMT.

Como demonstrado pelos balanços apresentados na figura 4, quando o governo realiza gastos em montante superior ao que arrecada com tributos (déficit orçamentário), há um acréscimo líquido na quantidade de reservas no sistema bancário e na quantidade de depósitos circulando nas contas das firmas e famílias, sem a contrapartida de aumento da dívida privada. Essa ampliação dos depósitos, sem ampliação simultânea de empréstimos no passivo das firmas e famílias, permite uma explicação muito mais simples para o pagamento de juro (e *mark-up* dos bancos) do que aquela articulada pelas versões tradicionais da TCM. Como apontado acima, os circuitistas foram, possivelmente, os primeiros a aceitarem a abordagem da MMT, logo em seguida incorporando BC e Tesouro para sofisticar o circuito monetário, como em Parguez e Secareccia (2000), Parguez (2002, 2011) e Bougrine e Secareccia (2002).

Seguindo Lerner, a MMT demonstrou com os balanços do BC e do Tesouro que as operações de gasto do governo e de tributação são independentes. Em outras palavras, o gasto do governo não é financiado por tributos e, logicamente, nem poderia ser. A proposição de que nem tributos e nem a venda de títulos da dívida pública financiam os gastos do governo (Bell, 2000), contudo, não foi bem aceita por grande parte dos Pós Keynesianos, que continuaram (Palley, 2001, Rochon e Vernengo, 2003), e ainda continuam postulando que o governo gasta

sob uma restrição orçamentária. Em outra direção, uma crítica mais sofisticada e que não parte de pressupostos da economia neoclássica, como a curva de Phillips em Palley (2013), para criticar a abordagem da MMT, Lavoie (2013) pontuou esclarecimentos necessários, especialmente, sobre a consolidação.

Nos concentramos na crítica de Lavoie (2013), dividindo-a em dois pontos principais, ainda que sejam correlatos. O primeiro ponto levantado é que questões institucionais, particulares de cada país, poderiam impor restrições distintas sobre a operação entre o BC e o Tesouro, tornando a consolidação dos balanços uma hipótese inadequada. Mais especificamente, Lavoie se refere a duas das mais comuns restrições auto impostas (por meio de leis) presentes em diversas economias: (1) o Tesouro mantém uma conta no BC a partir da qual recebe e realiza seus pagamentos ao setor privado, descontando de suas reservas. Para realizar o gasto, o Tesouro precisa ter reservas suficientes em sua conta no BC; e (2) o BC é proibido de realizar empréstimos diretos bem como comprar diretamente títulos emitidos pelo Tesouro (o que seria equivalente a realizar empréstimos ao Tesouro) (Wray, 2015a).

Como se operacionalizaria o gasto do governo, supondo uma situação em que a relação Tesouro-BC está sujeita às restrições (1) e (2)? O caso do Tesouro e BC do Brasil é um bom exemplo, pois está condicionado justamente pelas duas restrições que preocupam Lavoie. Tratando do caso dos EUA, que também está sujeito às mesmas duas restrições que o Brasil, Fullwiler (2011) e, posteriormente, Wray (2015a) detalharam as seis operações entre o Tesouro e BC, que mediam o gasto do governo. A operação, no caso brasileiro possui apenas quatro etapas necessárias, pois o Tesouro possui apenas conta no BC e opera gastos e recebimentos diretamente através dela, enquanto nos EUA, o Tesouro possui conta em diversos bancos comerciais, chamadas de *Treasury Tax and Loans Accounts* (T&L), demandando duas operações adicionais para movimentar as reservas e efetuar os gastos do governo.<sup>36</sup>

Na institucionalidade brasileira, para reabastecer sua conta com reservas e poder realizar o gasto, o Tesouro realiza um leilão primário de títulos de dívida pública, oferecendo diversas condições de prazo e de remuneração a depender de cada tipo de título. Essa etapa poderia nos sugerir que, de fato, o setor privado financia o gasto do governo, mas não é este o caso. No leilão primário de títulos, participam apenas os *dealers* primários, que são instituições financeiras (até doze instituições) credenciadas pelo Tesouro e que podem ser descredenciadas a qualquer momento (pelo próprio Tesouro) por desempenho abaixo do desejado. Todos os *dealers* são obrigados a dar lances nos leilões primários, cabendo ao Tesouro aceitar ou recusar

---

<sup>36</sup> O Tesouro americano não é o único a ter contas em bancos comerciais.

(Jorge e Bastos, 2019). Em outras palavras, não há possibilidade de o Tesouro não conseguir obter a quantidade de reservas que deseja, mas a remuneração demandada pelos *dealers* pode fazer com que o Tesouro não aceite as propostas no leilão.

A utilização de reservas pelos *dealers* para comprar títulos no leilão primário do Tesouro pressiona a taxa de juro do mercado interbancário, pois reduz a quantidade de reservas disponíveis no sistema bancário como um todo. A atuação passiva do BC, no entanto, impede que essa pressão sobre a taxa de juro se concretize, através de operações compromissadas com os *dealers* primários (Fullwiler, 2011, Wray, 2015a). Portanto, ao mesmo tempo em que unidades econômicas do setor privado (os *dealers* primários) compram títulos emitidos pelo Tesouro, o BC compra títulos emitidos pelo Tesouro (com compromisso de revenda) detidos pelo setor privado ou empresta reservas, conforme demandado. Apesar de o BC não comprar títulos diretamente do Tesouro, pois é legalmente proibido de fazê-lo,<sup>37</sup> emite a moeda estatal que financia o gasto levado adiante pelo Tesouro. Posteriormente, quando o Tesouro já tem as reservas em sua conta e efetivamente realiza os gastos, o BC desfaz a operação compromissada e drena do sistema bancário as reservas excessivas, que possivelmente pressionariam a taxa de juro (mais detalhes sobre esse possível efeito na próxima subseção) (Fullwiler, 2011). O comportamento acomodacionista do BC, que opera com uma meta para taxa de juro e que precisa fornecer a quantidade de reservas necessárias para o funcionamento do sistema de pagamentos, garante que o Tesouro sempre financia seus gastos com emissão de reservas, não com venda de títulos ou com fundos angariados através de tributação.

Como reconhecido pelo próprio Lavoie (2013) e confirmado por Cesaratto (2016), a afirmação da MMT de que os balanços das unidades econômicas envolvidas nas operações de política fiscal não são alterados pelas restrições (1) e (2) está correta. Lavoie considera inadequada a consolidação dos balanços do BC e do Tesouro, pois acredita que obscurece relações importantes. Isso nos leva ao segundo ponto de divergência apontado por Lavoie (2013), que é sobre a afirmação da MMT de que a tributação e a venda de títulos públicos não financiam os gastos do governo. Lavoie sugere que a MMT comete um exagero ao realizar tal afirmação, dando a entender tratar-se de uma discordância retórica:

*So, for example, is it necessary to claim [...], that the role of taxes is not to finance government spending? Or that the federal government does not borrow funds from the private sector to finance its deficit? Or that persistent budget deficits will not burden future generations with higher taxes? Although there is some internal logic to*

---

<sup>37</sup> Jorge e Bastos (2019, p. 6) nota que, em circunstâncias específicas, no Brasil, o BC pode comprar títulos diretamente do Tesouro. O BC pode comprar títulos em leilões primários do Tesouro para propósito de política monetária, dependendo da quantidade de títulos que possui em carteira.

*these statements (as shall be seen later), such paradoxical claims run the risk of overkill in trying to convince fellow economists that a central government with a sovereign currency does not face a financial constraint (Lavoie, 2013, p. 8).*

Porém, mais adiante, no mesmo texto, a discordância parece menos retórica e mais focada nas restrições do arranjo institucional entre BC e Tesouro.

*[...] there is no point in making the counter-intuitive claim that securities and taxes do not finance the expenditures of central governments with a sovereign currency. Even in the case of the U.S. federal government, securities need to be issued when the government deficit-spends, and these securities initially need to be purchased by the private financial sector. The consolidation argument — the consolidation of the central bank with the government — cannot counter the fact that the U.S. government needs to borrow from the private sector under existing rules (2013, p. 15).*

Seguindo circuitistas, como Secareccia, Parguez e Cesaratto (além dos próprios autores da MMT, obviamente), discordamos da posição de Lavoie tanto em relação ao argumento sobre a retórica adotada pela MMT quanto em relação à restrição do arranjo institucional. Em relação ao arranjo institucional, as restrições (1) e (2) não significam que a venda de títulos da dívida pública e/ou que tributos financiam os gastos do governo. Seguindo a mesma lógica do circuito monetário somente com unidades econômicas privadas, o gasto autônomo é sempre financiado com criação de moeda, não por venda de títulos de dívida ou por poupança acumulada para angariar fundos. Para que o setor privado possua as reservas para comprar os títulos de dívida emitidos pelo Tesouro e/ou para pagar tributos, o BC tem que ter emitido previamente tais reservas.

Analogamente, podemos dizer que mesmo em países em que fatores institucionais do mercado de crédito imponham restrições e que, por isso, a maior parte do investimento seja financiado por lucros retidos, isso não significa que para essas economias está correta a afirmação de que poupança financia o investimento. No caso do Estado, mesmo em países cujos BCs e Tesouros estão sujeitos às restrições institucionais, a lógica circuitista não permite dizer que tributos e venda de títulos de dívida pública financiam o gasto do governo. Segundo Parguez:

*State and firms outlays are the logical first phase of the monetary circuit by injecting money into the economy. Both the state and firms cannot finance their outlays out of their future receipts, which are the outcome of the initial injection and which account for the “reflux” phase of the monetary circuit. Both the state and the firms are obliged to finance their expenditures by money creation (2002, p. 87).*

O movimento de refluxo, necessariamente, deve ocorrer apenas após o movimento inicial de fluxo. Ou, de forma ainda mais simples, um vazamento do circuito, como a tributação, não pode ser a fonte de financiamento do gasto autônomo que inicia o circuito. Conforme argumenta Cesaratto (2016), a MMT estendeu a lógica (keynesiana/kaleckiana, nos termos do próprio autor) da TCM, com criação endógena de moeda integrada ao PDE, para tratar do gasto do governo.

A adoção da abordagem da MMT nos leva a concluir que está incorreta a afirmação de que o déficit orçamentário do governo precisa ser financiado pela emissão de títulos, pois qualquer gasto do governo e, portanto, todo déficit é financiado da mesma maneira: emissão de reservas. Não há déficit não financiado, pois todo déficit, necessariamente, já foi financiado (Parguez, 2002). A emissão de títulos da dívida pública não tem caráter financiador de gastos, mas trata-se somente de um instrumento de política monetária (Bell, 2000), como discutimos na próxima subseção. Arranjos institucionais restritivos não impedem a manutenção da lógica da MMT e da TCM, de que o gasto do governo logicamente precede a tributação (Wray, 2015a, Fullwiler, 2011, Parguez, 2002, 2011, Parguez e Secareccia, 2000, Cesaratto, 2016).

Sobre o segundo aspecto da crítica de Lavoie (2013) – o ponto de que a insistência da MMT em afirmar que tributos não financiam gastos do governo seria um erro retórico, pois torna a aceitação da abordagem mais difícil entre os Pós Keynesianos – nos parece ser parcialmente correto, tendo em vista a forte reação negativa enfrentada pela MMT. Por outro lado, as implicações de aceitar que tributos não financiam gastos do governo não são acessórias e, por isso, não acreditamos que seja um ponto adequado para realizar uma concessão teórica. Ao contrário, a superação do postulado da restrição orçamentária do governo é central na formulação de uma teoria das finanças públicas compatível com uma política fiscal ativa, independente de políticas econômicas “Robin Hood”,<sup>38</sup> nas quais o pressuposto é que é necessário tributar os mais ricos para financiar os gastos sociais requeridos para o desenvolvimento socioeconômico.

Não raro, Pós Keynesianos se valem do postulado ortodoxo da restrição orçamentária do governo para propor mudanças na estrutura tributária como forma de sustentar a manutenção do Estado de bem-estar social, como ressaltado Parguez (2002).<sup>39</sup> Isso não significa que a abordagem da MMT se oponha a políticas redistributivas via mudança na estrutura tributária, mas há um claro reconhecimento de que reformas do sistema tributário em nada se relacionam

---

<sup>38</sup> O termo “paradoxo de Robin Hood” é utilizado por Parguez (2002, p. 85).

<sup>39</sup> Não seguimos a interpretação sugerida pelo autor, no decorrer do artigo, que atribui a Keynes e Kalecki a aceitação do postulado da restrição orçamentária do governo.

com a capacidade do Estado de financiar seus gastos. Em resumo, uma política de gasto social pode ocorrer simultaneamente ao aumento da tributação dos mais ricos, porém, prescindindo deste.

Mais explicitamente, Parguez chama atenção para a importância teórica da proposição da MMT de que tributos não financiam gastos do governo:

*Understanding that the state does not finance its expenditure by its tax revenue is the sine qua non, the ultimate cornerstone of the positive theory of the modern economy. The proposition holds whatever the relationship between the central bank and the state (2011, p. 78-79).*

Fica claro que este ponto não é uma questão sobre o qual a MMT possa ou deva fazer concessões em nome da maior aceitação por parte dos Pós Keynesianos. A partir da lógica MMT, não se trata de um mero capricho afirmar que gastos do governo são independentes da arrecadação tributária. Além disso, como Lavoie (2013) reconhece, outros debates teóricos, como o horizontalismo nos anos 1980, foram muito controversos e considerados radicais entre autores Pós Keynesianos, assim como acontece contemporaneamente com a MMT. Deveriam ter os autores horizontalistas recuado e/ou concedido em pontos centrais de sua teoria para uma abordagem de moeda exógena? Acreditamos que similarmente ao dilema enfrentado pelo horizontalismo nos anos 1980, a MMT atualmente não deve adotar uma retórica conciliadora ao custo de abdicar de sua principal contribuição para facilitar a aceitação de Pós Keynesianos que persistem em manter o postulado da restrição orçamentária do governo.

Não obstante o BC ter o poder, a capacidade e a obrigação de acomodar a demanda dos bancos por reservas, essa criação de reservas tem como contrapartida uma ampliação do passivo dos bancos (empréstimo com o BC), enquanto o gasto do governo amplia a quantidade líquida de reservas no sistema bancário, independentemente do arranjo institucional entre o BC e o Tesouro. Portanto, o saldo orçamentário, resultante da política fiscal, tem um impacto importante sobre o mercado interbancário, que em grande medida, determina o custo de acesso às reservas e, por isso, determina um grande conjunto de taxas de juro da economia. Somente após a contribuição da MMT, que esclareceu a relação entre BC e Tesouro, foi possível estabelecer o nexo entre política fiscal e política monetária, em uma perspectiva compatível com a moeda endógena e com o PDE.

### 2.1.5 Política Monetária e o “Efeito Reserva”<sup>40</sup> da Política Fiscal

Estabelecido que o governo sempre gasta criando moeda estatal e que a tributação e a venda de títulos de dívida pública correspondem à destruição dessa moeda estatal – movimento de fluxo e refluxo, nos termos da TCM – podemos esperar que o resultado orçamentário do governo, dado pelo saldo entre criação e destruição de moeda, potencialmente afeta a quantidade de reservas disponíveis no mercado interbancário. O impacto gerado pela política fiscal no mercado interbancário é chamado de “efeito reserva” (Bell e Wray, 2003). Dizemos que o impacto é potencial pois, na prática, o efeito reserva usualmente é cancelado pela coordenação entre o BC e o Tesouro, especialmente em dias que concentram grandes pagamentos entre o governo e o setor privado.

Como gastos do governo e tributação são independentes, em dias específicos que concentram grande fluxo de pagamentos do governo ao setor privado ou do setor privado ao governo, poderia ser verificada mudança abrupta na quantidade de reservas e, possivelmente, essas mudanças afetariam a taxa de juro (Bell, 2000, Bell e Wray, 2003, Wray, 2015a). Por exemplo, em um dia em que o governo realiza gastos que em muito excedem a arrecadação de tributos, ou seja, em que há muito mais criação do que destruição de reservas, caso a coordenação entre o BC e o Tesouro não seja bem ajustada para acomodar a demanda do setor privado por títulos de dívida pública, haverá pressão baixista sobre a taxa de juro (Bell, 2000, Bell e Wray, 2003, Forstater e Mosler, 2005).

Similarmente, em dias em que o pagamento de tributos supera os pagamentos realizados pelo governo, há destruição líquida de reservas, reduzindo sua disponibilidade no mercado interbancário. Considerando que os bancos comerciais, usualmente, não operam com excesso de reservas em relação às suas necessidades, pois a manutenção de reservas além do necessário consiste em um custo importante, a redução da quantidade de reservas oriunda da política fiscal pressionaria a taxa de juro do mercado interbancário para cima. Como o BC acomoda a demanda dos bancos comerciais, há um movimento da autoridade monetária de compra de títulos públicos que injeta as reservas demandadas pelos bancos comerciais (Bell, 2000, Forstater e Mosler, 2005). O resultado é que a operação defensiva do BC impede alterações na taxa de juro.

Essa relação entre gastos do governo, tributação e o efeito reserva, significa que o déficit orçamentário do governo, ao contrário do que sugerem arcabouços teóricos baseados no modelo

---

<sup>40</sup> Tradução do autor para o termo, em inglês, “*reserve effect*” utilizado por autores MMT como em Bell (2000) e Bell e Wray (2003).

IS-LM, teriam como efeito uma pressão baixista sobre a taxa de juro, que é anulado pela venda de títulos públicos, que retiram reservas (que não pagam juro) e adicionam ativos que remuneram juro um pouco menor do que a taxa meta do BC. De modo equivalente, um superávit orçamentário do governo pressiona a taxa de juro para cima, ao contrário do sugerido pelo modelo IS-LM, cabendo ao BC acomodar a demanda do setor privado por reservas para manter a taxa de juro dentro do patamar desejado (Wray, 2105a). A relação entre o resultado orçamentário do governo (política fiscal) e o mercado interbancário, onde se determina a taxa de juro, não estava consolidado no pensamento Pós Keynesiano<sup>41</sup> (e ainda não é completamente aceito) e só ganhou adeptos, como o próprio Lavoie (2013, 2019a), após o esclarecimento trazido pela MMT ao incorporar a autoridade fiscal do Estado na teoria Pós Keynesiana.

O BC e o Tesouro procuram coordenar suas ações de política fiscal e os instrumentos de política monetária para minimizar o possível efeito reserva derivado de gasto do governo e/ou tributação. No caso dos EUA, as T&L são gerenciadas para reduzir o efeito reserva e facilitar ao *Federal Reserve (Fed)* a manutenção da taxa do interbancário dentro da meta. No Brasil, como explicamos acima, o Tesouro possui apenas conta no BC e, por isso, não há essa possibilidade de gerenciamento. Cada operação de gasto do governo e de tributação realizada tem um efeito reserva muito mais direto sobre o mercado interbancário do que no caso dos EUA, devendo ser compensada com outros instrumentos de política monetária (majoritariamente o uso de operações compromissadas, atualmente).

Na abordagem da MMT, não há espaço para um efeito *crowding-out* via aumento da taxa de juro como um mecanismo do mercado respondendo a indicadores fiscais. Mesmo em um cenário em que haja uma falha, voluntária ou involuntária, na coordenação entre o BC e o Tesouro, devemos esperar uma taxa de juro cadente em resposta ao déficit orçamentário e não uma taxa de juro ascendente como resposta à percepção de risco do mercado. Portanto, assim como o governo não está sob restrição de financiamento para realização de gastos, também podemos afirmar que o nexos entre política fiscal e política monetária não leva à anulação (via mudanças na taxa de juro) de eventuais estímulos oriundos de uma política fiscal ativa. Retomamos este debate na seção 2.2, em que discutimos a possibilidade de uma profecia autorrealizável – o caso da armadilha dos *bond vigilantes* – alterar o resultado esperado, pela MMT (e várias outras vertentes Pós Keynesianas), de uma política fiscal ativa.

---

<sup>41</sup> Lavoie (2013) destaca que Joan Robinson (1969, p. 71) já havia descrito a relação entre resultado orçamentário do governo e política monetária com conclusão similar à obtida pela MMT: o déficit orçamentário do governo tende a pressionar a taxa de juro para baixo.

## 2.2 PROFECIA AUTORREALIZÁVEL E POLÍTICA FISCAL

Após responder aos anseios sobre a (in)solvência do Estado, o propositor da política ELR talvez tenha de responder a um questionamento derivado: se ninguém entende/acredita que a MMT seja uma perspectiva econômica legítima, o comportamento das unidades econômicas privadas não compromete sua aplicação prática? Mesmo assumindo que os princípios fundadores da MMT e suas conclusões sobre o funcionamento do sistema de pagamentos e sobre a capacidade fiscal ilimitada (do ponto de vista financeiro) do Estado, devemos admitir que boa parte das unidades econômicas (para não dizer que praticamente todas) não são familiarizadas com a perspectiva MMT, ou Pós Keynesiana de maneira mais abrangente, sobre a economia.

Mais concretamente, podemos pontuar que desde a revolução conservadora<sup>42</sup> dos anos 1970, houve importantes mudanças no pensamento econômico dominante, na direção de ascensão da economia do livre mercado e decadência, em termos de aceitação do público geral, da economia do bem-estar, que prevalecia desde os anos 1940 (Backhouse, 2005). Podemos até nos arriscar a dizer que a reação do público geral ao anúncio de uma política fiscal, com possível geração de déficit orçamentário ou ampliação da dívida pública em relação ao PIB, seria hoje muito diferente da reação nos anos 1950.

A ciência econômica não é uma disciplina neutra e objetiva, que simplesmente observa fatos da realidade econômica e processa para formulação de teoria. Na realidade, o próprio pensamento econômico, guiado pelas instituições da disciplina da economia, pode alterar a realidade do funcionamento prático da economia.<sup>43</sup> O reconhecimento de que as instituições da disciplina da economia são relevantes na formação de uma perspectiva do público geral, pode suscitar o argumento de profecias autorrealizáveis, entendidas como a situação em que o resultado de um fenômeno econômico converge para a expectativa das unidades econômicas de qual deve ser o resultado.

Tratamos, nesta seção, sobre um conhecido argumento de profecia autorrealizável, que supostamente poderia afetar o resultado de uma política fiscal ativa: a armadilha dos *bond vigilantes*. Em resumo, procuramos responder à seguinte pergunta: mesmo que a MMT esteja correta em seus argumentos e princípios teóricos, poderia o comportamento da maioria das

---

<sup>42</sup> Ver Bonilla (2002) sobre a revolução conservadora dos anos 1970.

<sup>43</sup> Devemos notar a diferença quando tratamos simplesmente de “economia” e de “disciplina da economia.” “Economia” é o objeto de estudo, a realidade econômica, enquanto a “disciplina da economia” é a ciência que estuda tal objeto. Em inglês a diferença é mais facilmente marcada pelos termos *economy* e *economics*.

unidades econômicas, influenciada pela perspectiva econômica dominante, alterar os resultados de uma política fiscal como o ELR, que seria visto como potencialmente inflacionário?<sup>44</sup>

### 2.2.1 Por Que Há uma Perspectiva Dominante na Ciência Econômica?

Antes de apresentarmos a armadilha dos *bond vigilantes*, tratamos de algumas das instituições da disciplina da economia (como universidades, departamentos, institutos de pesquisa, associações, normas sociais dentro da disciplina, entre outras) que moldaram e permitiram a existência de uma perspectiva dominante, com poder incomparavelmente maior que perspectivas dissidentes do pensamento econômico de influenciar as decisões da maioria das unidades econômicas. A existência de tal perspectiva dominante chama atenção, como ressaltado por Dequech (2017), uma vez que não existe consenso sobre uma perspectiva econômica que seja claramente superior<sup>45</sup> às demais. Se não há clara superioridade, como se consolidou um perspectiva dominante que é percebida como mais legítima e que pode influenciar as decisões das unidades econômicas?

Apontamos alguns fatores que foram decisivos na consolidação da perspectiva dominante do pensamento econômico contemporâneo, como a emergência das escolas da “escolha pública” e das “expectativas racionais” (Bonilla, 2002), ideologia (Amadae, 2003), interesses privados (Dequech, 2017, Bonilla, 2002), mudanças nas universidades após a Segunda Guerra (Hodgson, 2009, 2011, Blaug, 2002) e normas sociais da profissão (Colander *et al.*, 2009, Hodgson e Rothman, 1999, Mäki, 2002). Apresentamos, resumidamente, como cada um desses aspectos pode ter moldado a perspectiva econômica dominante.

Primeiramente, a ascensão da escola da escolha pública, questionando que as decisões do Estado possam ser maximizadoras do bem-estar social, e da escola das expectativas racionais, que propõe que os agentes privados conseguem antecipar decisões de política econômica pois possuem o modelo econômico correto, tornando a última inócua, foi determinante para que o liberalismo da escolha racional prevalecesse no debate econômico durante a Guerra Fria (Bonilla, 2002). Tal desenvolvimento teórico e filosófico, entendido dentro do contexto do confronto ideológico, não apenas entre o bloco capitalista e o bloco

---

<sup>44</sup> Na realidade, a armadilha dos *bond vigilantes*, usualmente, trata de qualquer política fiscal ativa, não sendo direcionada ao ELR, especificamente. Para nossos propósitos, podemos examinar o argumento dos *bond vigilantes* no caso do ELR, sem nos afastarmos da essência do debate.

<sup>45</sup> Superior é entendido aqui, como mais capaz de explicar, controlar e/ou prever fenômenos econômicos. Dequech (2017) resalta também que dentro da comunidade de participantes de cada perspectiva, pode haver clara percepção da superioridade daquela perspectiva. Isso não significa, no entanto, que haja consenso sobre a superioridade de determinada perspectiva sobre as demais.

socialista, mas entre os próprios intelectuais do ocidente, representou uma derrota para o marxismo (Amadae, 2003) e para o pensamento heterodoxo, de forma mais geral.

O segundo fator listado acima, trata do interesse pecuniário envolvido ao apoiar recomendações de política econômica que são derivadas de diferentes teorias econômicas.<sup>46</sup> Conforme pontuado por Backhouse (2005), desde os anos 1950, fundações financiadoras de pesquisa na ciência econômica condicionaram economistas ao financiar (ou deixar de financiar) suas pesquisas. A partir dos anos 1960, ganham importância fundos como *Volker Fund*, *Earhart Foundation* e *Heritage Foundation*, voltados ao incentivo explícito da causa do livre mercado.

Bonilla (2002) ilustra com uma situação hipotética, porém, esclarecedora. Ao considerar uma política de corte de impostos, detentores de riqueza podem não ter certeza sobre os impactos para sociedade como um todo, mas sabem quais os benefícios próprios que obtêm com uma redução dos impostos. É razoável esperar que os detentores de fundos que financiam a pesquisa econômica sejam propensos a financiar pesquisas alinhadas com seus próprios interesses pecuniários. Adicionalmente, economistas têm interesse em conseguir financiamento para continuidade de sua própria pesquisa e/ou conseguir boas ofertas de empregos fora da academia. Para isso, podem alinhar suas pesquisas aos interesses dos detentores da riqueza financiadores de pesquisa.

O terceiro fator é a expansão pela qual as universidades passaram no Pós-Segunda Guerra, especialmente nos países centrais, que ao mesmo tempo ampliaram o acesso do público geral e inclinaram a orientação do ensino superior de questionamentos mais abrangentes à especialização profissional. No caso mais específico da ciência econômica, parte importante da pesquisa desenvolvida durante a guerra tinha como objetivo a aplicação prática no conflito, resultando em trabalhos muito mais formalizados do que era comum à época. Por esse movimento, trabalhos formalizados passaram a ser mais prestigiados e a habilidade matemática passou a ser indispensável no currículo da disciplina (Hodgson, 2009, 2011).

Não se trata de uma condenação do uso de instrumental matemático na disciplina da economia, como é feito também por perspectivas consideradas dissidentes, como é caso dos Kaleckianos e Sraffianos, que fazem uso extensivo da matemática.<sup>47</sup> O ponto destacado por Hodgson (2009, p. 1209) é de “*elevation of technique over substance*”, também identificado em estudo realizado por Colander e Klamer (1987) com alunos de pós-graduação nas seis

---

<sup>46</sup> Ciências naturais também podem estar sujeitas a interesses pecuniários. Podemos assumir, sem prejuízo, que proposições de política econômica, que derivam de pesquisas sob uma perspectiva econômica específica, podem ter um impacto mais generalizado sobre os interesses de financiadores de pesquisa em economia.

<sup>47</sup> De maneira mais direta, o uso de modelos matemáticos formalizados é condição necessária, porém, não suficiente para que uma perspectiva econômica passe a fazer parte do pensamento dominante.

universidades mais bem classificadas dos EUA. O resultado do estudo aponta para uma forte priorização, entre os alunos, de habilidades matemáticas como característica essencial para o sucesso na carreira de economista, em contraste com o conhecimento da economia e da literatura econômica que foi minoritariamente (apenas 3% e 10%, respectivamente) considerado essencial.<sup>48</sup>

Por fim, normas sociais têm um papel essencial na profissão de economista. Dequech (2017, p. 1629) definiu normas sociais como “*institutions that imply the possibility of social sanctions and may be internalized by several individuals, who comply regardless of social sanctions.*” Economistas que seguem ideias que são adotadas por inúmeros outros economistas têm sanção social positiva, porque suas próprias ideias são mais aceitas no debate e, potencialmente, têm mais e melhores ofertas de trabalho. Inversamente, economistas dissidentes sofrem sanção social negativa, porque suas ideias não se adequam ao pensamento dominante e, recorrentemente, são excluídos de posições nas universidades e centros de pesquisa de maior prestígio. Isso não significa que os participantes no grupo da perspectiva dominante estejam apenas seguindo aquilo que lhes fornece mais sanções sociais positivas. Conforme o conceito estabelecido, as normas sociais são internalizadas e os participantes do grupo (economistas, neste caso) seguem-nas independentemente das sanções.<sup>49</sup>

Com efeito, economistas que estão nas universidades de maior prestígio são considerados, pelo público geral, mais legítimos para ocupar a posição de “especialista”, tendo maior capacidade de influenciar o debate público, inclusive, de especial importância para o debate nesta seção, para proposição de política econômica. Ao mesmo tempo, economistas dissidentes ficam em posição mais frágil para participar do debate público e para expor suas ideias ao público geral. Esse contraste, estabelecido pelas normas sociais da profissão, por sua vez, leva à *inevitabilidade* ou *naturalidade* das ideias da perspectiva econômica dominante.

*Indeed, several non-mainstream approaches in economics are probably not known—and thus are not taught or even criticized—outside small circles. Many dissenters do not even submit articles to mainstream journals and conferences, nor apply for jobs at the most prestigious universities and funding from the main foundations. This reduces the exposure of the mainstream to dissenting ideas, thereby facilitating the naturalization of the prevailing rules (Dequech, 2017, p. 1642-1643).*

<sup>48</sup> Mais detalhes sobre a metodologia do estudo, ver Colander e Klammer (1987).

<sup>49</sup> Hodgson e Rothman (1999) trata da concentração institucional nos periódicos com maior fator de impacto na ciência econômica. Associando tal concentração institucional à ideia das normas sociais condicionando o comportamento dos economistas, há um efeito *lock-in* das ideias que são publicadas nos periódicos mais importantes, prejudicando a pluralidade no pensamento econômico.

Perspectivas econômicas dissidentes, como é o caso da MMT, em geral,<sup>50</sup> são excluídas do debate público e, mesmo na academia, ficam fechadas em pequenos grupos. Isso significa que, frequentemente, economistas subscritos à perspectiva econômica dominante não têm contato e nem mesmo conhecem a existência das perspectivas alternativas.

### 2.2.2 A Armadilha dos *Bond Vigilantes*: uma ameaça ao estímulo fiscal?

Um dos artigos referência na perspectiva econômica dominante, na área da macroeconomia, sobre os efeitos de uma política fiscal ativa associada a déficit orçamentário é Gale e Orszag (2004, p. 101), que não poderia ilustrar de maneira melhor a *inevitabilidade* das ideias da perspectiva econômica dominante. Inicialmente, reconhecem que o debate sobre o impacto dos déficits orçamentários “*dates back at least to the work of David Ricardo*”, porém, listam apenas perspectivas dentro do pensamento dominante. A perspectiva alternativa, Pós Keynesiana, que tem a política fiscal como um dos seus temas centrais, não é nem mesmo reconhecida como interessante de ser refutada.<sup>51</sup>

Na perspectiva dominante, déficits orçamentários do governo – ou aumento da relação dívida pública/PIB, em versões mais modernas – implicam menor poupança (investimento), aumento da inflação (Sargent e Wallace, 1981), aumento da taxa de juro e, conseqüentemente, menor renda nacional (Gale e Orszag, 2004). A relação direta entre déficit orçamentário e taxa de juro é explicada pela necessidade de emissão de títulos da dívida pública para “financiar o déficit.” Dessa forma, (1) o aumento da dívida pública eleva o risco de insolvência do Estado e faz com que os agentes privados demandem retornos mais altos para continuarem comprando os títulos da dívida pública (Blanchard e Johnson, 2013) e; (2) o aumento da oferta de títulos públicos faz com que seu preço caia (e, portanto, sua taxa de juro suba).<sup>52</sup>

Apesar de tais relações entre as variáveis não serem aceitas por perspectivas alternativas, alguns economistas dissidentes, como Palley (2011, 2012), acenam para a possibilidade que uma profecia autorrealizável concretize as relações esperadas pela perspectiva dominante. A profecia autorrealizável conhecida como a armadilha dos *bond vigilantes*, poderia implicar

---

<sup>50</sup> Depois de quase duas décadas, com publicações importantes em periódicos reconhecidos e relevantes do pensamento heterodoxo, a MMT apenas recentemente, devido à sua exposição em *blogs*, conseguiu alguma penetração no debate público nos EUA. Ainda assim, podemos dizer que a exposição do público geral às ideias da MMT é bem menor do que às ideias da perspectiva dominante.

<sup>51</sup> Galbraith (2005, p. 8) aponta a ausência de “*followers [...] of John Maynard Keynes*” nas perspectivas listadas por Gale e Orszag (2004).

<sup>52</sup> Nosso propósito não é uma apresentação detalhada desses autores sobre os impactos do déficit orçamentário. Importante para a armadilha dos *bond vigilantes* é saber quais as conseqüências esperadas por agentes influenciados pela perspectiva dominante na macroeconomia.

resultados negativos não esperados pela implementação do ELR, como uma elevação da taxa de juro que reduza o nível de atividade econômica e o emprego no setor privado.

#### 2.2.2.1 *Bond vigilantes* e taxa de juro exógena

De acordo com Palley (2011, p. 18), detentores de títulos públicos atentos à situação fiscal (os *bond vigilantes*) podem, devido à “*mistaken understanding of the true economic situation*”, antecipar inflação e taxa de juro mais alta como consequência de um déficit orçamentário do governo. Por exemplo, caso o governo decida implementar o ELR e os vigilantes acreditem se tratar de uma política com resultado inflacionário, sua resposta seria vender os títulos que possuem em carteira para reduzir as perdas e para adquirir reservas necessárias para comprar novas posições que rendam a taxa de juro mais alta esperada. O próprio movimento de venda dos títulos da dívida pública levaria a uma queda dos preços e, conseqüentemente, um aumento da taxa de juro. O aumento da taxa de juro, por sua vez, reduz automaticamente o investimento e impacta negativamente a atividade econômica (Palley, 2012). Essa relação inversa entre taxa de juro e investimento está longe de ser ponto pacífico entre Pós Keynesianos. O debate aqui proposto, contudo, trata sobre a possibilidade de a profecia autorrealizável afetar a determinação da taxa de juro, não o impacto da taxa de juro sobre componentes de gasto.

Em qualquer transação financeira – no caso específico aqui tratado, a compra/venda de títulos da dívida pública – há sempre duas percepções opostas sobre o preço futuro do ativo transacionado. Ou seja, se o vigilante acredita que a taxa de juro subirá e, por isso, decide vender o título, quem compra o título acredita que a taxa de juro cairá ou se manterá constante. A armadilha dos vigilantes assume um caso extremo, em que vasta maioria dos detentores de títulos deseja vender e não encontra compradores suficientes.

Na ausência de unidades econômicas privadas que assumam a posição compradora, o BC acomoda a demanda do setor privado por reservas. Esse comportamento acomodacionista do BC faz dele o principal *market maker*. Ao comprar os títulos públicos, o BC credita reservas na conta do vendedor (ou do banco do vendedor) reduzindo a quantidade de ativos que rendem juro e ampliando a quantidade de reservas bancárias, que não rendem juro, no mercado interbancário. Ao acomodar a demanda por reservas, o BC estabiliza o preço dos títulos e garante, conseqüentemente, que a taxa de juro dos títulos não aumente (Wray, 2015a, Bell, 2000, Forstater e Mosler, 2005).

BCs modernos não têm metas para agregados monetários e, mesmo quando tinham, até os anos 1980, falhavam recorrentemente ao tentar cumpri-las, conforme Wray (1998) explica as dificuldades enfrentadas pelo *Fed*. A função explícita dos BCs modernos é de garantir a solidez do sistema de pagamentos e do sistema bancário, garantindo qualquer quantidade de reservas e/ou títulos públicos demandados. Se há demanda por reservas não satisfeita, a taxa de juro é pressionada para cima e o BC acomoda comprando títulos e creditando reservas. No movimento oposto, se há mais reservas do que o desejado no agregado do sistema bancário, há pressão para baixo sobre a taxa de juro e o BC acomoda vendendo títulos públicos e debitando reservas. A operação ordinária do BC impede variações indesejadas nos preços dos títulos públicos, impossibilitando que vigilantes alterem a taxa de juro devido às suas próprias expectativas ou ao seu entendimento de que a política fiscal em andamento é insustentável ou inadequada de alguma maneira.

#### 2.2.2.2 A taxa de juro de longo prazo

Se concedermos o benefício da dúvida e considerarmos que a armadilha dos *bond vigilantes* trata da taxa de juro de longo prazo,<sup>53</sup> poderíamos obter uma conclusão diferente? Afinal, diferentemente da taxa e juro de curto prazo, para qual o BC estabelece uma meta explícita e se dispõe a acomodar qualquer demanda por compra/venda de títulos públicos para manter o preço (taxa de juro) desejado, a taxa de juro de longo prazo,<sup>54</sup> normalmente, não é fixada da mesma maneira. Como reconhecido por Wray (2015a), a taxa longa tem um conjunto de determinantes mais complexos do que a taxa curta, mas caso o BC decidisse fixar uma meta para a taxa de juro longa, não haveria qualquer impedimento para que fosse bem-sucedido, como já ocorreu nos EUA, durante a Segunda Guerra Mundial, em que o *Fed* estabeleceu uma meta para taxa longa.

Mais recentemente, após a CFG em 2008, o *Fed* adotou um conjunto de política monetária que incluiu a *operation twist*, em que a autoridade monetária passou a intervir no mercado de títulos de longo prazo. Chama atenção que o *Fed* tenha tentado controlar um preço (dos títulos de longo prazo) anunciando uma quantidade determinada de títulos que estaria disposto a comprar, com a óbvia consequência que a taxa longa baixava transitoriamente, mas

---

<sup>53</sup> Não há qualquer indicação nos textos de Palley (2011, 2012), por exemplo, que a taxa de juro referência na armadilha dos *bond vigilantes* seja a taxa de juro de longo prazo.

<sup>54</sup> No decorrer desta subseção, abreviamos “taxa de juro de longo prazo” como simplesmente “taxa longa.” A “taxa de juro de curto prazo” é chamada de “taxa curta.”

depois retornava ao patamar anterior. Nosso ponto aqui é que se trata de uma decisão da autoridade monetária fixar ou não a taxa longa, assim como faz com a taxa curta.

Fullwiler (2005, 2006), Galbraith (2005) e Serrano e Pimentel (2017) pontuam que, no contexto atual, em que o BC não estabelece meta para a taxa longa, a última é determinada pelas expectativas em relação à taxa curta futura adicionada de um prêmio de liquidez pela aplicação de longo prazo.<sup>55</sup> Nesse caso, poderiam os *bond vigilantes* pressionar a taxa longa? O raciocínio seria que, por causa de uma política fiscal que consideram inadequada, como a implementação do ELR, os detentores de títulos de longo prazo preveriam um aumento da inflação e da taxa de juro, pois são influenciados pela perspectiva econômica dominante. Como resposta, venderiam seus títulos de longo prazo, cujo preço seria reduzido.

A partir da venda dos títulos de longo prazo, vigilantes podem decidir ficar com as reservas (ou depósitos, caso não sejam bancos) ou refazer sua posição com títulos de curto prazo. Com qualquer das duas possibilidades, não há alteração da taxa curta, como explicamos acima. A hipotética redução do preço dos títulos de longo prazo (elevação da taxa longa) cria oportunidade de lucro e, conseqüentemente, desencadeia um processo de arbitragem entre a taxa curta e a taxa longa (Fullwiler, 2005, 2006). Como a taxa curta não se altera por movimentos de compra/venda de títulos, pois qualquer quantidade é acomodada pelo BC, quanto maior a diferença entre a taxa curta e a taxa longa, mais lucrativo se torna tomar emprestado pela taxa curta para aplicar na taxa longa. Por isso, desvios entre taxa curta e taxa longa, quando ocorrem, tendem a ser transitórios (Fullwiler, 2005, 2006, Serrano e Pimentel, 2017).

Evidências, para o Brasil, apresentadas por Serrano e Pimentel (2017) e Jorge e Bastos (2019), e para os EUA apresentadas por Fullwiler (2016), demonstram que a taxa longa segue de perto o movimento da taxa curta, indicando, quando consideramos que a taxa curta é determinada exogenamente pela autoridade monetária, que o BC exerce influência decisiva sobre a determinação da taxa longa. Para que essa arbitragem continue ocorrendo, não é necessário que as decisões dos *policy makers* estejam alinhadas com a percepção dos vigilantes sobre a política macroeconômica mais adequada. Conforme Fullwiler (2006), apenas a existência de demanda não-trivial por reservas é suficiente para que as demais taxas de juro da economia sejam arbitradas em relação à taxa de política monetária do BC.

Reconhecemos que ao não atuar diretamente sobre o mercado de títulos de longo prazo, o BC permite uma margem para variação da taxa longa que não se verifica na taxa curta. Em

---

<sup>55</sup> Keynes (1982, p. 375) já havia chamado atenção para a relação entre a taxa curta e a determinação da taxa longa: “[...] *it is confidence in the future of short-term rates which is required to bring down long-term rates.*”

tempos de forte instabilidade financeira, é possível que a taxa longa sofra algum desvio significativo em relação à taxa curta (Serrano e Pimentel, 2017), porém, não é esse o cenário base da armadilha dos *bond vigilantes*, que supostamente ocorreria em período de estabilidade e crescimento econômico, de acordo com a descrição de Palley:

*[...] there is a perennial danger that economic recovery may be truncated by bond market vigilantism, causing a spike in interest rates that kills growth. That possibility makes bond market vigilantism the one real and present threat to the immediate interest-rate outlook (2011, p. 19).*

Portanto, mesmo se assumirmos que as ideias da perspectiva econômica dominante sejam diametralmente opostas aos princípios fundamentais da MMT, e que as unidades econômicas privadas tomam decisões de alocação dos seus portfólios de ativos influenciados por essa perspectiva dominante, não há risco de desestabilização das taxas (curta e longa) devido à políticas monetária e/ou fiscais consideradas inadequadas. É bastante provável que o próprio BC, mais especificamente o comitê de política monetária, composto por economistas subscritos à perspectiva econômica dominante, acredite ser necessário alterar a taxa de juro. Wray acenou para esta possibilidade:

*Obviously, the central bank sets its target as a result of its belief about the impact of this rate on a range of economic variables that are included in its policy objectives. In other words, setting of this rate 'exogenously' does not imply that the central bank is oblivious to the economic and political constraints it believes to reign (whether these constraints and relationships actually exist is a different matter) (2006b, p. 278).*

A decisão do BC influenciada pelo pensamento econômico dominante, contudo, não deve ser naturalizada como parte do funcionamento normal da economia. Este é um argumento essencialmente diferente daquele sugerido sob o nome de armadilha dos *bond vigilantes*. Caso o BC reaja à uma política fiscal ativa que gera déficits orçamentários aumentando a taxa de juro, temos uma restrição auto imposta sobre a relação entre resultados orçamentários do governo e a política monetária. Descartamos, então, a possibilidade que o comportamento do setor privado possa alterar substancialmente a relação entre a política fiscal e a política monetária, de maneira a invalidar as proposições da MMT.

### 2.3 POLÍTICA FISCAL E INFLAÇÃO

Não há dúvida que outro questionamento sobre o ELR, após responder sobre a capacidade do Estado realizar gastos, é: e a inflação? De acordo com o princípio das finanças funcionais, o tamanho da dívida pública, dos déficits orçamentários ou qualquer outro indicador

fiscal, não é um limite para realização de gastos do governo, que nunca está sujeito à escassez de moeda, pois esta é apenas uma relação de crédito/dívida. A inflação é o aspecto mais importante a ser levado em consideração em relação aos gastos do governo. Contudo, ressaltamos que a inflação que pode resultar da ampliação do gasto do governo, no arcabouço das finanças funcionais e na abordagem da MMT, não é relacionada à ampliação da quantidade de moeda na economia, mas à elevação de custos devido ao aumento da utilização de recursos reais.<sup>56</sup>

A abordagem da MMT adota a teoria Pós Keynesiana de conflito-distributivo, em que a formação de preços é basicamente determinada pelos custos de produção. Portanto, a inflação é explicada como um fenômeno real e não como um fenômeno monetário. Há, na abordagem da MMT, um completo abandono da NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) associada à existência de uma taxa natural de desemprego (TND), como forma *adequada* de orientar a política macroeconômica para obter estabilidade de preços (Tcherneva, 2012a, Mitchell, 1998). Isso não significa que políticas baseadas na NAIRU sejam incapazes de estabilizar os preços, mas que a contenção dos preços sob essas políticas tem elevado custo econômico e social, sob a forma de desemprego. Em outra direção, a MMT sugere a utilização do programa ELR como um estoque regulador de preços, substituindo políticas baseadas na NAIRU para o controle inflacionário (Mitchell, 1998). No decorrer desta seção, discutimos qual o impacto inflacionário dessa forma específica de política fiscal.

### 2.3.1 O ELR como Política de Pleno Emprego e Estoque Regulador de Preços

Vamos retomar as características essenciais do programa ELR, que foram sucintamente apresentadas no primeiro capítulo. Ressaltamos ao leitor, que essas são apenas as características gerais do ELR, sendo suas características específicas definidas de acordo com as instituições, estrutura do mercado de trabalho e forma de organização do Estado. Essas características foram apresentadas em vários trabalhos MMT, como Wray (1998a, 1998b), Mitchell (1998), Mitchell e Wray (2005), Mosler (1998), Tcherneva (2012a), mas não limitados a estes.

1) O ELR é um programa que disponibiliza emprego a todos aqueles que estejam aptos, dispostos e disponíveis a trabalhar, porém, não conseguem emprego no setor privado e/ou setor público tradicional.

---

<sup>56</sup> Recursos “reais” em contraste com recursos “monetários.”

- 2) O governo central é responsável pelo pagamento dos salários e dos custos envolvidos nas atividades do programa, mas não necessariamente pela organização das atividades desenvolvidas pelos contratados no programa.
- 3) O governo fixa, exogenamente, o salário pelo qual se dispõe a contratar todos os elegíveis ao programa. O governo pode, eventualmente, reajustar o salário conforme acreditar ser adequado, porém, a recomendação é que *não haja* uma indexação do salário do programa à inflação.
- 4) O ELR atua residualmente, ou seja, contrata somente aqueles indivíduos que não conseguiram emprego no setor privado e/ou setor público tradicional e permite a saída imediata quando o indivíduo conseguir emprego fora do programa. Dessa forma, o ELR não disputa a força de trabalho com o setor privado, pois contrata apenas aqueles que foram rejeitados.
- 5) O programa não significa o abandono de políticas de transferência e/ou de assistência social. Todos aqueles não estejam aptos ao trabalho, por qualquer razão, continuariam recebendo assistência governamental. Destacamos que é provável que em decorrência do ELR, políticas de transferência e de assistência seriam menos necessárias.
- 6) O ELR não é um substituto do Estado de bem-estar. Na realidade, é possível pensar em uma complementariedade entre serviços típicos do Estado de bem-estar e as atividades desenvolvidas pelos participantes do programa. Caso o governo considere o Estado de bem-estar social inadequado (por qualquer razão), o ELR pode continuar existindo de maneira independente, porém, destacamos veementemente que não se trata de políticas excludentes entre si.

A abordagem da MMT, assim como as demais vertentes Pós Keynesianas, entende o desemprego involuntário como resultado de insuficiência de demanda. Entretanto, diferentemente do que foi sugerido por Sawyer (2003, p. 884), o pleno emprego através do ELR não pressupõe incremento da demanda agregada. Mitchell e Wray (2005, p. 239) explica que “*ELR can achieve and sustain noninflationary full employment at any level of aggregate demand.*” Esclarecemos que mantidas todas as demais condições constantes (inclusive outros gastos realizados pelo governo), a implementação do programa teria como efeito esperado um

aumento da demanda agregada. Após o aumento inicial, no entanto, o nível de demanda agregada pode flutuar, mesmo sendo mantido o pleno emprego. Além disso, o governo pode optar por realizar uma redução em seus outros gastos simultaneamente à implementação do ELR, compensando o potencial aumento da demanda agregada. Ressaltamos que esta não é a recomendação dos autores MMT, porém, uma forma possível de condução da política fiscal que impediria um aumento da demanda agregada como resultado do ELR.

O ELR funciona como um estabilizador automático, ampliando ou reduzindo os gastos do governo de maneira inversa ao nível de demanda agregada da economia, suavizando o ciclo econômico. O programa ajustaria residualmente a contratação de trabalhadores, garantindo o pleno emprego dada qualquer variação do nível de demanda agregada. Conforme destacado por Wray (1998a), mesmo com o ELR, a economia continuaria tendo flutuações do nível de atividade econômica, com os gastos do programa suavizando tais flutuações, mas não compensando-as inteiramente.

Em sua crítica, Sawyer<sup>57</sup> (2003) utiliza o conceito de NAIRU (ainda que não necessariamente a NAIRU constante, como a neoclássica) para argumentar que o ELR é inflacionário. Ao final do artigo, reconhece que possivelmente o programa não implique inflação mais alta do que aquela verificada no arranjo atual, porém, considera que isso não equivale à estabilidade de preços, ao mesmo tempo em que acusa a MMT de afirmar que o ELR implicaria inflação menor do que o arranjo atual. Uma leitura atenta dos primeiros trabalhos MMT, porém, deixa claro que a principal argumentação é justamente que uma economia com o ELR não seria mais inflacionária que o arranjo atual, como em Wray (1998a, p. 133): “[i]t is hard to imagine that true full employment with an ELR programme would be more inflationary than the current system.” Há uma divergência entre a MMT, que considera que há atualmente estabilidade de preços, e Sawyer (2003) que considera que o arranjo atual não confere estabilidade de preços.

Em políticas baseadas na NAIRU, o desemprego involuntário é necessário para estabilizar salários e preços. Diferentemente, no ELR o salário é fixado exogenamente e a quantidade de trabalho contratado flutua de acordo com as decisões de contratação do setor privado e do setor público tradicional (em direção inversa) (Mitchell, 1998). Nessa abordagem, a estabilização dos salários “ancora” o nível de preços, pois são o principal componente de

---

<sup>57</sup> Nos atemos à crítica de Sawyer direcionada ao possível efeito inflacionário do ELR. Não detalhamos sua crítica sobre o financiamento do programa, generosamente classificada por Mitchell e Wray (2005, p. 235) como “muddled.” Sawyer demonstra amplo desconhecimento sobre a determinação da taxa de juro e financiamento de gastos do governo em uma abordagem de moeda endógena. Seus questionamentos se assemelham à uma visão à la Friedman ao relacionar gastos do governo, quantidade de moeda e inflação.

custo de produção de bens e serviços, que por sua vez determinam o nível de preços. O salário fixado pelo programa estabeleceria a base comparativa para os demais salários da economia, pago aos trabalhadores não-ELR.<sup>58</sup>

Assim, a estabilidade do salário do ELR torna-se um elemento central na estabilização dos salários do setor não-ELR e, conseqüentemente, do nível geral de preços da economia. Quanto maior for o conjunto de trabalhadores empregados no ELR, maior a capacidade do salário fixado pelo governo influenciar o salário do setor não-ELR. Uma base menor de contratados no programa, por sua vez, reduz sua capacidade de influenciar o salário dos trabalhadores não-ELR. De certa forma, substitui-se a NAIRU por uma relação entre a quantidade de trabalhadores ELR e o total de trabalhadores. Conforme essa relação se aproxima da unidade, a capacidade de o governo fixar os preços da economia cresce enquanto quando a proporção se aproxima de zero, menor é a capacidade do governo estabilizar os preços. A proporção mínima que garante a estabilidade de preços é a *Non-Accelerating Inflation Buffer Employment Ratio* (NAIBER) (Mitchell, 1998).

Consideremos, agora, o caso de uma economia com o ELR em funcionamento e pressão inflacionária oriunda de outras fontes. Como se daria o controle da inflação? O governo continuaria tendo os mesmos instrumentos que possui no arranjo atual para estabilizar os preços. A diferença, nesse caso, é que uma possível desaceleração da atividade econômica em decorrência da política de controle da inflação não resultaria em desemprego involuntário, mas sim, em aumento da proporção entre trabalhadores ELR e trabalhadores não-ELR, o que confere ao programa uma capacidade maior de auxiliar na estabilização dos salários da economia.

Em um primeiro momento da implementação do programa, é esperado que haja um aumento pontual do nível de salários da economia, pois as firmas que remuneram abaixo do salário do programa seriam forçadas a elevar a remuneração dos seus trabalhadores ou teriam sua atividade produtiva inviabilizada pela falta de força de trabalho. As firmas que antes da implementação do programa pagavam salário menor do que aquele oferecido pelo ELR e que optassem por continuar com sua produção, teriam que pagar o salário do ELR adicionado de um prêmio (Wray, 1998b). Esse aumento pontual dos salários deve se refletir em aumento igualmente pontual sobre os preços, o que não configura pressão inflacionária. Conforme sugerido por Mitchell e Wray (2005), o programa poderia ser implementado em fases, procurando diluir esse efeito pontual sobre o nível de preços.

---

<sup>58</sup> A partir daqui, com intuito de abreviação, trabalhadores do setor privado e do setor público tradicional são chamados de trabalhadores não-ELR.

### 2.3.2 ELR, Distribuição e Inflação

De modo compatível com a MMT, que comumente utiliza a teoria Kaleckiana para tratar da formação de preços e distribuição, seguimos a teoria monetária da distribuição, baseada no trabalho de Pivetti (1991) para analisar os possíveis impactos da implementação do ELR sobre a inflação e distribuição funcional da renda. Em comum com a teoria Kaleckiana, adotada pela MMT, a teoria monetária da distribuição entende que preços são determinados pelo custo e que a inflação é resultado do conflito-distributivo. Adicionalmente, a teoria monetária da distribuição considera a taxa de juro nominal de longo prazo uma variável exógena, autonomamente determinada pelo governo. Entendemos que por compartilhar tais características com a MMT, as duas abordagens podem ser compatíveis.

Diferentemente da abordagem do excedente Clássica, em que o salário real é a variável autonomamente determinada e a taxa de lucro é a variável residual, na teoria monetária da distribuição, a taxa de lucro normal é a variável independente e é o salário real que se adequa residualmente. Uma relação amplamente reconhecida é entre a taxa de lucro normal e a taxa de juro nominal,<sup>59</sup> conforme salienta Pivetti:

*It is pertinent to recall from the start that economic theory is in substantial agreement in recognizing that there is a connection between the rate of profit on the one hand, and the money rate of interest on the other; that these two tend to move in sympathy, that is to say (1991, p. 4).*

Por ser a taxa de juro nominal uma variável exógena, podemos considerar que é a taxa de lucro que se adequa a mudanças permanentes na taxa de juro. A explicação para essa relação é que a taxa de juro nominal compõe parte do custo normal<sup>60</sup> das firmas e, por isso, mudanças nela provocam mudanças na mesma direção no nível dos preços. Considerando o salário nominal constante, uma elevação permanente da taxa de juro eleva o custo normal das firmas e, conseqüentemente, os preços, reduzindo o salário real e aumentando a taxa de lucro. A equação apresentada por Pivetti (1991, p. 25) pode ilustrar de maneira mais explícita essa relação entre taxa de lucro normal e a taxa de juro:  $r_a = i + npe_a$ . A taxa de lucro normal de cada esfera produtiva ( $r_a$ ) é igual à taxa de juro nominal de longo prazo ( $i$ ) adicionada de uma

<sup>59</sup> Nesse caso, a taxa relevante é a taxa de juro recebida por detentores de títulos prefixados de longo prazo, livres de risco. É a taxa de juro de longo prazo que regula o lucro normal do capital empregado na produção (Pivetti, 1991, p. 21).

<sup>60</sup> Como explicado por Pivetti (1991, p. 23), não é necessário para isso assumir que todo capital empregado na produção é emprestado. A taxa de juro é um custo de oportunidade para todo capital empregado na produção, pois é a “‘pure’ remuneration of capital.”

remuneração por *risk and trouble* (npe<sub>a</sub>). De maneira mais simples, uma redução da taxa de juro nominal provoca *ceteris paribus* uma redução da taxa de lucro normal. A taxa de juro nominal de longo prazo é a variável que regula a relação entre preços e salários nominais, definindo a distribuição normal entre taxa de lucro e salário real e, portanto, somente alterações permanentes na taxa de juro alteram a distribuição normal.

Sob essa perspectiva, a implementação do ELR, sem uma mudança permanente na taxa de juro, alteraria a distribuição funcional, favoravelmente ao salário, apenas transitoriamente. Mesmo assim, reconhecemos que pode haver alguma inércia – por diversos fatores, como contratos de indexação – no aumento do nível de preços causado pela elevação do salário nominal no momento da implementação do ELR, impedindo que seja imediatamente dissipado no período seguinte. No entanto, como descartamos a existência de uma curva de Phillips aceleracionista – isto é, relaxamos os pressupostos de que a inércia inflacionária é igual à unidade (“perfeita”) e que choques de custo convergem à média zero – o aumento do salário nominal, que é um choque de custo, eleva temporariamente a taxa de inflação mas não altera-a permanentemente, sendo dissipada ao longo do tempo (Serrano, 2019). O aumento dos preços em resposta ao aumento do salário nominal é explicado por Pivetti (1991) por se tratar de um aumento do custo de produção que é parte do preço.

Caso um dos objetivos do governo ao implementar o ELR seja uma alteração permanente da distribuição funcional, outras medidas de política econômica teriam que complementar as características estruturais do programa. Tratamos de duas possibilidades. A primeira seria um reajuste recorrente do salário nominal do ELR para impulsionar o aumento do salário nominal do setor não-ELR, de tal modo que o repasse aos preços, estaria sempre “correndo atrás” do aumento do salário real. Essa possibilidade foi explicada por Stirati (2001, p. 433, grifo da autora), mesmo que não tratando diretamente sobre o ELR, ao cogitar um cenário em que o salário nominal seria reajustado recorrentemente: “[h]ence, *ceteris paribus*, a continuous increase in money wages at an annual rate  $h$  generates a **constant** rate of inflation, a smaller than  $h$  increase in the level of the real wage, and a fall in the profit rate.” Nesse caso, o ELR poderia ter um impacto duradouro sobre a distribuição normal e geraria uma taxa de inflação constante.

A segunda possibilidade seria uma redução da taxa de juro nominal, simultaneamente ao aumento do salário nominal provocado pela implementação do ELR. Dessa forma, o aumento do salário nominal e a queda do nível de preço (ou a não subida do nível de preço, a depender da composição de custo das firmas) significa uma redução da taxa de lucro normal,

aqui entendida como a taxa de retorno sobre o capital utilizando a técnica dominante e produzindo ao nível normal de utilização da capacidade instalada (Pivetti, 1991, 2007).

O aumento do salário nominal causado pelo ELR acompanhado por uma redução da taxa de juro não geraria elevação dos preços (ou uma elevação menor do que o aumento do salário nominal) e, simultaneamente alteraria a distribuição funcional em favor dos salários. Ainda que essa pareça a possibilidade mais adequada, devemos contemplar a dificuldade política de uma redução duradoura da taxa de lucro, sendo possível que a política monetária responda aos interesses da classe capitalista: *“by manipulating nominal interest it is always possible in principle – albeit at the cost of an accelerating inflationary process – to leave distribution unaffected in the face of any increase in money wages”* (Pivetti, 2007, p. 244).

Pelo lado da demanda, a implementação do ELR, mantidas todas as demais condições constantes, conforme apresentado na subsecção anterior, implica aumento da demanda agregada e, portanto, do produto corrente. Considerando que as firmas operam com algum grau de ociosidade da sua capacidade instalada, esse aumento da demanda seria atendido através de aumento do grau de utilização do capital, no curto prazo. Conforme apontado por Kriesler e Lavoie (2004), a partir de uma abordagem Pós Keynesiana é razoável considerar que para um largo espectro de graus de utilização da capacidade não há pressão sobre os preços. Apenas economias muito próximas da plena utilização da capacidade estariam sujeitas à aceleração inflacionária.

### 2.3.3 ELR, Poder de Barganha e Produtividade do Trabalho

Sawyer levanta o argumento da indisciplina dos trabalhadores, que seria resultado da redução do desemprego, atribuindo à Kalecki (1943) a proposição de que o pleno emprego não seria sustentável. Ao trazer o argumento para o debate contemporâneo, Sawyer (2003, p. 904) emprega referências de autores como Shapiro e Stiglitz, estabelecendo uma relação negativa entre pleno emprego e produtividade do trabalho: *“Shapiro and Stiglitz [1984] have postulated that effort and labor productivity would fall to zero under conditions of full employment as the cost of job loss fall to zero.”* Além da inadequada tentativa de aproximação entre Kalecki e autores do novo-consenso, argumentamos que a relação entre pleno emprego e a indisciplina dos trabalhadores não ocorre de maneira tão simplista quanto sugerida por Sawyer.

Primeiramente, o trecho citado de Kalecki (1943, p. 326, grifo nosso) possui uma conclusão distinta daquela sugerida por Sawyer: *“[b]ut ‘discipline in the factories’ and ‘political stability’ are more appreciated by the business leaders than profits. Their class*

*instinct tells them that lasting full employment is unsound from their point of view and that unemployment is an integral part of the 'normal' capitalist system.*” Nota-se que a única inferência feita é que o pleno emprego pode parecer não sustentável do ponto de vista dos empresários, sem qualquer indicação de que se trate de uma posição realmente insustentável da economia. Segundo, a ideia de que a produtividade do trabalho seria reduzida a zero, em uma economia em pleno emprego, significa que os trabalhadores, diante da ausência da ameaça do desemprego paralisariam qualquer atividade produtiva, o que geraria pressão inflacionária e, ao mesmo tempo, significaria a nulidade do produto da economia.

Tal conclusão é simplesmente irrealista e, provavelmente, um erro cometido por Sawyer na tentativa apressada de atrelar inflação ao ELR. Mesmo atenuando a expressão, fica clara a linha de argumentação sugerida: a indisciplina dos trabalhadores, resultante do pleno emprego, pressiona o salário nominal para cima e leva à queda da produtividade do trabalho, pressionando os preços. Enquanto o pleno emprego fosse mantido pelo ELR, haveria uma pressão constante sobre o custo do trabalho (salários) pois os trabalhadores barganham salários crescentes na ausência do desemprego como fator disciplinador. Três perguntas devem ser respondidas, neste caso: (1) haveria um aumento do poder de barganha dos trabalhadores do setor não-ELR devido à implementação do programa? Caso a resposta seja afirmativa, (2) é esperado que esse aumento do poder de barganha cause uma queda da produtividade do trabalho e/ou uma pressão constante de elevação do salário nominal? (3) Qual seria o impacto de mudanças na produtividade, em um cenário com a implementação do ELR, em relação à inflação?

Além do objetivo mais explícito do programa ELR, de manter a economia operando em pleno emprego, independentemente do nível de atividade econômica, espera-se que seja capaz de influenciar as condições de trabalho também do setor não-ELR, dada a ameaça sobre as firmas que oferecem condições de trabalho piores que o ELR não encontrarem força de trabalho disposta a trabalhar sob tais condições. Nesse sentido, podemos dizer com segurança que o ELR garante um maior poder de barganha dos trabalhadores por melhores condições de trabalho. A expectativa é que haja uma adequação às condições mínimas de trabalho estabelecidas pelo ELR ou a eliminação de firmas que não estejam dispostas a se adequarem. Isso não significa, no entanto, que os trabalhadores do setor não-ELR passam a ter poder de barganha ilimitado para demandas mais agressivas de aumento do salário nominal (mirando um aumento do salário real).

Na abordagem de estabilização de preços baseada na NAIRU, correntemente utilizada, o poder de barganha para demandas salariais dos trabalhadores não-ELR é mantida em cheque pela ameaça que o grupo de trabalhadores desempregados representa como potenciais

substitutos da força de trabalho empregada. O argumento de que o ELR implicaria maior poder de barganha dos trabalhadores não-ELR por aumento dos salários nominais, sugerido por Sawyer (2003), considera que os trabalhadores ELR representariam uma ameaça menor (como substitutos) aos empregos dos trabalhadores não-ELR. De acordo com nosso entendimento, essa é uma linha de argumentação problemática. Trabalhadores ELR estão, pela definição dos elegíveis ao programa, aptos, dispostos e disponíveis ao trabalho, o que não é verificado em boa parte dos trabalhadores mantidos ociosos por política de estabilização de preços baseadas na NAIRU. O ELR preserva as características que dão “empregabilidade” a esses indivíduos. Conforme Darity e Goldsmith (1996, p. 121-122):

*Exposure to unemployment can affect the psychological well-being of the individuals exposed to joblessness, including their general outlook on life, their emotional frame of mind, their self-conception, their cognitive efficiency and their attitude toward work. These factors can affect tastes for work and search strategies for the unemployed, which may influence whether or when they become reemployed. Moreover, if they do get another job, such factors can affect their productivity.*

Por isso, trabalhadores ELR seriam uma melhor opção, sob a perspectiva do empregador, para substituir trabalhadores indisciplinados que barganham individual ou coletivamente salários mais elevados. Nessa direção, a abordagem baseada na NAIRU torna-se menos efetiva depois de períodos prolongados de alto nível de desemprego, pois indivíduos desempregados perdem, com o passar do tempo, habilidades e características necessárias para emprego no setor não-ELR. Para as firmas, substituir um trabalhador contratado por um desempregado é mais custoso do que a substituição por um trabalhador ELR e, por isso, “*JG [job guarantee] workers would constitute a more credible threat to the current private sector employees than say, the long-term unemployed* (Mitchell *et al.*, 2019, p. 306). O argumento estabelecido por Sawyer (2003) de que o ELR tornaria os trabalhadores não-ELR “indisciplinados”, não considera contundentes evidências que se acumulam em trabalhos da psicologia social.<sup>61</sup>

Portanto, concluímos que a introdução do ELR não deve afetar o poder de barganha dos trabalhadores do setor não-ELR ao ponto de possibilitar que estes aspirem reajustes do salário nominal maiores do que em uma economia sem o programa. Da mesma forma, a explicação com base na disciplina dos trabalhadores perde força para justificar uma hipotética queda da produtividade. Ao contrário, ao manter os trabalhadores em atividade e evitar os efeitos

---

<sup>61</sup> Para mais referências sobre os impactos psicológicos e sociais do emprego, além do custo produtivo calculado por economistas, ver Darity e Goldsmith (1996) e Goldsmith *et al.* (1996).

psicológicos e sociais negativos associados ao desemprego duradouro, espera-se que o ELR aumente a produtividade da economia. Na subseção anterior, tratamos do impacto do aumento do salário nominal provocado pelo ELR sobre a inflação, porém, considerando a produtividade constante. Mantivemos o pressuposto de produtividade constante pois não há uma clara evidência na literatura que indique redução ou aumento da produtividade em decorrência da implementação do ELR. Se considerarmos a possibilidade do efeito Kaldor-Verdoorn, de que a aceleração da taxa de crescimento do produto tem um efeito positivo sobre a taxa de progresso técnico, aumentando a produtividade do trabalho (Lavoie, 2014), é razoável cogitar a possibilidade de o ELR resultar em elevação da produtividade do trabalho.<sup>62</sup>

Qual seria, então, o impacto do ELR sobre a inflação, considerando que houvesse tal aumento da produtividade? Tecemos algumas observações iniciais sobre o potencial impacto do ELR sobre inflação e distribuição, considerando um aumento da produtividade. Um aumento da produtividade – com taxa de juro nominal e salário nominal constantes – levaria à redução de preços e, conseqüentemente, a um aumento do salário real sem que houvesse concomitante queda da taxa de lucro, arrefecendo o conflito-distributivo que leva à inflação (Stirati, 2001).<sup>63</sup> Assumindo aumento da produtividade no caso de o salário ELR não ser reajustado periodicamente, o aumento inicial no nível de preços (devido à elevação do custo do trabalho) seria menor do que aquele que seria verificado com produtividade constante. Como discutido na subseção anterior, quando o salário do ELR é reajustado recorrentemente, levando ao aumento do salário nominal também dos trabalhadores não-ELR, haveria uma taxa de inflação constante. Ao considerarmos o aumento da produtividade, a taxa de inflação continuaria constante, porém, em nível mais baixo.

Características de desenho do programa ELR, juntamente com a política monetária e possíveis efeitos sobre a produtividade são essenciais na relação entre a introdução do programa e sua possível trajetória inflacionária. Como vimos no decorrer desta seção, a tendência é que o programa resulte em elevação temporária dos preços ou em taxa constante de inflação. Porém, não podemos descartar a possibilidade de que o reajuste periódico do salário ELR somado à uma política monetária com objetivo de preservar a taxa de lucro (combinação que não é recomendada por autores MMT) resulte em aceleração da taxa de inflação, ou por outro lado, que o programa sem reajuste do salário combinado com aumento da produtividade ou com

---

<sup>62</sup> Ressaltamos que a implementação do ELR não deve ter um efeito permanente sobre a taxa de crescimento do produto, porém, inicialmente, pode haver uma aceleração transitória da taxa de crescimento.

<sup>63</sup> Como Stirati (2001, p. 445) explica “[i]ncreasing productivity may be a favourable condition for increases in real wages, as these then become possible without reductions in the rate of profit.”

redução da taxa de juro resulte em deflação. A combinação mais adequada entre essas variáveis pode ser diferente para cada economia. As características estruturais do ELR, listadas no início desta seção, quando analisadas sob a perspectiva da teoria monetária da distribuição, não implicam impacto distributivo (funcional) duradouro.

### **CAPÍTULO 3. A LIMITAÇÃO MONETÁRIA À POLÍTICA MACROECONÔMICA DOMÉSTICA DE PAÍSES PERIFÉRICOS**

A partir da abordagem da MMT sobre a operacionalidade das políticas fiscal e monetária, discutimos previamente algumas das possíveis limitações que poderiam constranger a implementação de um programa do tipo ELR. O debate, no entanto, ficou circunscrito, majoritariamente, a uma economia fechada, sem que houvesse possibilidade de limites oriundos da arquitetura do SMI contemporâneo. O reconhecimento de que se trata de um sistema marcadamente hierarquizado, em que moedas domésticas de alguns países (centrais) são mais aceitas do que aquelas emitidas por outros países (periféricos), é uma característica importante do pensamento Pós Keynesiano, em geral, ao tratar de economias abertas.<sup>64</sup>

O pensamento estruturalista latino-americano, por sua vez, foi pioneiro ao identificar a existência de uma relação centro-periferia, marcada pela hierarquização da divisão internacional do trabalho, em que o centro produz manufaturados e a periferia produz *commodities* (Vernengo, 2006). Inspirada tanto no pensamento Pós Keynesiano quanto no estruturalismo latino-americano, surgiu uma literatura que chamamos de Hierarquia Internacional da Moeda (HIM) (Prates, 2015), que trata das diferentes condições monetárias impostas pela assimetria do SMI sobre a política macroeconômica doméstica, especialmente, daqueles países emissores de moedas periféricas.<sup>65</sup> Ressaltamos que a literatura da HIM não é completamente homogênea em relação às ideias apresentadas pelos diversos autores que se identificam com essa literatura. Por isso, estabelecemos um recorte de autores que compartilham algumas ideias que consideramos as centrais dentro desta literatura.

As limitações impostas pelas diferenças de propriedades das moedas centrais e periféricas compreendem um tipo de restrição diferente daquela colocada pelo estruturalismo latino-americano tradicional. Assim, enquanto os países periféricos possuem estruturas produtivas incompletas e fortemente dependentes do centro, que podem limitar a capacidade de crescimento (Prebisch, 1984, Furtado, 1970), a HIM sublinha as diferenças entre as moedas centrais e as moedas periféricas como um entrave às políticas cambial, monetária (Conti *et al.*, 2014) e, conseqüentemente, à política fiscal e ao desenvolvimento econômico, de forma mais abrangente (Palludeto e Abouché, 2016).

---

<sup>64</sup> Apesar do usual reconhecimento, entre diversas correntes do pensamento Pós Keynesiano, da diferença de aceitabilidade entre moedas emitidas por diferentes países, ressaltamos que o termo “hierarquia” e a divisão entre moedas centrais e periféricas pode ser mais comumente associado à literatura da HIM.

<sup>65</sup> Seguindo a nomenclatura da relação centro-periferia, a HIM estabelece a existência de moedas centrais e periféricas.

Apesar da possível relação que se possa estabelecer entre essas duas dimensões (estrutura produtiva e monetária) que se colocam ao tratar da restrição externa que pode constranger o desenvolvimento dos países periféricos, a discussão promovida pela literatura da HIM sobre perda de autonomia da política macroeconômica doméstica dessas economias não está baseada em diferenças de estrutura produtiva, mas em aspectos monetários. O debate que transcorre neste capítulo lida com as possíveis limitações que os países periféricos enfrentam na condução da política macroeconômica doméstica, sem entrar profundamente em questões relacionadas à estrutura produtiva de cada economia.<sup>66</sup> Nossa atenção, então, se volta às características do SMI contemporâneo e como elas podem condicionar a política macroeconômica doméstica de economias emissoras de moeda periférica (EEMP). Recentemente, alguns autores da HIM têm expressado amplo desacordo com a MMT, colocando no ponto central do desacordo, questões relativas ao SMI e ao modelo teórico de uma economia aberta, como em Vergnhanini e Conti (2017) e Prates (2018).

Antes, porém, retomamos dois conceitos essenciais para evitar mal-entendidos sobre as conclusões apontadas neste capítulo. Entendemos por política monetária a taxa de juro de curto prazo, que prevalece no mercado interbancário doméstico. Autonomia da política monetária, então, é entendida como a capacidade do governo (ou mais especificamente, do BC) controlar a taxa de juro de curto prazo. Em outras palavras, a taxa de juro de curto prazo é determinada por política do governo, não por mecanismos de mercado.

O capítulo, então, se divide em três seções. A primeira seção retoma as principais características do SMI contemporâneo, adotando uma interpretação alternativa em relação à consolidada narrativa do dilema de Triffin. Na segunda seção, identificamos duas linhas de argumentação dentro da HIM que explicam a perda de autonomia de política macroeconômica em EEMP e analisamos criticamente seus mecanismos e conclusões. Por fim, uma terceira seção discute especificamente o ELR e a restrição externa em uma economia periférica.

### 3.1 O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL CONTEMPORÂNEO

O SMI contemporâneo pode ser dito um resultado das transformações que se passaram e acumularam desde a primeira década do século XX até a extinção do Sistema Bretton Woods,

---

<sup>66</sup> Acreditamos que a estrutura produtiva é essencial no debate sobre a restrição externa, especialmente, em relação à capacidade de crescimento. No entanto, o grupo de países periféricos, apesar da comum especialização em produção de *commodities* e a forte dependência em relação ao centro, possuem estruturas produtivas sensivelmente heterogêneas. Uma discussão suficiente sobre o tema nos distanciaria demasiadamente da questão proposta nesta tese.

no decorrer dos anos 1970. Uma breve passagem pelas transformações mais importantes e algumas das interpretações possíveis para suas causas e consequências são expostas no decorrer desta seção para, finalmente, caracterizarmos o SMI contemporâneo.

### 3.1.1 O Padrão libra-ouro e o Padrão dólar-ouro: críticas ao dilema de Triffin

O Padrão libra-ouro perdurou, de maneira relativamente estável, durante quase um século (1819-1914). Nesse período, a libra-esterlina<sup>67</sup> foi a moeda-reserva internacional hegemônica,<sup>68</sup> que tinha paridade fixa mantida em relação ao ouro, enquanto a maioria dos demais países integrados ao SMI mantinha reservas cambiais em ativos denominados em libras. De acordo com a interpretação convencional explicada de maneira crítica por Kregel (2010), esse arranjo foi estável devido ao sistema de livre comércio internacional que prevalecia e permitia um processo de ajuste dos desequilíbrios em balanços de pagamentos através de arbitragem de preços. Em outras palavras, diferenciais de preços provocariam fluxos de entrada/saída de ouro do país com preços mais altos para o país com preços mais baixos. O país superavitário, ao receber um influxo de ouro, enfrentaria inflação e perda de competitividade, justamente oposto aos efeitos sobre a economia deficitária. Haveria, assim, um mecanismo de ajuste automático, no padrão libra-ouro, que retornaria o balanço de pagamentos (BP) ao equilíbrio.

Em análise crítica, Triffin identificou outros mecanismos de funcionamento que trariam estabilidade ao arranjo do padrão libra-ouro, bem como argumentou pela existência de uma contradição que teria levado a cabo tal experiência. Ao contrário da explicação convencional, Triffin reconheceu que a movimentação de reservas de ouro era insignificante e que o ajuste de desequilíbrios de balanços de pagamento não ocorria através de inflação (deflação) nos países superavitários (deficitários), mas sim, respondiam ao ciclo de comércio internacional (Serrano, 2003). Essencialmente, a estabilidade do período pré-Primeira Guerra estaria ligada à expansão da produção aurífera e à introdução, em larga-escala, do papel-moeda e de depósitos bancários, ambos funcionando no sentido de ampliar a quantidade de reservas em ouro disponíveis aos bancos e BCs (Triffin, 1960). Assim, fica clara a posição de que o ritmo do comércio internacional estaria ligado ao contínuo aumento da quantidade de reservas de ouro disponíveis aos BCs, como na seguinte passagem:

---

<sup>67</sup> Adiante, libra-esterlina será tratada simplesmente como libra.

<sup>68</sup> O termo 'moeda-reserva internacional hegemônica', por abreviação, aparece no decorrer da tese como moeda-reserva ou como moeda hegemônica. Acrescentamos, ainda, que o país hegemônico será considerado como o emissor da moeda-reserva internacional.

*Long waves of economic activity in the nineteenth century [...] have similarly been related by many economists to the uneven pace of gold discoveries and production [...] Their basic agreement on the points mentioned above is thus often veiled by controversies over the relative weight to be given, in the analysis of events, to monetary and real factors, and over the "causal" direction which runs between the first and the latter [...] these differences do not invalidate the broad conclusion that a lag in monetary expansion' may act at times-and often has acted in the past-as a brake on the rate of economic development (Triffin, 1960, p. 64-65).*

A partir desse argumento, Triffin apontou uma contradição entre a necessidade de expansão da liquidez internacional, para permitir o crescimento do comércio internacional, e a posição hegemônica da moeda-reserva internacional. Os limites do movimento de acréscimo das reservas de ouro devido tanto ao esgotamento do crescimento da circulação de moeda fiduciária em substituição ao metal (uma vez que o processo já estava quase completo), quanto à insuficiência do aumento da produção aurífera, estariam em conflito com a ampliação de liquidez para satisfazer adequadamente a necessidade do comércio internacional. A escassez de reservas de ouro, portanto, teria sido compensada pela expansão de reservas cambiais globais através de déficits no BP da Grã-Bretanha, ocasionando um enfraquecimento da posição das reservas de ouro do país hegemônico que teria levado ao colapso de todo o SMI (Triffin, 1960).

Entre o fim da Primeira Guerra e o início dos anos 1930 houve uma breve tentativa, sem sucesso, de retorno ao abandonado padrão libra-ouro. No entanto, a ascensão de uma nova potência hegemônica – os Estados Unidos – que atraiu, durante os anos entre guerras, um grande fluxo de reservas de ouro<sup>69</sup> através de vultuosos superávits em transações correntes e na conta de capital, levou a uma nova configuração do SMI. Ao fim da Segunda Mundial, então, emergiu um sistema com a arquitetura estabelecida na Conferência de Bretton Woods, em 1944, refletindo a hegemonia da nova ordem mundial.

Além da criação do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial, cuja principal função<sup>70</sup> era o provimento de liquidez para economias enfrentando desequilíbrios no BP (Belluzzo, 1995), estabeleceu-se o padrão dólar-ouro. A posição de país detentor da maior parte das reservas de ouro conferiu à moeda estadunidense o papel de moeda-reserva internacional. Assim como no padrão libra-ouro, a moeda-reserva (o dólar) passou a ter conversibilidade garantida em ouro a uma paridade fixa, enquanto os demais países integrados ao sistema mantinham reservas cambiais em dólares, além de câmbio fixo, mas ajustável, em relação ao mesmo. Os déficits em transações correntes de países individuais, portanto, eram

<sup>69</sup> De acordo com Belluzzo (2006, p. 25), os EUA detinham, em 1948, 72% das reservas mundiais de ouro.

<sup>70</sup> Além da função de prover liquidez, as duas instituições também têm função de regulação, porém, muito abaixo do que havia sido inicialmente desejado (Belluzzo, 1995).

limitados pelo tamanho das reservas de dólares que o país possuía, havendo um entendimento comum de que reservas cambiais equivalentes a três ou quatro meses de importações seriam suficientes (Kregel, 2010).

Na prática, isso significava que países deficitários solicitavam empréstimos ao FMI antecipando uma situação de escassez de reservas cambiais. Tais empréstimos, contudo, eram condicionados à adoção de políticas de contração de demanda e, adicionalmente, quando necessário, a ajustes da taxa de câmbio. Com efeito, o mecanismo de ajuste no padrão dólar-ouro era similar ao padrão libra-ouro, ou seja, através de redução do nível de atividade dos países deficitários. Superávits tinham como único limite a própria política de contração de demanda forçada aos países deficitários, que reduzia o mercado para exportações. Continuou cabendo apenas aos países deficitários o ajuste dos desequilíbrios no BP, consolidando, conseqüentemente, um viés contracionista à economia mundial (Kregel, 2010).

Em interpretação similar ao caso do padrão libra-ouro, Triffin também apontou para uma contradição interna ao padrão dólar-ouro que levaria ao enfraquecimento da moeda-reserva internacional e, por conseguinte, ao colapso do sistema como um todo. A constante necessidade de ampliação da liquidez internacional, não acompanhada pela ampliação da quantidade de reservas de ouro, somente poderia ser saciada através de déficits no BP dos EUA. A contradição aparece como o descompasso entre a ampliação da quantidade de dólares e as reservas de ouro detidas pelos EUA, levando a uma crise de confiança na conversibilidade da moeda-reserva. Haveria, assim, um dilema entre a posição do dólar como moeda-reserva, que dependeria da confiança dos demais países na garantia de conversibilidade em ouro, e a necessidade de ampliação da liquidez internacional, como o próprio Triffin explicitou ao dizer que “[t]he solution of the dollar problem will thus involve a reopening or aggravation of world liquidity problem” (1960, p. 69).

Apesar da ampla aceitação do dilema de Triffin como uma explicação satisfatória para o colapso dos padrões libra-ouro e dólar-ouro, existem dois pontos contenciosos por trás deste conhecido argumento. Primeiramente, Triffin assumiu que em ambos padrões, as economias hegemônicas, Grã-Bretanha e EUA, respectivamente, estavam sujeitas às restrições impostas pelo padrão-ouro de maneira similar às demais economias centrais (Serrano, 2003). A depreciação cambial seria, então, uma ameaça à condição de moeda-reserva e a posição hegemônica das moedas desses países estaria calcada, meramente, no amplo acúmulo de reservas de ouro pelas autoridades monetárias.

Assim como apresentamos no capítulo 1, a divergência entre as abordagens metalista e chartalista sobre o surgimento da moeda, devemos também explorar como ambas abordagens

se desdobram em diferentes narrativas no que diz respeito ao uso internacional de moedas. Por um lado, a abordagem metalista, na extensão de seu argumento, condiciona o uso de uma moeda doméstica no âmbito global à redução de custos de transação e às mesmas forças de convergência que acreditam operar no caso da economia doméstica: *“the same forces that lead to convergence on a single domestic money lead the world to converge on a limited number of international monies [...] the result of ‘invisible hand’ process, ratified more than guided by international agreements”* (Krugman, 1995, p. 165). Como podemos verificar em Conti *et al.* (2014, p. 343), autores da HIM sugerem uma explicação semelhante:

De acordo com a análise de Aglietta (1986), a economia mundial nunca teve uma moeda internacional, entendida pelo autor como uma moeda emitida e gerida por uma instituição supranacional, para ser utilizada em âmbito global. Mas, ainda que não se possa falar propriamente de uma moeda internacional, os intercâmbios globais estão associados ao uso internacional de certas moedas nacionais. Entretanto, se todas as moedas fossem utilizadas no cenário internacional, a situação seria caótica e ineficaz, já que “a moeda tem a natureza de um bem coletivo e sua utilidade aumenta com o aumento do número de pessoas que a utilizam” (De Grauwe, 1999). Se todos os países exigissem o uso de sua própria moeda para os intercâmbios internacionais, haveria, evidentemente, uma incompatibilidade. Assim, da mesma maneira que uma moeda facilita as trocas em escala nacional, no cenário mundial a escolha de uma (ou algumas) moeda(s) de referência foi essencial para o desenvolvimento dos intercâmbios globais.

A posição de moeda hegemônica no SMI não pode ser associada à acumulação de metais preciosos ou qualquer outra mercadoria e nem à necessidade de um facilitador das trocas e transações financeiras internacionais. A partir de uma abordagem chartalista é o poder de um Estado impor aos demais a sua moeda de conta para a realização de cálculos econômicos e denominação de ativos/passivos, comumente, através de coerção que estabelece o uso internacional de uma moeda, conforme sugerido por Fields e Vernengo:

*[...] the central or hegemonic states manipulated international money markets, controlling exchange rates or disrupting the functioning of financial markets, to subdue weaker countries in the periphery. It is the power to coerce other countries that is central for monetary hegemony. Further, as much as in the domestic market, the hegemonic country can provide credit on an international basis to promote global demand expansion. For example, during the height of the United Kingdom hegemonic dominance peripheral countries would obtain credit in British banks, and use it to demand manufacturing goods from Britain, and pay for them and the interest on the loans with commodity exports. Since countries were indebted in pounds, and the pound had the guarantee of the Bank of England, the sterling was the main reserve currency par excellence (2013, p. 747).*

A explicação dessas duas abordagens distintas para a emergência de uma moeda-reserva internacional leva a conclusões opostas. Na abordagem metalista, a política macroeconômica

do país hegemônico está sujeita às mesmas restrições que os demais países. Tal conclusão é identificada por Serrano (2003), como um pressuposto adotado no dilema de Triffin ao qual direciona a crítica, similar à perspectiva chartalista apresentada por Fields e Vernengo (2013), de que a expansão da economia mundial é fortemente influenciada pela política macroeconômica do país hegemônico e não o contrário.

O segundo ponto contencioso do dilema de Triffin está no pressuposto de que um acréscimo na quantidade de reservas de ouro seria necessário para que a economia global pudesse continuar seu processo de expansão sem entrar em contradição com a manutenção da posição da moeda-reserva internacional. Esse pressuposto está ligado à ideia de que o déficit no BP do país emissor da moeda-reserva, inevitável para expansão da liquidez internacional (na ausência de ampliação de reservas de ouro), desgastaria a credibilidade da moeda hegemônica e levaria o sistema ao colapso. Contudo, o funcionamento prático do sistema garantia que o país emissor da moeda-reserva fornecesse liquidez internacional, sem perder suas reservas metálicas, desde que evitasse déficits em transações correntes crônicos, simplesmente ampliando a “velocidade de circulação” do ouro (Serrano, 2003). O país hegemônico realizava déficits comerciais e investimentos em países estrangeiros, fornecendo liquidez e demanda efetiva para a economia global, ao mesmo tempo em que os demais países formavam estoques de reservas internacionais em ativos de curto prazo<sup>71</sup> (moeda e títulos de dívida pública do país hegemônico). Dessa forma, a “velocidade de circulação” do ouro aumentava sem que as reservas metálicas deixassem o BC do país hegemônico, portanto, sem ruptura nas condições de conversibilidade da moeda (Kindleberger, 1987).

A partir da crítica chartalista a esses dois pontos contenciosos no dilema de Triffin, podemos argumentar que mesmo em sistemas supostamente baseados no ouro, a moeda-reserva internacional não era o metal *per se*. Pode-se dizer, assim, que esses sistemas não eram, de fato, baseados em ouro. Quanto à transição da hegemonia da libra para o dólar, essa não foi derivada de uma transição na posição de detentor de reservas metálicas. Adicionalmente, pode-se afirmar que não há conflito inerente entre os interesses da política econômica doméstica do país hegemônico e a satisfação da demanda internacional por liquidez (Fields e Vernengo, 2013).

### 3.1.2 O Padrão dólar Flexível

---

<sup>71</sup> Seria possível que outros países não desejassem manter reservas na moeda-reserva ou em títulos do governo hegemônico. A taxa de juro exogenamente determinada pela autoridade monetária do país hegemônico, no entanto, poderia ser utilizada conforme necessária para “despertar” esse desejo. Ficou conhecida a frase que “*six percent will bring gold from the moon.*”

Diferentemente do que ocorreu quando da introdução do padrão dólar-ouro, acordado na Conferência de Bretton Woods, a introdução do padrão dólar flexível (que prevalece até hoje) não foi internacionalmente planejada e acordada. Ao contrário, o estabelecimento do padrão dólar flexível ocorreu através de alterações unilaterais de política econômica por parte dos Estados Unidos. Ainda assim, o dólar foi capaz não apenas de manter sua posição de moeda-reserva, mas também de se livrar das restrições que a conversão em ouro ainda impunha, reforçando o argumento delineado na subseção anterior, que divorcia a posição da moeda hegemônica das reservas de ouro detidas pelo seu BC.

O novo padrão surgiu no contexto de acirramento do conflito da Guerra Fria e de disputa entre EUA e União Soviética, conjugado às instabilidades causadas pelos choques do petróleo – em 1973 e 1979 – e pela alta da inflação nos EUA. Em conjunto, esses fatores foram responsáveis pelo questionamento da hegemonia americana e pela ameaça à posição do dólar como moeda-reserva. Em reação à essa ameaça, dois movimentos foram realizados no sentido contrário, isso é, de retomada da hegemonia. O primeiro movimento foi de rompimento da conversibilidade do dólar em ouro, em 1971. O segundo foi o choque do juro, decidido unilateralmente pelo *Fed*, que elevou abruptamente a taxa de juro básica da economia americana, consolidando a “diplomacia do dólar forte” (Tavares, 1997, p. 33). Além disso, a derrocada do sistema Bretton Woods ensejou um grande movimento de liberalização e desregulamentação financeira, conjugado à adoção de regimes de câmbio flutuante em vários países e à intensificação dos fluxos internacionais de capital.

Enquanto no padrão libra-ouro e dólar-ouro a economia hegemônica podia incorrer em déficits globais no BP, sem que isso implicasse em risco para a conversibilidade, com o padrão dólar flexível, a economia americana se livrou das limitações que a necessidade do ouro ainda impunha, superando completamente qualquer restrição externa. Em termos mais práticos, isso significa que a economia estadunidense pode ter déficits em transações correntes cronicamente, sem que isso implique ameaça à sua posição de emissor da moeda-reserva. Serrano (2003, p. 99) ressaltou esse ponto ao dizer que “[i]n fact, the financing of the US current account deficit is completely automatic at any given interest rate. There is no need to change American interest rates to attract gold or to protect the foreign reserves.”

Se as críticas apontadas para o dilema de Triffin, no padrão libra-ouro e dólar-ouro, já indicavam que não há um conflito inerente entre os interesses domésticos da economia hegemônica e a necessidade de expansão da liquidez internacional, no padrão dólar flexível esse argumento torna-se ainda mais claro. Diferentemente, Palludeto e Abouchedid (2016, p. 63) sugere que “[h]owever, this did not mean that the Triffin Dilemma ceased to apply to the

*dollar. Even today, the incompatibility between domestic objectives and the dollar's role in the international arena is visible. Indeed, one might say that it has increased given increased international financial flows, and financial activity in general [...].*” Enquanto subscrevemos a ideia de que o fim do Sistema Bretton Woods intensificou as assimetrias preexistentes do SMI, argumentamos que a adoção do dilema de Triffin significa o não reconhecimento completo da assimetria entre o poder dos diferentes Estados, que se reflete na posição da moeda-reserva.

No padrão dólar flexível, a supressão completa da restrição externa da economia estadunidense permite que o país mantenha uma posição de devedor internacional líquido, sem que haja qualquer risco de *default* de sua dívida externa. Isso, porque toda a sua dívida externa é denominada na própria moeda de conta doméstica. Sob a perspectiva dos demais países, a posição de devedor líquido internacional dos EUA significa o fornecimento de ativos livres de risco, que facilitam a acumulação global (Fields e Vernengo, 2013) além de viabilizar a estratégia de crescimento *export-led* de algumas das maiores economias do mundo.

### 3.2 HIERARQUIA INTERNACIONAL DE MOEDAS, CICLO INTERNACIONAL DE LIQUIDEZ E POLÍTICA MACROECONÔMICA

Assim como nas configurações precedentes, o atual SMI (aqui apresentado como padrão dólar flexível) tem como característica uma hierarquização das moedas domésticas, de acordo com a sua aceitabilidade em âmbito internacional. Embora o reconhecimento dessa característica seja comum a diversas abordagens Pós Keynesianas, a literatura da HIM se destaca por ter realizado desenvolvimentos na integração entre a assimetria monetária internacional e aspectos centrais da teoria Pós Keynesiana, como incerteza e preferência pela liquidez. Ademais, a HIM procura isolar questões estruturais e conjunturais para fornecer uma interpretação sobre as consequências da condição de EEMP sobre a autonomia de política macroeconômica doméstica. Por ora, nos concentramos nos principais aspectos da HIM.

#### 3.2.1 Precusores da Atual Literatura da HIM

A HIM não é uma abordagem completamente nova, encontrando respaldo em autores “precusores”, por assim dizer, como José Carlos Miranda, Maria da Conceição Tavares, Luiz Gonzaga Belluzzo e Ricardo Carneiro. Destacamos especialmente Miranda (1997) e Carneiro (1999) como trabalhos que representam o elo entre os “precusores” e a atual HIM. Nesta breve subseção, recuperamos as contribuições desses dois trabalhos com o intuito de reconhecer que

a HIM não se limita aos trabalhos mais recentes, impulsionados por publicações de Prates, Fritz, Paula, Conti e Biancarelli, entre outros citados no decorrer deste capítulo.

Miranda (1997) e Carneiro (1999) destacam a assimetria do SMI, com países periféricos emitindo moeda não-conversível – termo que foi substituído por moeda periférica, nos trabalhos mais recentes – e, portanto, com políticas macroeconômicas constrangidas. A globalização financeira, concretamente expressa no maior grau de mobilidade de capitais após o abandono do sistema Bretton Woods e na liberalização financeira dos mercados domésticos, seria um componente essencial na explicação do acirramento das restrições sobre a política macroeconômica dos países periféricos. Em decorrência da intensificação da globalização financeira, haveria uma predominância da lógica especulativa dos agentes, com efeito de aumento da volatilidade dos fluxos de capitais. Carneiro pontuou, de maneira clara, a principal questão que orienta a HIM como “a influência da progressiva liberalização financeira sobre o processo de acumulação de capital ou, mais precisamente, os efeitos da crescente importância da riqueza financeira sobre a acumulação produtiva” (1999, p. 57).

Na mesma direção, Miranda assinalou que:

A reprodução ampliada do capital faz-se hoje a partir de sua forma mais abstrata, enquanto capital financeiro. Sua representação são direitos a propriedades e a créditos. Os processos de desregulamentação financeira e liberalização das contas de capitais implicaram interdependências dos mercados de moeda e de finanças cujos instrumentos se sobrepõem e imbricam para todos os lados [...] Tais desenvolvimentos têm colocado novos desafios às autoridades nacionais, sendo relativamente mais complexos aqueles enfrentados por países que não emitem moeda conversível internacionalmente e cujas dívidas constituem parcela marginal do estoque global de títulos (1997, p. 269-270).

Havia (e ainda há) na HIM, uma grande preocupação em entender como transformações nos mercados financeiros que modificaram o SMI, após o fim de Bretton Woods, impactam variáveis macroeconômicas de produção. Diante da grande importância atribuída às propriedades da moeda, chama atenção que Miranda adote explicitamente uma abordagem de oferta monetária exógena, quando trata da esterilização de fluxos de entrada de moeda estrangeira:

Mesmo que, em algumas circunstâncias, taxas de juros elevadas sejam vistas como instrumento ancilar da estabilização, elas têm o efeito colateral de induzir volume ainda maior de influxos de capitais, colocando o seguinte dilema às autoridades monetárias: não continuar esterilizando e ter que lidar com uma expansão indesejável do crédito e da demanda por importações, pressionando o balanço comercial; ou continuar esterilizando e, assim, pressionando a taxa de juros e arcando com o custo fiscal desse processo (1997, p. 254-255).

Em uma abordagem de moeda endógena em economia aberta, conforme apresentamos adiante com maiores detalhes, na subseção 3.2.4.2, nem aumento da taxa de juro é resultado da esterilização e nem a possível falta de esterilização poderia levar à “expansão indesejável de crédito.” Resumindo, em economia aberta, moeda endógena significa que a esterilização ocorre sempre no montante exato que mantém a taxa de juro na meta estabelecida pelo BC. Reservas bancárias adicionais, no sistema bancário, não são utilizadas para concessão de crédito, pois o crédito é puxado pela demanda. A oferta monetária, portanto, não é ampliada via expansão do crédito na ocasião de maior disponibilidade de reservas bancárias, como sugerido por Miranda (1997).

Essas são algumas das características dos trabalhos “precursores” da HIM, que ainda podem ser encontradas – mais abertamente, em alguns casos, ou de maneira mais implícita, em outros – nos mais recentes trabalhos, como apresentamos com mais detalhes nas próximas subseções.

### 3.2.2 A Hierarquia Internacional de Moedas: conceitos centrais

Como o foco usual da literatura da HIM está voltado para questões econômicas dos países periféricos – ou, mais especificamente, países emissores de moedas periféricas<sup>72</sup> – a classificação mais utilizada é entre moedas centrais e moedas periféricas, com a ressalva de que acima das moedas centrais encontra-se a moeda-reserva do SMI. Apesar da divisão ser colocada, simplificarmente, como uma dicotomia entre moedas centrais e periféricas, há o explícito reconhecimento de um espectro dentro da hierarquia. Em outras palavras, algumas moedas periféricas são mais periféricas do que outras, assim como algumas moedas centrais são mais centrais do que outras. Apesar deste reconhecimento, a HIM opta por uma divisão binária – moedas centrais e moedas periféricas – como uma decisão metodológica, que atende ao principal foco dos seus trabalhos.

A dicotomia entre moedas centrais e periféricas é explicitada em termos da liquidez internacional de cada moeda. A moeda-reserva, o dólar no atual sistema, possui a liquidez máxima, enquanto as demais moedas centrais possuem algum grau de liquidez, porém, abaixo do dólar. Por fim, as moedas periféricas possuem, como característica definidora, um grau de liquidez negligenciável, possibilitando a simplificação de tratá-las como despidas de qualquer

---

<sup>72</sup> Apesar da grande interseção entre países periféricos e países que emitem moedas periféricas, não podemos afirmar que sejam conjuntos exatamente iguais. Ademais, o próprio termo “país periférico” não é sempre utilizado em textos da HIM. Por vezes, a denominação de “países em desenvolvimento” é utilizada como em Paula *et al.* (2017) e Kaltenbrunner (2015).

liquidez internacional. Mas o que determina a liquidez internacional de cada uma dessas moedas? O uso de moedas domésticas no âmbito internacional é apontado como o definidor da liquidez internacional (Conti *et al.*, 2014).

Por conseguinte, o exercício das três funções clássicas da moeda – meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor – em âmbito internacional é o que determina o grau de liquidez internacional de cada moeda (Prates, 2015, Paula *et al.*, 2017, Conti *et al.*, 2014). A aplicação de uma classificação através de definição pelas funções de moeda pode, por vezes, gerar inconsistências que dificultam a extrapolação para as consequências da hierarquia sobre a política macroeconômica doméstica. Por exemplo, enquanto Conti *et al.*, (2014, p. 344) classifica o dólar australiano no grupo das moedas centrais “um pouco abaixo” de iene, libra esterlina e franco suíço, Rossi (2016) considera o dólar australiano uma moeda emergente,<sup>73</sup> inclusa no grupo de moedas como o real brasileiro, o *won* coreano, a *lira* turca, o *yuan* chinês e o *florint* húngaro. Como apresentamos no decorrer deste capítulo, diferenças de classificação entre moeda periférica e moeda central, como neste caso, implica análises muito distintas a partir da perspectiva da HIM sobre as possíveis restrições de política macroeconômica doméstica. Apesar de sutil, inconsistências na definição entre moeda central e moeda periférica podem resultar em conclusões absolutamente diferentes.

O atributo de liquidez internacional de cada moeda doméstica não é uma característica temporária, sujeita a mudanças transitórias que ocorrem ao longo do ciclo econômico. Trata-se de uma característica estrutural da moeda. Contrapõe-se à liquidez internacional estrutural, cuja origem está nas próprias características do SMI, a liquidez dos mercados em que tais moedas são transacionadas. Nesse caso, tanto moedas centrais quanto moedas periféricas podem ter mercados mais ou menos líquidos, a depender do tamanho do mercado, arranjos institucionais prevalentes, histórico, quantidade de participantes do mercado, entre outros fatores (Conti *et al.*, 2014). Em suma, a liquidez estrutural é propriedade exclusiva das moedas centrais, enquanto a liquidez de mercado pode ser obtida por moedas periféricas, através de reformas de mercado.

No ambiente de desregulamentação e liberalização financeira, as diversas moedas domésticas e ativos denominados nessas diversas moedas passam a compor parte da carteira de ativos financeiros de investidores internacionais. Assim, Paula *et al.* (2017) e Prates (2015) abordam a formação de preço de ativos no mercado cambial através da conhecida equação do capítulo 17 da TG. Retomando brevemente a equação, temos que o retorno de qualquer ativo é

---

<sup>73</sup> Analogamente ao conceito de moeda periférica.

dado pela expectativa de variações no seu preço (a) somado ao fluxo de renda esperado pela propriedade do ativo (q) deduzido do custo de carregamento (c) e, finalmente, adicionado do prêmio de liquidez fornecido pelo ativo (l) (Keynes, 1964, p. 225-226). No contexto de economia aberta e com livre mobilidade de capitais, (a) passa a ser a expectativa de variação cambial, (q) é dado pela taxa de juro básica associada à moeda, (c) é dado pelo grau de abertura financeira da economia e (l) é o prêmio de liquidez internacional (Prates, 2015, Paula *et al.*, 2017).

O significado econômico de (c) se reflete no grau de abertura financeira da economia, de modo que a remoção de controles sobre a conta de capital facilita a entrada e saída de capitais à procura de valorização no mercado doméstico. A autoridade monetária pode ser impelida a reduzir (ou remover completamente) os controles de capital para reduzir (c) e atrair demanda de investidores estrangeiros por ativos denominados na moeda de conta doméstica. O prêmio de liquidez (l) das moedas periféricas, como apresentamos anteriormente, é considerado zero. Em síntese, a presença (ou não) de liquidez estrutural, em âmbito internacional, é o que determina a existência de uma assimetria monetária no SMI.

### 3.2.3 O Ciclo Internacional de Liquidez

De acordo com a HIM, a ausência de prêmio de liquidez nas moedas periféricas torna as economias emissoras dessas moedas mais suscetíveis às flutuações cíclicas da economia global. Os fluxos de entrada ou saída de capital nessas economias são determinados por movimento cíclico de liquidez internacional, pela política monetária das principais economias – especialmente a economia emissora da moeda-reserva – e pela preferência pela liquidez dos investidores internacionais. Adicionalmente, ativos detidos por investidores internacionais em mercados periféricos representam parcelas muito pequenas do total de suas carteiras de ativos, ao passo que o capital estrangeiro representa parcelas significativas do total dos mercados periféricos. Assim se estabelece uma relação entre assimetria monetária e a assimetria financeira (Prates, 2015, Palludeto e Abouchéid, 2016).

Devido à maneira como se relacionam as assimetrias monetária e financeira, os ciclos de liquidez internacional podem exercer grande influência sobre EEMP. Rossi (2016, p. 80) definiu os ciclos internacionais de liquidez como “a variação periódica de transações financeiras internacionais com etapas ascendentes e descendentes que condicionam a disponibilidade de financiamento no sistema internacional.” Analiticamente, podemos distinguir os ciclos de

liquidez internacional em duas fases distintas: de “alta” liquidez (cheia) e de “baixa” liquidez (seca) (Biancarelli, 2012, Farhi, 2006).

A fase de alta é caracterizada pelo sentimento de euforia, com baixa preferência pela liquidez dos investidores internacionais e grande “apetite pelo risco.” Comumente, as taxas de juro nos países centrais estão em patamares bastante reduzidos, estimulando a busca por ativos com maiores retornos em economias periféricas. Para as moedas periféricas, despidas de qualquer liquidez estrutural e que oferecem taxas de retorno mais elevadas, isso significa um aumento no fluxo de entrada de capitais e, possivelmente, uma pressão de valorização sobre a moeda doméstica (Prates, 2015, Rossi, 2016, Palludeto e Abouchédid, 2016).

No extremo oposto, a fase de baixa no ciclo internacional de liquidez é caracterizada por aguçada preferência pela liquidez internacional e alta “aversão ao risco” pelos investidores internacionais, causando uma “fuga para qualidade”, ou seja, saída de capital das EEMP para as moedas consideradas mais líquidas, especialmente, a moeda-reserva. A consequência da fase de baixa do ciclo de liquidez é de pressão de desvalorização sobre as moedas periféricas (Prates, 2005, Rossi, 2016, Palludeto e Abouchédid, 2016).

A questão discutida na subsecção anterior, em que diferenciamos a liquidez estrutural da liquidez de mercado, torna-se especialmente relevante na explicação dos efeitos do ciclo internacional de liquidez sobre a demanda por moedas domésticas de EEMP. Enquanto a liquidez estrutural da moeda não pode ser fácil e/ou rapidamente alterada, a liquidez de mercado é efêmera. A fase de alta liquidez, ao incrementar os fluxos de entrada de capital, amplia a quantidade de participantes do mercado e aumenta o número de transações, enquanto a fase de baixa liquidez implica saída de capital e, portanto, menor quantidade de participantes no mercado e menos transações financeiras. Assim, os mercados em que as moedas periféricas são transacionadas são condicionados, pelo menos parcialmente, ao ciclo internacional de liquidez, influenciando a percepção dos investidores internacionais sobre a liquidez de tais mercados (Palludeto e Abouchédid, 2016).

Apesar de uma possível correlação entre o ciclo internacional de liquidez e o ciclo económico global, não é possível garantir uma simultaneidade entre os dois. No período pós Crise Financeira Global (CFG), enquanto a economia passou por uma fraca e lenta recuperação,<sup>74</sup> o *Fed* executou uma série de operações não-convencionais de política monetária,

---

<sup>74</sup> Nikiforos e Zezza (2017) apresenta dados que mostram a lenta recuperação da economia dos EUA após a CFG em comparação com as recuperações que ocorreram em outras crises.

como o *quantitative easing* e a *operation twist*,<sup>75</sup> que resultaram em enorme ampliação da liquidez internacional, mesmo sem que o ciclo econômico tenha adentrado à fase de expansão econômica acelerada.

### 3.2.4 Moedas Periféricas, Assimetria Macroeconômica e a Dualidade Impossível (Dilema)

A relação fundamental para compreensão da assimetria macroeconômica é aquela estabelecida entre a política cambial e a política monetária. A restrição sobre a autonomia da política fiscal, por sua vez, é proveniente de sua relação com a política monetária e tem impactos sobre as políticas de desenvolvimento, conforme Palludeto e Abouchedid (2016, p. 80) indicam que a necessidade de acumular volumosas reservas internacionais, devido à condição EEMP, reduz os recursos financeiros para execução de políticas de desenvolvimento: “*Reserve accumulation also decreases the available financial resources to implement industrial, agricultural, technological, and development policies in general.*” Por isso, é necessário apresentar os limitantes previstos pela HIM sobre a autonomia da política monetária de EEMP para posteriormente tratar dos limitantes colocados à autonomia de política fiscal.

De acordo com a HIM, as assimetrias monetária e financeira podem ter importantes impactos sobre a capacidade de realização de política macroeconômica doméstica, especialmente, em EEMP. Discutimos, ao longo desta subseção, como essas duas assimetrias podem se manifestar – em um nível mais concreto – como uma assimetria macroeconômica, em que moedas centrais possibilitam maior autonomia na condução de política monetária do que as moedas periféricas. O principal argumento utilizado pela HIM para justificar a perda de autonomia da política monetária – como explicado, a existência de assimetrias monetária e financeira em âmbito internacional – se reflete na existência de uma “dualidade impossível” (Prates, 2015, Conti *et al.*, 2014, Palludeto e Abouchedid, 2016, Verghanini e Conti, 2017),<sup>76</sup> que *aparentemente* se contrapõe à conhecida “trindade impossível” (trilema),<sup>77</sup> derivada do modelo Mundell-Fleming de economia aberta. Na próxima subseção mostramos que esta contraposição é apenas aparente.

O trilema indica que a autoridade monetária pode escolher apenas dois entre três objetivos, a saber: regime de câmbio fixo, política monetária autônoma e livre mobilidade de

<sup>75</sup> A operação de *quantitative easing* consiste em atuação do BC com o intuito de ampliar a quantidade de reservas bancárias acima do desejado pelos bancos. Sobre a *operation twist*, ver a explicação no capítulo 2.

<sup>76</sup> O termo “*impossible duality*” foi cunhado por Flassbeck (2001, p. 40). Rey (2015, p. 3) utilizou os termos “*irreconcilable duo*” e “*dilemma*” para a mesma *conclusão* que aquela exposta por Flassbeck.

<sup>77</sup> A “trindade impossível” também recebe o nome de “trilema”, utilizado no decorrer deste capítulo.

capitais. Em outras palavras, dado ambiente de livre mobilidade de capitais, apenas a adoção de um regime de câmbio flutuante permitiria a autonomia de condução da política monetária. Contrariamente, a conclusão da “dualidade impossível” diz que uma vez que haja livre mobilidade de capitais, independentemente do regime cambial adotado, há perda de autonomia sobre a política monetária, como explicitam Flassbeck e Rey, respectivamente:

*The loss of national sovereignty, the “impossible duality”, is an immediate result of the opening of the goods and capital markets, not the result of an inappropriate monetary order. There is, therefore, no alternative to international cooperation in exchange rate policy, if free trade and largely free movement of capital are to be guaranteed (2001, p. 40).*

*Fluctuating exchange rates cannot insulate economies from the global financial cycle, when capital is mobile. The “trilemma” morphs into a “dilemma” – independent monetary policies are possible if and only if the capital account is managed, directly or indirectly, regardless of the exchange-rate regime (2015, p. 21).*

Notamos que a conclusão da “dualidade impossível”, como sugerido por Flassbeck, e do “dilema” sugerido por Rey, não é direcionada especificamente à EEMP. Na realidade, trata-se de uma conclusão geral, que supostamente se aplicaria a todas economias inseridas no atual SMI (com exceção dos EUA, no argumento exposto por Rey). Autores da HIM converteram, sem adicionais explicações, a conclusão da “dualidade impossível” e do “dilema”, inicialmente geral, para o caso específico de EEMP, sugerindo uma explicação que não está presente nos trabalhos de Rey e Flassbeck, de que a perda de autonomia da política monetária decorre das assimetrias monetária e financeira do SMI contemporâneo,<sup>78</sup> como em Biancarelli *et al.* (2017). Ademais, o mecanismo pelo qual se processa a perda de autonomia de política monetária não é colocado de maneira suficientemente clara, nem por Rey e Flassbeck e nem por autores da HIM.

Ressaltamos ainda, que apesar de normalmente serem citados como tratando de um mesmo argumento, Flassbeck e Rey percorrem caminhos bastante diferentes para chegar à conclusão de que a autonomia da política monetária fica comprometida, mesmo em regime cambial flutuante, quando há livre mobilidade de capitais. Assim, consideramos separadamente o argumento da “dualidade impossível” de Flassbeck e do “dilema” de Rey. Paralelamente, identificamos na literatura da HIM, dois argumentos distintos para explicar a perda de autonomia da política monetária em EEMP. A primeira linha de argumentação está associada

---

<sup>78</sup> Diferentemente do que é apontado por Biancarelli *et al.* (2017, p. 4), não encontramos nenhuma indicação no texto de Rey (2015) que sugira uma restrição diferenciada entre países em desenvolvimento e países desenvolvidos (com exceção dos EUA), relativamente à autonomia de política monetária. Essa posição fica clara, quando a autora diz que “[t]he importance of the global financial cycle in creating boom and bust cycles in emerging markets and advanced economies alike with capital inflows surges goes back a long way and has been mentioned in different contexts [...]” (2015, p. 17).

à ideia de que fluxos de moeda estrangeira determinam/afetam decisivamente a capacidade do BC de realizar política monetária. A segunda linha de argumentação assume que a taxa de juro de curto prazo está sob controle do BC, no entanto, devido às importantes consequências que variabilidade e volatilidade cambial têm, especialmente sobre EEMP, os BCs dessas economias são impelidos a estabelecer uma política monetária que visa uma taxa de câmbio competitiva e que, ao mesmo tempo, não gere inflação.

Por vezes, as duas linhas de argumentação são apresentadas como complementares,<sup>79</sup> apesar da clara contradição entre elas, posto que caso a taxa de juro seja determinada por fatores externos (fluxo de moeda estrangeira), o BC fica despido de capacidade de utilizá-la como instrumento de manejo da taxa de câmbio – ou para qualquer outro propósito. Nesse sentido, há alguma heterogeneidade entre os diferentes autores que subscrevem à literatura da HIM em relação à linha de argumentação adotada e/ou enfatizada. A seguir, apresentamos com mais detalhes as duas linhas de argumentação e os pontos que consideramos contenciosos em cada uma delas.

#### 3.2.4.1 Ciclo internacional de liquidez<sup>80</sup> e política monetária

A primeira linha de argumentação, adotada por parte dos autores da HIM, segue a lógica apresentada por Rey (2015, 2016), que sugere que a política monetária doméstica está condicionada aos fluxos de capital internacional, quando não há (ou há insuficiente) controle de capital. Diante da excessiva desregulamentação e liberalização da conta financeira do BP, fluxos de capital estrangeiro gerariam aumento excessivo de crédito, como explicitou Rey:

*The global financial cycle is not aligned with countries' specific macroeconomic conditions. In a number of countries, this can lead to excess credit growth (or alternatively to monetary conditions which are too tight). Excess credit growth is one of the best predictors of crisis (2015, p. 17).*

Na mesma direção, Biancarelli *et al.* (2017) aponta o aumento do crédito doméstico na economia brasileira como uma consequência da entrada de fluxos de capital estrangeiro no país. A expansão do crédito doméstico, por sua vez, levaria a economia a uma fase de *boom* e, posteriormente, ao *bust*. Esse ponto é enfatizado por Rey (2015), ligando a ocorrência de crises financeiras aos ciclos de liquidez internacional (que ampliam excessivamente o crédito

<sup>79</sup> Ver Conti *et al.* (2014, p. 366).

<sup>80</sup> O termo utilizado por Rey (2015) é ciclo financeiro global (*global financial cycle*) com o mesmo significado que ciclo internacional de liquidez, utilizado por Biancarelli *et al.* (2017).

doméstico nas economias receptoras de fluxos de capital). Assim, quanto maior for a expansão do crédito ocasionada pelo ciclo internacional de liquidez mais severa é a crise financeira que inevitavelmente seguiria.

Apesar da (aparente) contradição entre a conclusão do dilema e do trilema, largamente destacada por Rey, na realidade, não há ruptura teórica com o modelo Mundell-Fleming quando se adota o dilema. Como explicitado pela própria autora, a lógica de que o BC perde controle sobre a taxa de juro de curto prazo no regime de câmbio fixo continua sendo válida, inclusive pelo mesmo mecanismo presente no modelo Mundell-Fleming e no trilema:

*There is no question that under a fixed exchange-rate regime and full capital mobility, policy makers cannot set the interest rate at the level they believe appropriate for monetary conditions in their economy. Should they try to free their policy rate from foreign influences, they would be quickly flooded by large capital flows reversing their measures (Rey, 2016).*

Este argumento está baseado em uma abordagem de moeda exógena,<sup>81</sup> em que a base monetária e a quantidade de moeda na economia são afetadas por choques monetários externos, como um grande fluxo de entrada de moeda estrangeira. Devido ao efeito do fluxo de moeda estrangeira sobre a base monetária, o BC ficaria despido de capacidade de atingir a taxa de juro de curto prazo que deseja, de acordo com os seus próprios critérios adotados (como por exemplo, a regra de Taylor em um regime de metas de inflação). Uma tentativa do BC de elevar a taxa de juro criaria um diferencial em relação à taxa internacional<sup>82</sup> e atrairia entrada de fluxos de moeda estrangeira. Haveria, então, um crescimento da base monetária – pois o BC intervém no mercado de câmbio creditando reservas bancárias para comprar moeda-reserva – e *ceteris paribus* a ampliação da quantidade de reservas bancárias forçaria a taxa de juro de volta ao patamar da taxa internacional. Esse mecanismo é idêntico ao utilizado por Obstfeld e Taylor (2004) na apresentação do trilema, derivado do modelo Mundell-Fleming, ao qual supostamente a visão do dilema se contraporía.

De acordo com essa abordagem, é possível que o BC procure retomar o controle sobre a base monetária e sobre a quantidade de moeda na economia<sup>83</sup> através de operações

<sup>81</sup> De maneira mais precisa, podemos dizer que há uma endogeneidade da quantidade de moeda liderada pela oferta de reservas bancárias devido a flutuações das reservas internacionais do BC (*supply-led endogeneity*) que, como notado por Lavoie (2006, 2014), não tem qualquer similaridade com a endogeneidade liderada pela demanda (*demand-led endogeneity*), tradicionalmente adotada pelos Pós Keynesianos. Para simplificar, chamamos a abordagem *supply-led endogeneity* de moeda exógena.

<sup>82</sup> A taxa internacional pode ser entendida, de maneira simplificada, como a taxa de juro dos EUA mais *spread* de risco atribuído a cada economia.

<sup>83</sup> Essa abordagem considera a existência de um multiplicador monetária estável (Lavoie, 2001).

esterilização que procura impedir a ampliação base monetária (Calvo, 1991). Essa operação tem consequências sobre o balanço do BC, que implica custos e pode provocar reversão dos fluxos de capital. Rey afirma, de modo compatível com a abordagem Mundell-Fleming, que:

*As a result, Central Bankers may wish to intervene on the foreign exchange market to keep the currency down, accumulating reserves. They face the tradeoff of higher inflation or increased sterilization costs with a likely side effect of an increased interest rate leading to further inflows (2015, p. 22).*

Dito de modo simples, Rey estabelece uma relação direta entre a ampliação da oferta monetária – oriunda dos fluxos de entrada de moeda estrangeira – e a elevação da inflação. Lavoie e Wang (2012) credita a ideia de que a entrada de moeda estrangeira gera aumento da inflação ao modelo Mundell-Fleming e seus seguidores. De acordo com Rey, apenas a esterilização do aumento da base monetária poderia conter a elevação da inflação, porém, com outros custos envolvidos. O aumento da dívida pública, devido à esterilização promovida pelo BC para retomar controle sobre a base monetária, afetaria negativamente a credibilidade dos *policy makers* diante dos investidores internacionais, estancando ou até mesmo revertendo o fluxo de entrada de moeda estrangeira (Calvo *et al*, 1996). Adiante, mostramos como a ideia de que a própria esterilização ocorre apenas por iniciativa do BC e de que o aumento da dívida pública poderia reverter os fluxos de moeda estrangeira não são compatíveis com a abordagem da moeda endógena.

Rey (2015, 2016) também não questiona a conclusão do trilema, vale dizer, de que o BC retém controle sobre a taxa de juro de curto prazo desde que não haja intervenção no mercado de câmbio:

*The Trilemma misleads us by assuming that domestic monetary and financial conditions shaping the macroeconomic situation of a country can be conveniently summarized by this one single variable, the short-term interest rate (see also Rey (2013)). If that were the case, the extra degree of freedom gained through exchange-rate flexibility would indeed be enough to neutralize any effects of foreign financial conditions on the domestic macroeconomy (2016, p. 2).*

Neste ponto, em que Rey acaba por concordar com a conclusão do trilema de que o BC ganha liberdade para controlar a taxa de juro de curto prazo em regime cambial flutuante, fica mais claro que não há ruptura com o modelo Mundell-Fleming. O que há, na realidade, é uma qualificação sobre a conclusão, no caso de regime de câmbio flutuante. A questão tratada é se fluxos financeiros internacionais, determinados em última instância pela política monetária dos

EUA, têm impacto maior sobre as condições monetárias domésticas do que a própria taxa de juro de curto prazo determinada pelo BC da economia em questão.

De acordo com Rey, fricção no mercado financeiro seria um elemento essencial para explicar a transmissão da política monetária. Dois canais são sugeridos pela autora: (1) canal de crédito e; (2) canal de *risk-taking*. O primeiro canal é apresentado da seguinte forma:

*When agency costs between borrowers and lenders are important, there is a wedge between the opportunity cost of internal finance and the cost of external finance: the external finance premium. This reflects the deadweight costs associated with the principal-agent problem and makes credit more expensive for a borrower. This external finance premium may depend on the stance of monetary policy. Expansionary monetary policy leads to an increase in asset prices, particularly equity prices, which increases net worth of borrowers. This mitigates adverse selection and moral hazard problems, decreasing the size of the wedge between internal funds and external funding costs. That then leads to an increase in lending and a increase in aggregate demand. I will use the term "credit channel" to describe this transmission channel [...] (2016, p. 4).*

Nesse trecho, podemos identificar mais facilmente que se trata do racionamento de crédito, em uma aplicação tradicional do pensamento Novo-Keynesiano de custo de agência (assimetria de informações). Risco moral e seleção adversa seriam aplacados pela elevação do preço de ativos devido à menor taxa de juro, reduzindo o custo de agência e possibilitando ampliação de empréstimos tomados. O canal (2) é explicado por Rey:

*A positive shock raises demand for assets and this compresses risk premia. In turn lower risk premia relaxes further the value-at-risk constraint of intermediaries, which enables them to lever further. In such an environment, a looser monetary policy lowers financing costs and triggers this feedback loop. Some papers tend to emphasize "excessive risk-taking" due to a myopic value-at-risk constraint computed using recent measured risk parameters, others endogenous movements in the exchange rate that loosen the constraint. All emphasize the procyclicality of leverage induced by the constraint, which may not be optimal from a macroeconomic point of view (2016, p. 5).*

Na sequência, a autora explica que a essência de seu argumento é uma extensão dos canais (1) e (2) para o contexto internacional:

*To sum up, the "credit channel" and the "risk-taking channel" are potentially important channels of monetary policy transmissions. Both matter for financial stability, as they have implications for leverage of intermediaries, credit growth and asset pricing and may lead to "excessive risk-taking". While the credit and risk-taking channels have been mostly studied in a closed economy context, evidence is building up that they might be relevant in an international context as well [...] In this case, when the US increases interest rate, the domestic exchange rate depreciates, which stimulates domestic exports. On the other hand, this leads to an adverse balance sheet effect since the value of foreign debt goes up. As a result of this tradeoff, even with*

*flexible exchange rates, the interest rate is not enough to achieve monetary autonomy.*  
(2016, p. 6).

Nosso objetivo neste capítulo, no entanto, não é debater racionamento de crédito, mesmo que baseado em uma visão distinta daquela apresentada por Rey, como a teoria Pós Keynesiana de racionamento de crédito.<sup>84</sup> De modo similar, o debate sugerido pela HIM, ao citar os trabalhos de Rey, não se refere à temática de racionamento de crédito quando trata da possibilidade de perda de autonomia da política monetária, mesmo em um regime de câmbio flutuante. Acreditamos que a forma como Rey (2015, 2016) sugere a contraposição entre o trilema e o dilema levou autores da HIM a concluírem que a autora tratava da mesma questão que eles, isto é, da autonomia do BC na determinação da taxa de juro. Contudo, os trechos em Rey (2015, 2016) são suficientemente claros para apontarmos que há uma inadequação do uso do dilema na argumentação feita pela HIM, em grande medida induzida por algumas afirmações ambíguas da própria autora.

Mesmo sem podermos esmiuçar a questão de qual seria o argumento do dilema em relação à perda de autonomia de política monetária – por se tratar de um tema que apenas tangencia o debate de autonomia de política monetária (comumente relacionado à determinação da taxa de juro de curto prazo) – os próprios textos da HIM nos dão algum subsídio para entender a primeira linha de argumentação, previamente destacada. Em outras palavras, nosso entendimento é que os textos da HIM são ambíguos na questão da exogeneidade da taxa de juro de curto prazo e da endogeneidade da moeda. Tratamos dessas questões na sequência, apresentando primeiramente o princípio que estende a abordagem da moeda endógena e da taxa de juro exógena para a análise de economia aberta. Posteriormente, analisamos o posicionamento teórico da HIM à luz desse princípio.

#### 3.2.4.2 Moeda endógena e taxa de juro exógena na economia aberta: o princípio da compensação

O princípio da compensação<sup>85</sup> estende a abordagem da moeda endógena, um dos elementos comuns a todas as vertentes Pós Keynesianas, e da taxa de juro exógena, também uma característica de grande parte das vertentes Pós Keynesianas (porém, não todas), para a economia aberta (Lavoie, 2001). Este princípio não só se contrapõe a vários argumentos

---

<sup>84</sup> Sobre uma teoria Pós Keynesiana de racionamento de crédito, ver Wolfson (1996).

<sup>85</sup> Também recebe o nome de “*compensation view*”, “*compensation thesis*” e “*banque de France view*” (Lavoie, 2014).

recorrentemente utilizados pela HIM, como também permite uma crítica à adoção do trilema pela MMT como forma de tratar a autonomia da política monetária em uma economia aberta.

Fluxos de entrada ou saída de moeda estrangeira não afetam a capacidade do BC de determinar a taxa de juro de curto prazo da economia, seja em um regime de câmbio fixo ou em regime de câmbio flutuante. O argumento central do princípio da compensação, então, lida com o caso em que há substancial intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio, com o objetivo deliberado de atingir uma paridade fixa ou, simplesmente, com o objetivo de reduzir flutuações cambiais indesejadas. Nesse sentido, é um princípio relevante para lidar com a determinação da taxa de juro na grande maioria dos países, especialmente países periféricos que mesmo com regimes de flutuação cambial executam substanciais intervenções no mercado de câmbio.

Para simplificar, vamos considerar uma economia que opera com uma taxa de câmbio fixa,<sup>86</sup> ou seja, em que o BC possui uma meta para a taxa de conversão da moeda doméstica em moeda estrangeira. Quando a economia apresenta superávit no resultado global do BP, significa que há uma entrada líquida de moeda estrangeira no país. O resultado desse fluxo de entrada, *ceteris paribus*, significa uma pressão de apreciação da moeda doméstica. Como o BC fixa uma taxa de câmbio, a intervenção no mercado cambial torna-se inevitável – nesse caso específico, com a compra de moeda estrangeira. Para comprar moeda estrangeira no mercado de câmbio, o BC realiza pagamentos creditando reservas bancárias, ampliando a disponibilidade de reservas no mercado interbancário. Por fim, normalmente o BC utiliza a moeda estrangeira adquirida para comprar ativos (quase sempre títulos do Tesouro dos EUA) que paguem juro.

Do outro lado, o sistema bancário doméstico registra um acréscimo na quantidade de reservas disponíveis no mercado interbancário. Como vimos no capítulo anterior, um acréscimo na quantidade de reservas poderia ocasionar uma pressão de baixa sobre a taxa de juro de curto prazo. O efeito do fluxo de entrada líquida, nesse caso, é similar ao déficit orçamentário do governo. O BC opera com uma postura defensiva, de comprador e vendedor residual de títulos do governo, de acordo com a demanda do setor privado. Na abordagem de moeda endógena, a ampliação das reservas bancárias não se converte em ampliação do crédito doméstico, que é endogenamente liderado pela demanda. Bancos não concedem empréstimos baseados na disponibilidade de reservas bancárias, mas sim de acordo com sua perspectiva de o potencial

---

<sup>86</sup> Não é necessário que se trate de um regime de câmbio fixo necessariamente. O princípio da compensação é válido para regimes cambiais ainda mais rígidos, como o *currency board*, ou mais flexíveis como o regime de flutuação suja. Basta que haja intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio, no sentido de esterilizar o impacto dos fluxos de moeda estrangeira na taxa de câmbio, para que o mecanismo da compensação esteja em funcionamento.

tomador de empréstimo honrar os pagamentos. Em outras palavras, bancos emprestam antes e obtêm as reservas bancárias necessárias apenas posteriormente (Lavoie, 2001, 2014).

Isso significa que as reservas bancárias adicionadas pela intervenção do BC no mercado de câmbio não são multiplicadas através de concessão de crédito, pois os bancos comerciais já concederam todo o crédito que seus clientes (considerados bons pagadores) solicitaram. A preferência dos bancos, então, é utilizar os ativos que não rendem juro (reservas bancárias) para adquirir ativos que pagam juro (títulos do governo) ou para pagar dívida com o BC, a depender da institucionalidade entre BC e bancos comerciais nessa economia. No caso de economias *asset-based*, o comum é que bancos comerciais não estejam endividados com o BC, portanto, utilizam as reservas bancárias para comprar títulos da dívida pública. No caso de economias *overdraft*, bancos comerciais acumulam dívida com o BC e, por isso, utilizam as reservas bancárias adicionais para reduzir seu estoque de dívida.<sup>87</sup>

Independentemente de *asset-based* ou *overdraft*, a essência do princípio da compensação é a mesma. Possíveis alterações na base monetária devido a fluxos de moeda estrangeira são esterilizadas por iniciativa do próprio setor privado, cabendo ao BC apenas um papel acomodacionista, e tendo como resultado uma alteração na composição do seu balanço. A figura 5, abaixo, ilustra as possíveis modificações no balanço do BC no caso de uma entrada líquida de moeda estrangeira.

Figura 5 – Balanço Simplificado do BC no Princípio da Compensação

<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
Reservas Internacionais ↑	Base monetária =
Títulos do Tesouro em carteira ↓	Títulos do BC ↑
Dívidas dos Bancos Comerciais ↓	Compromissadas ↑
	Compulsório ↑

Fonte: Elaboração própria

A figura 5 mostra o resultado esperado para o balanço do BC, a partir da perspectiva da compensação, em uma economia que tem uma entrada líquida de moeda estrangeira. Diferentemente do entendimento oferecido pelo modelo Mundell-Fleming, a esterilização das reservas bancárias, que alterariam a base monetária, não depende de uma iniciativa do BC. Na

<sup>87</sup> Para uma discussão mais detalhada sobre economias *asset-based* e *overdraft*, ver Lavoie (2001, 2014).

realidade, o BC atua passivamente acomodando a demanda do setor privado por reservas bancárias ou por ativos que rendam juro (títulos públicos), impedindo desvios para cima ou para baixo da taxa de juro de curto prazo, relativamente à meta estabelecida. Como ilustrado, a base monetária permanece inalterada pela acumulação de reservas internacionais, portanto, não há impacto sobre o mercado interbancário e sobre a taxa de juro de curto prazo (política monetária), ao mesmo tempo em que outros itens do balanço do BC compensam o aumento das reservas internacionais. A figura 5 ilustra as principais possibilidades de compensação, sendo pouco provável que todas elas se verifiquem (ou que sejam possíveis no mesmo BC, devido a diferenças de institucionalidade) simultaneamente.

A literatura empírica sobre o princípio da compensação não é extensa, mas conta com importantes evidências de confirmação do princípio em algumas economias da Ásia, como Taiwan, Hong Kong, Coreia do Sul, Malásia e China (Angrick, 2017, Lavoie e Wang, 2012) e na Europa, como Macedônia (Bozhinovska, 2015). A confirmação empírica se dá pela ausência de cointegração entre a base monetária e o estoque de reservas internacionais. Ainda é possível identificar quais são as contas de compensação procurando identificar cointegração entre as reservas internacionais e os outros itens do balanço do BC.

Lavoie (2001) destacou que o mecanismo da compensação é igualmente válido para economias que apresentam como resultado fluxos líquidos de entrada e de saída de moeda estrangeira. Porém, o último caso implica uma importante limitação que não se constata para o primeiro. Enquanto não há limite para que uma economia acumule reservas internacionais, a saída líquida de moeda estrangeira pode levar à exaustão das reservas internacionais previamente acumuladas. Nessas condições, é possível que a própria autoridade monetária decida elevar a taxa de juro, para tentar atrair fluxo de moeda estrangeira e, principalmente, para elevar o custo de saída. Caso a saída de moeda estrangeira persista, antes que haja uma completa exaustão das reservas internacionais, é provável que o BC recorra a empréstimos no exterior – caso tenha acesso a canais de crédito – ou que, como última alternativa, rompa a paridade cambial (Wray, 2006a, Tcherneva, 2016). Nesse caso, haveria um esgotamento do próprio regime cambial, não um rompimento com a lógica da compensação. Como Lavoie (2001, p. 235) explicou: “[t]he increase in the rate of interest is not the endogenous result of the capital outflow. Rather, it is an economic and political decision of the central bankers. The central bank does have a choice.”

#### 3.2.4.3 Uma análise crítica da HIM

Uma abordagem Pós Keynesiana, que trate de autonomia de política monetária no contexto de economias abertas, deve ser compatível com o princípio da compensação, que é uma extensão da lógica da moeda endógena e da taxa de juro exógena. A adoção do trilema pela MMT, para tratar da relação entre o espaço para política monetária<sup>88</sup> e regimes cambiais, nesse sentido, nos parece contraproducente. O trilema deriva do modelo Mundell-Fleming, em que a base monetária e a oferta de moeda são exógenas e no qual o BC não determina exogenamente a taxa de juro, quando se trata de um regime de câmbio fixo. Por isso, entendemos que o trilema não é compatível com a MMT, que se baseia, estruturalmente, na abordagem de moeda endógena e taxa de juro exógena como características de qualquer economia em que o governo emite sua própria moeda.

É a partir do princípio da compensação que fazemos uma avaliação crítica também em relação à HIM. Textos referência desta literatura acenam para versão do modelo convencional Mundell-Fleming em relação à esterilização. De maneira oposta ao que afirma o princípio da compensação, a perspectiva apresentada pela HIM sugere que a esterilização não ocorreria por iniciativa do setor privado. Entendem, então, que sendo a esterilização uma iniciativa do BC, é possível que não se concretize ou que seja insuficiente, permitindo que fluxos de moeda estrangeira afetem a base monetária e, conseqüentemente, a taxa de juro de curto prazo, conforme indicado nos trechos abaixo:

O primeiro canal, denominado “**canal da política monetária**”, verifica-se somente quando o impacto monetário da atuação da autoridade monetária no mercado de câmbio não é neutralizado, ou seja, nas intervenções não-esterilizadoras, que afetam a base monetária e a taxa de juros doméstica. Como um importante condicionante da taxa de câmbio consiste no diferencial entre os juros internos e externos, mudanças nessa taxa podem alterar a taxa de câmbio, especialmente se não forem antecipadas. (Prates, 2007, p. 11, grifo da autora).

Dada a política monetária restritiva vigente no período [2003-2007], a autoridade monetária brasileira adotou, persistentemente, a estratégia de intervenção esterilizadora, ou seja, de neutralizar o impacto monetário das suas compras de divisas mediante venda de títulos públicos no mercado aberto a partir das chamadas operações compromissadas (Prates, 2015, p. 102-103).

A diferença, que parece sutil, na realidade significa um entendimento bastante distinto em relação àquele princípio que estabelece a endogeneidade da moeda na economia aberta com intervenções cambiais. Na perspectiva adotada pela HIM, caso o BC não esteja disposto ou considere o custo para esterilização excessivo, a taxa de juro doméstica é afetada pelos fluxos

---

<sup>88</sup> Ver Wray (2015a).

de moeda estrangeira. Com efeito, os trechos acima indicam concordância com as premissas e com a conclusão do trilema para economias em que há substancial intervenção no mercado cambial. As conclusões apresentadas nos trechos acima estão em completa divergência com o princípio da compensação, pois consideram que a base monetária e a taxa de juro são mantidas pelo BC através de uma política discricionária, não como um atributo do funcionamento normal da economia. Isso pode ser percebido em contraste com Serrano e Summa (2015), que segue a perspectiva da compensação, e descreve um mecanismo bastante distinto para o caso de câmbio fixo:

*In this case the 'sterilization' will be voluntary, full, and automatic as the whole of the increase in foreign reserves is offset directly by an equal increase in domestic public debt, and there is no increase in the monetary base (and of course also no increase in the money supply M1). Consequently, the domestic interest rate remains unchanged (2015, p. 256-257).*

O entendimento de que a taxa de juro não é uma variável exógena, decidida por política econômica, é inevitável quando Prates sugere que a tentativa de controlar a taxa de câmbio poderia ameaçar até mesmo o regime de metas de inflação:

Ademais, no caso da economia brasileira, nesse período [janeiro de 2003 – junho de 2007], a impossibilidade de o Banco Central controlar, simultaneamente, a taxa de juros básica e a taxa de câmbio nominal nesse contexto foi levada ao limite por causa de duas especificidades [...] A adoção de uma estratégia mais agressiva de compra de divisas – com o objetivo de influenciar a trajetória da taxa de câmbio – com esterilização parcial dos seus impactos monetários colocaria em risco a política de metas de inflação ancorada na manutenção de uma alta taxa de juros básica (2010, p. 33).

Isso significa que, para a HIM, não se trata de o BC decidir a política monetária através da regra de Taylor, mas sim que há uma incapacidade de a autoridade monetária determinar a taxa de juro de curto prazo mediante extensivas intervenções no mercado de câmbio. Reforçamos que se trata de um entendimento contrário à perspectiva da compensação, em que não há incompatibilidade entre intervenções no mercado de câmbio e determinação da taxa de juro de curto prazo pelo BC, como apontado por Serrano e Summa:

*Note that nothing needs to be done by the Central Bank specifically for the purpose of sterilization. If we just assume that the Central Bank wants to maintain the fixed exchange rate and the benchmark interest rate unchanged, the **sterilization will necessarily occur in the exact amount that is required to achieve these two objectives simultaneously** (2015, p. 257, grifo nosso).*

O desencontro entre a HIM e a exogeneidade da taxa de juro – no sentido normalmente utilizado por Pós Keynesianos, que significa que a taxa básica de juro está sob controle do governo (Wray, 2006b, Lavoie, 2014) – não é decorrência da análise de economia aberta. Mesmo considerando um modelo de economia fechada, a HIM considera que a taxa de juro é determinada pela preferência pela liquidez do mercado, como destacou Conti *et al.* (2014, p. 356) ao dizer que a taxa básica de juro do país emissor da moeda-reserva do SMI “pode ser pensada, então, como uma taxa de juro determinada numa economia fechada, logo, definida pela preferência pela liquidez dos agentes.” Concluímos, assim, que a divergência na teoria da determinação da taxa de juro não está baseada em questões que emergem apenas ao considerar a economia aberta.

Adicionalmente, a HIM argumenta que a esterilização dos movimentos na base monetária oriundos de intervenções cambiais implica custos elevados, especialmente fiscais. Aqui, duas ponderações são necessárias: (1) nem sempre a intervenção do BC no mercado de câmbio desencadeia compra de títulos de dívida pública pelo setor privado, tendo em vista economias que operam *overdraft*; (2) no caso brasileiro, a trajetória de acúmulo de reservas internacionais foi compensada pelo aumento das operações compromissadas, elevando a dívida pública bruta.

Vamos assumir, simplificadamente, que na maioria dos países periféricos que acumularam grande volume de reservas internacionais no decorrer dos anos 2000 – muito acima do acumulado pelos países desenvolvidos (Rodrik, 2006) – esse aumento de reservas foi compensado por aumento da dívida pública bruta. Lavoie e Wang (2012) explica que esse é o caso em vários países periféricos, em que há emissão de títulos pelo BC.

EEMP, comumente, têm taxa de juro mais elevada que economias emissoras de moedas centrais, para compensar o *spread* de risco. Assim, a taxa de juro paga sobre a dívida pública costuma ser mais alta que a taxa de juro recebida sobre as reservas internacionais mantidas em títulos do Tesouro dos EUA.<sup>89</sup> De fato, o pagamento de juro a agentes estrangeiros resulta em transferência de renda, que pode ter um impacto distributivo relevante a ser considerado.

Por outro lado, a HIM entende que a sustentação de uma trajetória de acúmulo de reservas internacionais, com simultânea esterilização, encontra dois fatores limitantes importantes, no caso brasileiro. O primeiro limitante estaria no fato de a compensação do

---

<sup>89</sup> Erroneamente, alguns textos da HIM (Prates, 2007, 2010, Palludeto e Abouchéid, 2016) atribuem à Rodrik (2006) o debate sobre o custo fiscal da manutenção de reservas internacionais. O autor trata, na realidade, do custo social das reservas, dado pela diferença entre a taxa de juro do *Fed* e a taxa de juro paga pelo setor privado doméstico para contratar empréstimos de curto prazo no exterior. O próprio autor reconhece a existência do debate sobre o custo fiscal das reservas internacionais, mas destaca que não está tratando deste tipo de custo.

acúmulo de reservas internacionais se dar via aumento das operações compromissadas, que funcionam como títulos de curto prazo indexados à taxa Selic (Sistema especial de liquidação e de custódia). O segundo limitante seria que a manutenção do diferencial entre a taxa de juro doméstica e a taxa de juro internacional atrairia capital especulativo (*carry trade*), elevando o passivo externo de curto prazo. Prates explicou da seguinte maneira os limitantes à estratégia de esterilização no Brasil:

Todavia, esta estratégia deparou-se com dois constrangimentos. Por um lado, o elevado estoque de dívida pública mobiliária concentrada no curto prazo e indexado à taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic). Por outro lado, o elevado diferencial entre os juros internos e externos, que tornava o custo de carregamento dessas reservas excessivamente alto (em termos absolutos e relativamente aos demais países emergentes). Ou seja, esse mesmo diferencial de juros estimulou o ingresso de capitais de curto prazo, em busca de ganhos de arbitragem e/ou especulação (denominada de *currency carry trade*) – resultando na ampliação do passivo externo de curto prazo do país – na forma de investimento de portfólio em renda fixa e de dívida de curto prazo (2015, p. 103).

Ao longo do texto não fica claro por qual razão a indexação à Selic e o vencimento de curto prazo seriam problemáticos (ou limitadores). O perfil da dívida pública depende basicamente das expectativas dos agentes privados em relação ao futuro da taxa de juro de curto prazo. Em outras palavras, o setor privado demanda títulos de dívida com vencimento mais longo (curto) e com taxa prefixada (pós-fixada) conforme antecipa uma queda (elevação) da taxa curta. A taxa de juro de longo prazo, em condições normais, é mais alta que a taxa curta, pois paga um prêmio de liquidez pelo investimento de longo prazo.<sup>90</sup> Portanto, a composição da dívida pública em títulos de prazos mais longos, naturalmente, leva ao pagamento de uma taxa de juro mais elevada ao setor privado (Fullwiler, 2005, 2006, Serrano e Pimentel, 2017). Keynes (1982) já havia chamado atenção para o efeito da tentativa de o Tesouro alongar a dívida pública, elevando desnecessariamente a taxa de juro a ser paga. Isso não significa de maneira nenhuma uma redução da capacidade do Estado realizar pagamentos, mas também não é necessariamente desejável. Nesse sentido, o perfil da dívida pública não significa maior ou menor espaço para política fiscal, mas sim, reflete as expectativas sobre movimentos futuros da política monetária.

A perspectiva da HIM de que uma dívida com prazo mais longo e com taxa prefixada é mais desejável somente faz sentido partindo de uma análise que se faz sobre a “qualidade” da dívida de unidades econômicas privadas, não emissoras da moeda que redime sua própria dívida. No caso das unidades privadas, dívidas com prazo mais longo e juro prefixado significa

---

<sup>90</sup> Apresentamos mais detalhadamente a determinação da taxa de juro de longo prazo no capítulo 2.

uma tendência de maior adequação dos compromissos financeiros ao fluxo de caixa esperado – é uma posição *hedge*. Essa lógica não se estende, contudo, ao Estado, cujo próprio passivo é aquilo que redime todas as dívidas internas da economia.

Além disso, a manutenção da dívida pública em títulos de longo prazo implica pagamento de uma taxa de juro mais alta, pois a taxa longa é, exceto em condições extraordinárias, mais alta que a taxa curta. Em outras palavras, o estoque da dívida pública mantido em títulos de curto prazo reduz o impacto distributivo do pagamento de juro aos detentores de títulos.

O segundo constrangimento apontado pela literatura da HIM é que a esterilização mantém o diferencial entre a taxa de juro doméstica e a taxa internacional (que provocou o fluxo inicial de entrada de moeda estrangeira), elevando o passivo externo de curto prazo. À luz do princípio da compensação, a esterilização não ocorre por iniciativa do BC, sendo um resultado do comportamento do setor privado que prefere manter, em sua carteira, ativos que rendem juro. A redução do diferencial entre a taxa de juro doméstica e a taxa internacional via não-esterilização não seria viável num cenário em que o BC não altera sua meta para taxa de juro *overnight*, pois o setor privado busca o rendimento da taxa básica. Queremos dizer, com isso, que uma redução do diferencial da taxa de juro somente poderia ocorrer a partir de uma decisão do próprio BC de reduzir a taxa doméstica, não de uma “intervenção não-esterilizadora.” O suposto constrangimento, então, não está relacionado à esterilização, mas à decisão do BC de manter o diferencial das taxas de juro. A ideia de que fluxo de entrada (saída) de moeda estrangeira é responsável pela eliminação (ampliação) do diferencial de juro na ausência de esterilização, não é uma hipótese compatível com a moeda endógena. Caso o BC decida reduzir a taxa de juro doméstica para minimizar fluxos de moeda estrangeira, eventuais entradas e/ou saídas ainda serão esterilizadas por iniciativa do setor privado, mesmo com um menor diferencial.

Na passagem a seguir está apresentada de maneira clara a limitação que a posição de moeda periférica poderia impor à política fiscal de uma perspectiva da HIM:

*The boom-and-bust movements of foreign finance result in pro-cyclical movements of GDP and, consequently, high oscillation of fiscal revenues that reduce sharply in the downturn. For all these reasons, the scope for implementation of countercyclical fiscal policies decreases a great deal more in such economies compared to centre economies. Moreover, even during the boom phase of the capital flows cycle, the fiscal stance generally is affected adversely. As peripheral emerging economies have to implement foreign reserve accumulation as a defensive and precautionary response to enhance their capacity of restraining speculative attacks in times of capital flows reversals, the need to sterilize the monetary impact of that policy (to counter the*

*downward pressures on the policy rate) results in fiscal costs due the high interest rate differentials (Fritz et al., 2018, p. 9-10).*

A política fiscal sofreria restrição tanto em momentos de alta quanto de baixa do ciclo internacional de liquidez. Durante a baixa, a variação negativa do PIB devido ao movimento de saída de moeda estrangeira afetaria negativamente a arrecadação tributária e, conseqüentemente, reduziria a capacidade do Estado realizar gastos. Por outro lado, a fase de alta significa, para EEMP, um movimento de acumulação de reservas internacionais, ampliando a dívida pública e, conseqüentemente, o serviço da dívida. Tal relação entre o acúmulo de volumosas reservas internacionais, necessária devido à condição de EEMP, e a redução de recursos financeiros da autoridade pública, é ainda mais explicitamente reconhecida:

*[...] the accumulation of reserves, a strategy adopted by many countries, as already noted, results in additional pressure on public finances and also reduces the potential for other development policies because it reduces the financial resources of domestic authorities. The cost of reserve accumulation restricts the role of fiscal policy, which is to act in times of low economic activity and promote sustainable aggregate economic growth (Palludeto e Abouchedid, 2016, p. 80).*

A redução de arrecadação tributária, aumento do serviço da dívida pública e/ou aumento do estoque da dívida pública (potencialmente desencadeado pelo acúmulo de reservas internacionais), na abordagem da MMT, *não significam* uma redução de recursos financeiros que poderia restringir a capacidade de o Estado gastar em sua própria moeda. Um olhar mais atento para os dois encadeamentos sugeridos nos leva a questionar qual o elemento que liga a baixa do ciclo internacional de liquidez à variação negativa do produto. Em outras palavras, por que a saída de moeda estrangeira afetaria negativamente os gastos autônomos em EEMP? A eventual causalidade entre a fase do ciclo de liquidez internacional e os gastos autônomos domésticos, não sendo intuitiva, precisa estar assentada em robustas evidências empíricas e requer análise teórica bastante detalhada.

Adicionalmente, se entendermos que o gasto do governo é um componente autônomo de demanda, que pode liderar o crescimento do produto, nos parece problemático assumir uma causalidade entre baixa do ciclo de liquidez, queda do produto (e da arrecadação tributária) e redução do escopo para política fiscal. Enquanto a transferência de renda pelo pagamento de juro tem um relevante impacto distributivo, não está relacionada com a capacidade fiscal do Estado.

Está presente também, na HIM, o argumento que a autonomia da política fiscal pode ser constringida pela imposição de “disciplina do mercado” diante de elevação da dívida pública

ou da realização de déficit orçamentário do governo que seja considerado inapropriado pelos investidores internacionais:

*Besides, international private capitals may impose **strict market discipline over government budget**, requiring full commitment with decreasing government deficits. If the government decides to abandon primary surpluses targets and increases its public deficits, the market will perceive it as a lower commitment to debt retirement and expect some depreciation trend over the exchange rate. Due to expectations, it may also imply higher long-term interest rates. Not much is needed to cause the 'flight to liquidity' movement, considering that financial investments in peripheral countries follow a speculative logic. Any action that goes against 'market discipline' and the so-called 'sound finance' may lead to self-fulfilling prophecy of currency depreciation. Hence, MMT's proposal about the impossibility of default of a State when it is indebted in its own currency should take into account that the international demand for assets denominated in peripheral countries is so volatile that in the end the governments in peripheral countries feel strongly constrained by the permanent threat of a capital flight, inevitably incurring in a fiscal policy that is far from autonomous (Vergnhanini e Conti, 2017, p. 27, grifo nosso).*

*Also, fiscal policy is frequently managed in a pro-cyclical way as the abrupt reversion of capital inflows surges even if caused by exogenous factors, will require fiscal tightening to compensate the negative effects of currency depreciation on the fiscal balance as well as to inspire global investors' confidence. Indeed, one of the consequences of capital account liberalization in a world of monetary and financial asymmetries is that 'fundamentals' of peripheral emerging economies are subject to the assessment of foreign investors and rating agencies. Regardless of whether the concerns about the fiscal stance are well founded, financial market actors' reactions cannot be shrugged off (Neville 2012). Consequently, fiscal policy may have to be modified to reduce the fears of those markets, putting a limit on the implementation of countercyclical fiscal policies in peripheral emerging economies (Fritz et al., 2018, p. 9).*

Sob risco de sofrer uma fuga de capitais a qualquer momento, imposto pela disciplina de mercado, com agências de *rating* pairando sobre EEMP com a constante ameaça de rebaixamento da nota ou perda do grau de investimento, a política fiscal *tem* de ser conduzida de acordo com as práticas de austeridade esperadas pela entidade “mercado.” Tal recomendação de política da HIM encontra respaldo em um conhecido argumento Novo-Keynesiano, defendido por Calvo em mais de uma oportunidade:

*But if the capital inflow is sterilized, this will prevent the interest rate differential from narrowing, and may thus induce further capital inflows. In addition, since sterilization involves increasing the number of domestic bonds to offset the currency inflow, it results in an increase in public debt. Eventually, this policy could result in a rise in public debt so large as to undermine the credibility of policymakers, especially if the public begins expecting a partial repudiation of the debt-expectations that may well halt the inflows altogether (Calvo et al., 1996, p. 134).*

*[...] a stabilization program could run into serious credibility problems as a result of a sterilization-partial total-of capital inflows. The note examines the effect of*

*sterilization through the issuance of nominal debt. The Achilles' heel of such a policy was shown to be the additional debt itself* (Calvo, 1991, p. 925-926).

Se assumirmos que o fluxo de capital estrangeiro depende do diferencial entre a taxa de juro doméstica e a taxa internacional, então, o argumento da HIM estabelece uma relação entre o aumento da dívida pública e o *spread* de risco. Imaginemos um cenário em que haja um fluxo de entrada líquida de capital estrangeiro, em uma economia com câmbio fixo (ou flutuação suja). Seguindo a lógica apresentada pela HIM nos trechos ao longo desta seção, o BC pode optar por esterilizar as reservas bancárias criadas no processo de intervenção no mercado de câmbio. Contudo, ao decidir esterilizar, o BC estaria causando uma ampliação da dívida pública, porque vende títulos públicos para realizar tal esterilização. No caso da intervenção esterilizada, a literatura da HIM aceita que a taxa de juro nominal doméstica permanece inalterada, mas ao mesmo tempo, conclui que esse processo poderia levar ao aumento da dívida pública e, conseqüentemente, deflagrar uma fuga de capitais. Se a taxa de juro nominal se manteve inalterada, a explicação que poderia associar o aumento da dívida pública e a fuga de capitais seria o aumento do *spread* de risco, que reduziria o diferencial de juro – ou até mesmo reverteria o diferencial – e, conseqüentemente, alteraria o fluxo de capital estrangeiro.

Para evitar a fuga de capitais devido à “disciplina imposta pelo mercado”, o BC seria forçado a estabelecer uma relação positiva entre taxa de juro nominal doméstica e dívida pública interna, para evitar que a ampliação do *spread* de risco leve à redução do diferencial de juro. Devemos notar que no mecanismo da HIM, o *spread* de risco teria que responder ao aumento da dívida pública e à despeito da acumulação de reservas internacionais. Nesse ponto, vale considerar o argumento de Serrano e Summa:

*On the other hand, the popular belief that an increase in domestic public debt affects the risk spread related to a country's external loans in foreign currency and, thus, the BoP curve, also seems incorrect [...] the idea that, collectively, the international investors who are creditors of the country in international currency (usually US dollars) would be concerned with any kind of local economy indicators that do not affect either the country's or the government's cash flow and ability to pay its commitments in foreign currencies also simply makes no sense* (2015, p. 259-260).

Mudanças nas condições externas e, especialmente, a proporção entre reservas internacionais e passivo externo de curto prazo têm um papel preponderante na formação do *spread* de risco. O aumento da dívida pública ocasionado pela acumulação de reservas internacionais teria um potencial efeito de redução, não de aumento, do *spread* de risco. Isso, porque a capacidade do Estado de realizar pagamentos em moeda estrangeira em nada está relacionada com indicadores de dívida denominada em moeda doméstica. Em outras palavras,

o endividamento do setor público em moeda doméstica em nada afeta a capacidade de realizar pagamentos em moeda estrangeira. A conclusão, portanto, é que as condições fiscais não têm influência sobre a taxa juro doméstica pois a capacidade de realizar pagamentos em moeda estrangeira depende da própria disponibilidade de reservas em moeda estrangeira relativamente ao passivo externo de curto prazo, não de índices internos de endividamento (ou de déficit) do governo:

*The international evidence shows also that speculative bets against countries in which the ratio between short-term foreign liabilities and reserves is small simply do not work (see the case of Hong Kong in 1997). This does not seem to depend very much on the type of exchange rate regime or the ‘credibility’ of the finance ministers of these economies, nor on any generic fiscal fundamentals favoured by the orthodox view. Although the instability of financial markets and uncertainty about short-term movements of asset prices seem to have increased in the 1990s, the financial crisis that happened in these countries was based on an objective condition: the accumulation of short-term foreign liabilities relative to foreign exchange reserves (Medeiros e Serrano, 2005, p. 226).*

A partir da lógica apresentada em textos da HIM, um aumento da dívida pública (ou mesmo do déficit do governo) resulta em aumento do *spread* de risco, que por sua vez leva à redução (ou reversão) do diferencial de juro que, por fim, leva ao estancamento da entrada de moeda estrangeira ou, no limite, à fuga de capitais. Por outro lado, argumentamos que a fuga de capitais é predominantemente causada por alterações nas condições externas. O BC, na tentativa de ampliar o custo de saída da moeda estrangeira, decide autonomamente elevar a taxa de juro (Lavoie, 2001). A elevação da taxa de juro, por sua vez, eleva o serviço da dívida pública, gerando pagamentos do governo que criam reservas bancárias que são utilizadas pelo setor privado para demandar mais títulos públicos, levando ao aumento da dívida pública. O que apontamos, assim, é que nas duas abordagens a causalidade entre fuga de capital, política monetária e dívida pública é exatamente invertida.

Aidar e Braga (2019) reporta evidências empíricas de que fatores externos<sup>91</sup> – fortemente condicionados pela taxa de juro do *Fed* – são os principais determinantes do *spread* de risco de um grupo de países em desenvolvimento, incluindo o Brasil. Diferentemente da extrema suscetibilidade sugerida por Vergnhanini e Conti (2017), mesmo os choques causados pelo rebaixamento da nota e posterior perda do grau de investimento pelas agências de *rating* – entre 2015 e 2016 – acompanhados de grandes déficits e rápido crescimento da dívida pública não deflagraram uma fuga de capitais no Brasil, por exemplo. Jorge e Bastos (2019) trata da

---

<sup>91</sup> Para mais detalhes, ver o debate sobre *pull-push factors*, que procuram explicar fluxos de capital estrangeiro para países em desenvolvimento (ou EEMP nos termos utilizados nesta tese).

questão do rebaixamento da nota e perda do grau de investimento das agências de *rating*, que podem ser influenciadas por indicadores fiscais. Ao analisar os leilões primários de títulos públicos do Tesouro Nacional (TN), os autores concluem que na ocasião da perda do grau de investimento do Brasil, houve aumento da emissão de títulos com prazo mais curto e taxa pós-fixada (resultando em menor pagamento de juro, pois a taxa curta é, normalmente, mais baixa que a taxa longa), sem impacto permanente sobre o preço dos títulos longos, indicando que não ocorreu fuga de investidores internacionais. Não há evidências de que o comportamento dos investidores estrangeiros, pautados pelas agências de *rating*, impactaram negativamente a capacidade do BC e TN executarem as políticas monetária e fiscal conforme achassem mais apropriado.

A divergência entre a MMT e HIM, então, não fica limitada à determinação da taxa de juro (política monetária). Argumentamos que existem elementos marcantes na HIM que estão permeados pelo postulado da restrição orçamentária do governo, oposto ao princípio das finanças funcionais, que prescindem de aspectos da economia aberta e do SMI contemporâneo. A HIM se refere à política macroeconômica dos EUA como aquela mais imune às intempéries do SMI, permitindo aos leitores um vislumbre sobre como entendem a política macroeconômica doméstica. Prates (2005, p. 268) explica que “a política monetária americana também está subordinada (mesmo que em menor grau) à necessidade de rolagem da dívida pública mobiliária interna e de sustentação do valor do dólar.” Nossa dúvida é: por que haveria subordinação da política monetária à rolagem da dívida? A rolagem da dívida deixa de ocorrer somente quando as unidades econômicas privadas desejam manter mais reservas bancárias em carteira (e menos títulos da dívida pública). Não há qualquer razão, como explicado no capítulo anterior, para que essa mudança das unidades econômicas privadas impeça o BC de atingir a taxa *overnight* desejada, ou o Tesouro de realizar os gastos desejados.

O apontamento feito pela HIM, de que é a condição de EEMP que subordina a política macroeconômica doméstica, obscurece a essência da divergência em relação à MMT. Argumentamos que é a adoção do princípio de *sound finance* que, em última instância, leva à conclusão de que a política macroeconômica doméstica está limitada pelos humores do mercado. Seguindo Kalecki sobre a doutrina de *sound finance*:

*This gives to the capitalists a powerful indirect control over Government policy: everything which may shake the state of confidence must be carefully avoided because it would cause an economic crisis [...] Hence budget deficits necessary to carry out Government intervention must be regarded as perilous. The social function of the doctrine of “sound finance” is to make the level of employment dependent on the “state of confidence” (1943, p. 325).*

O argumento de que é necessário cuidar do estado de confiança do mercado não é o que leva à *sound finance*. Ao contrário, é a adoção da *sound finance* que leva a recomendações de política macroeconômica voltada a atender os interesses da classe capitalista, com intuito de garantir sua disposição a investir. Ao negligenciar a endogeneidade da moeda/exogeneidade da taxa de juro, a HIM é levada a entendimento acerca da política macroeconômica em marcada contradição com a MMT (e com outras vertentes Pós Keynesianas). Lavoie (2013, p. 5) apontou justamente para essa possibilidade de críticas de algumas vertentes Pós Keynesianas à MMT, ainda que não se referisse explicitamente à HIM: “[t]he uneasiness of many post-Keynesians to accept some of the neo-chartalist [MMT] arguments may, in part, be attributed to their unwillingness to entertain the mechanics of the clearing and settlement system as well as the horizontalist position.”

### 3.2.5 A Hierarquia das Políticas Macroeconômicas

Entremeada pelo argumento de que a assimetria no SMI implica incapacidade de o governo de EEMP executar as políticas monetária e fiscal que achar mais adequadas, há uma segunda linha de argumentação, de caráter normativo, que justifica a perda de autonomia das políticas monetária e fiscal (e também políticas distributivas) em detrimento da necessidade de controlar a taxa de câmbio. É com essa segunda linha que a “dualidade impossível”, sugerida por Flassbeck (2001), parece estar mais alinhada. Os trabalhos da própria HIM contêm uma versão mais sofisticada do que aquela apresentada por Flassbeck<sup>92</sup> (por isso não detalhamos este trabalho), ainda que aponte na mesma direção.

Retomando as ideias centrais da HIM, a ausência de liquidez estrutural nas moedas periféricas faz com que a demanda internacional por elas seja determinada pelo ciclo internacional de liquidez. Por outro lado, moedas centrais, possuidoras de liquidez estrutural, são demandadas a despeito dos movimentos do ciclo internacional de liquidez. Assim, a taxa de câmbio das moedas periféricas em relação à moeda-reserva, em um ambiente de livre mobilidade de capitais, característico do SMI sob padrão dólar flexível, torna-se muito suscetível às flutuações cíclicas, resultando em ampliação sensível da volatilidade cambial

---

<sup>92</sup> Flassbeck dá grande ênfase à questão do controle da inflação via taxa de câmbio. A HIM, por outro lado, enfatiza outros aspectos, mas parece concordar com a questão levantada por Flassbeck.

dessas economias.<sup>93</sup> Para além da volatilidade em si, a taxa de câmbio desses países apresenta grande amplitude de variação cambial (Conti *et al.*, 2014).<sup>94</sup>

Diante dessa dinâmica da taxas de câmbio, emerge o debate acerca das consequências e das recomendações para aplacar a volatilidade e a amplitude das variações cambiais. Seguindo a tradição Pós Keynesiana, o debate sobre a necessidade de controlar a taxa de câmbio apresenta como um dos seus principais argumentos a incerteza gerada por sua intensa variabilidade. A difícil previsão dos movimentos da taxa de câmbio pode gerar efeitos negativos para a economia, que incluem dificuldades de cálculo econômico, inflação, perda de competitividade, fragilidade financeira e baixo crescimento econômico (Paula *et al.*, 2017, Conti *et al.*, 2014).

Devemos considerar, no entanto, que a adoção de um regime de câmbio fixo ou outros ainda mais rígidos, por um lado, elimina a incerteza sobre a variação cambial, por outro, gera incerteza sobre a capacidade de o governo manter a paridade prometida. Conhecendo o tamanho das reservas internacionais e a paridade que o governo obrigatoriamente defende em um regime de câmbio fixo, surge aos investidores internacionais a possibilidade de obter ganhos especulando contra países com poucas condições de defender tal paridade. Nesse caso, a incerteza sobre a variação cambial é substituída pelo risco de *default* (Wray, 2015a). Quando levamos esses fatores em consideração, a resposta sobre o “melhor” regime cambial ganha mais nuance.

Apesar da unanimidade, na HIM, sobre a importância dos potenciais efeitos negativos gerados pela variação e volatilidade cambial para justificar a recomendação de política macroeconômica, há poucos detalhes sobre como a taxa de câmbio afeta outras variáveis macroeconômicas. Rossi (2016) e Paula *et al.* (2017), respectivamente, justificam um pouco mais detalhadamente o controle cambial:

[...] a tese da doença holandesa traz argumentos importantes para a discussão de política cambial no Brasil. Nesse caso, o papel da política cambial é o de evitar uma apreciação excessiva da taxa de câmbio decorrente das rendas do comércio externo e uma especialização da economia doméstica na produção de bens primários (2016, p. 145).

---

<sup>93</sup> O debate sobre a dinâmica cambial, no entanto, deve levar em consideração ainda o regime cambial adotado por cada país (Prates, 2015). No atual SMI, sob padrão dólar flexível, o regime cambial mais comum entre as principais economias periféricas é o de flutuação suja. Existem, no entanto, exceções notáveis, como a China, que varia entre câmbio fixo, bandas cambiais e flutuação suja.

<sup>94</sup> Moedas centrais, além de menos voláteis, apresentam uma menor amplitude de variação cambial. Como detêm liquidez estrutural, diante de um cenário de desvalorização cambial, tornam-se crescentemente atraentes para investidores estrangeiros, pois possuem um retorno intrínseco. Esse não é o caso para moedas periféricas, que na ausência de liquidez estrutural, não encontram limites para o movimento de desvalorização cambial.

*Indeed, if a competitive exchange rate succeeds in stimulating net exports, the latter generate greater firm profitability that encourages investment and consequently domestic savings, which also increase due to the higher propensity of capitalists to save. Higher net exports create an additional source of aggregate demand as well as stimulate the main variable of demand, that is, investments (2017, p. 13).*

Em Paula *et al.* (2017, p. 12), por exemplo, há explicitamente a ideia de que é necessário atingir uma taxa de câmbio competitiva: “[*keynesian*] policies should be adapted to allow for an increase of the policy space to pursue in the short- and medium-run domestic policy goals, especially a competitive exchange rate.” O argumento da taxa de câmbio competitiva aproxima, efetivamente, a HIM da escola novo-desenvolvimentista, encabeçada por Bresser-Pereira. A ausência de explicações na HIM – como por exemplo, do significado de “taxa de câmbio competitiva,” – somada à utilização de trabalhos novo-desenvolvimentistas para justificar o controle do câmbio nos levam a entender que há convergência, pelo menos parcial, entre essas duas vertentes.

Adicionalmente, autores da HIM consideram que enquanto uma taxa de câmbio excessivamente apreciada causa perda de competitividade internacional e redução das exportações (e do crescimento econômico), a depreciação excessiva da moeda doméstica pode levar ao aumento da inflação, via efeito *pass-through* (Prates, 2015). Em resumo, por um lado, o câmbio apreciado leva à perda de competitividade e ao baixo crescimento e, por outro lado, o câmbio depreciado eleva a inflação. Com o reconhecimento desses dois possíveis efeitos da taxa de câmbio, Bresser-Pereira estabelece que “uma taxa de câmbio competitiva – uma taxa de câmbio que não está nem sobrevalorizada nem depreciada – desempenha papel importante no desenvolvimento econômico” (2010, p. 121). Está implícita aí a ideia de uma taxa de câmbio ótima, que não gera inflação e, ao mesmo tempo, garante a competitividade internacional da economia.

No entanto, os argumentos apontados pela escola novo-desenvolvimentista e, em grande medida utilizados pela HIM para justificar o controle cambial, estão longes de serem unânimes em meio ao pensamento Pós Keynesiano. Diferentemente do que sugere Fritz *et al.* (2018, p. 9), – para quem “[*capital inflow*] does also cause an appreciation of the domestic currency, which, in turn, decreases international competitiveness” – não há consenso sobre uma relação automática entre apreciação da moeda doméstica e perda de competitividade. Alguns dos questionamentos à hipótese do novo-desenvolvimentismo são: (1) a necessidade de validade da

condição Marshall-Lerner<sup>95</sup> para que a taxa de câmbio tenha impacto sobre o crescimento econômico; (2) a desconsideração do impacto do aumento dos salários reais (devido à apreciação cambial) sobre o consumo e, conseqüentemente, sobre o investimento (efeito acelerador); (3) a suposição de que existem setores da indústria doméstica cujo empecilho à competitividade internacional esteja apenas na valorização excessiva da taxa de câmbio real (Bastos e Ferraz, 2014).

Uma qualificação adicional da escola novo-desenvolvimentista, que aparece em Ferrari *et al.* (2013), é que uma mudança no patamar da taxa de câmbio – no sentido de desvalorização – causaria alterações estruturais na economia, levando à mudança endógena das elasticidades-preço da exportação e importação. De maneira mais simples, a desvalorização cambial, realizada de uma única vez até o patamar da taxa de câmbio competitiva, seria responsável por tornar a economia estruturalmente mais competitiva em nível internacional. Em estudo utilizando dados setoriais da economia brasileira,<sup>96</sup> Bastos e Ferraz (2014) chega a resultados que contradizem esta hipótese novo-desenvolvimentista de elasticidades endógenas. A conclusão apontada é que não há indícios de impacto positivo da desvalorização cambial nos setores com mais encadeamentos e tecnologicamente mais complexos (portanto, com maior possibilidade de gerar externalidades positivas para os demais setores), enquanto os setores de produção menos sofisticada foram aqueles que tiveram alguma resposta positiva à depreciação.

Dessa forma, longe de serem definitivos, os resultados reportados indicam que uma relação que é, *a priori*, muito intuitiva – entre taxa de câmbio real, mudança estrutural, competitividade internacional e crescimento – merece ser mais debatida antes de pautar recomendações de política macroeconômica. Uma possível explicação para os resultados observados é que na economia global atual, com forte encadeamento da produção em diversos países, setores tecnologicamente complexos dependem de componentes e insumos importados. Portanto, a depreciação da moeda doméstica implica elevação dos seus custos e cancela, ao menos parcialmente, parte do ganho de competitividade obtido com a desvalorização cambial. Com efeito, a tarefa de encontrar uma “taxa de câmbio competitiva,” que beneficie alguns setores sem prejudicar outros, é pouco provável de ser bem-sucedida.

É necessário levar em consideração a estrutura produtiva, tamanho da economia e da população de cada país ao formular uma recomendação de política macroeconômica. Mesmo

---

<sup>95</sup> A condição Marshall-Lerner estabelece que para que mudanças na taxa de câmbio real possam ter impacto sobre o crescimento econômico, é necessário que a soma das elasticidade preço-exportação e preço-importação seja maior que a unidade.

<sup>96</sup> Para mais detalhes sobre a metodologia, ver Bastos e Ferraz (2014).

que EEMP tenham em comum moedas que não são aceitas internacionalmente, isso não significa que a melhor estratégia de política macroeconômica será similar para todas elas. Nessa direção, Medeiros e Serrano (2001) e Bastos e Ferraz (2014) pontuam que a estratégia de crescimento *export-led* é mais comum para economias pequenas, que funcionam como plataformas de exportação. Contudo, esse não é o caso de várias economias periféricas, que possuem mercados domésticos de tamanho significativo e que possuem setor produtor de bens de capital. As especificidades de cada economia precisam ser levadas em consideração antes da recomendação generalizada de uma estratégia de crescimento *export-led*.

Simultaneamente, do outro lado, a força do efeito *pass-through* em economias em desenvolvimento também é empiricamente questionada. Salientamos que não se trata de questionar a existência do efeito *pass-through*, mas a intensidade desse efeito em um contexto de inflação estável e baixa. Frankel *et al.* (2005, p. 2) aponta para essa tendência de redução do *pass-through* não apenas no Brasil, mas como uma tendência geral dos países em desenvolvimento. Silva e Vernengo (2008), por sua vez, reporta evidências empíricas sobre a trajetória cadente do efeito *pass-through* na economia brasileira, tradicionalmente conhecida como exemplo de economia periférica cuja inflação respondia fortemente à desvalorização cambial. Os resultados mostram que, quando considerado apenas o período de inflação estável e baixa, a evidência é de que o *pass-through* como efeito de longo prazo teve sua importância reduzida.<sup>97</sup> Ao considerarmos que o possível *pass-through* é menor nas atuais economias periféricas que convivem com inflação baixa e estável desde meados dos anos 1990, obviamente com exceções, os BCs poderiam se preocupar menos com intervenções cambiais para conter a inflação. Ainda que não seja conclusivo, os resultados também suscitam qualificações sobre o controle do câmbio como instrumento de redução da inflação.

A taxa de câmbio, especialmente em países periféricos, com estruturas produtivas incompletas e dependentes, é uma variável importante que deve ser levada em consideração como parte de uma estratégia de desenvolvimento. Os argumentos apresentados até aqui não têm como objetivo descartar a importância da taxa de câmbio, mas sim de relativizar o posicionamento adotado pela HIM de priorização da taxa de câmbio sobre as políticas monetária e fiscal.

É devido aos possíveis efeitos deletérios que variações cambiais podem exercer sobre outras variáveis macroeconômicas e sobre a estrutura produtiva de EEMP, que a HIM recomenda controlar a taxa de câmbio em patamar competitivo como a prioridade

---

<sup>97</sup> O efeito de longo prazo se aproxima de 0,2 (Silva e Vernengo, 2008).

macroeconômica. Conti *et al.* explicita a recomendação pelo controle da taxa de câmbio ao identificar a estratégia de flutuação cambial como uma negligência:

Essa negligência, no entanto, resulta em grandes custos para a economia nacional, sobretudo no que diz respeito à distorção dos preços relativos, o risco de elevação das taxas de inflação, a possibilidade de ocorrência de *currency mismatches*, a redução do horizonte expectacional dos agentes, etc (2014, p. 365).

Fritz *et al.* destaca a prioridade de manter a taxa de câmbio em patamar competitivo:

*Within this prioritising of exchange rate stabilization at a competitive level, together with inflation stabilization, an inflation targeting regime is not suitable for this strategy as it does not allow for the double target of stabilizing the price level and the exchange rate at the same time. Moreover, it also constrains the leeway for expansive fiscal policy over the cycle because within this framework, this policy is subordinate to the monetary policy* (2018, p. 10).

Como consequência da prioridade dada à estabilização da taxa de câmbio em patamar competitivo está a subordinação da política monetária à política cambial. A lógica é que a política monetária – mais especificamente, a taxa de juro de curto prazo, como instrumento à disposição do BC na tentativa de mitigar as variações cambiais – torna-se volátil em resposta à volatilidade do câmbio (Conti *et al.*, 2014) e, conseqüentemente, reduz a autonomia da política monetária. Como a política monetária está subordinada à necessidade de controlar o câmbio, a taxa de juro pode subir e acarretar perda de autonomia da política fiscal, como descrito no seguinte trecho:

O problema crucial é o da interdependência entre política monetária e cambial ou entre a taxa de juros e taxa de câmbio [...] O movimento da taxa de juros passa a ser subordinado ao da taxa de câmbio, buscando evitar sua desvalorização exacerbada, através da qual contamina a taxa de inflação e amplia o *currency mismatch* [...] A interdependência das políticas monetária e cambial num regime de ampla mobilidade de capitais e com dívidas elevadas acarreta um custo fiscal expressivo, conduzindo à crescente imobilização da política fiscal (Carneiro, 2006, p. 17).

Esta forma de articulação entre o regime cambial adotado e a autonomia da política monetária aparece na literatura da HIM através do argumento da ‘dualidade impossível’ – como em Prates (2015), Conti *et al.* (2014), Paula *et al.* (2017) e Palludeto e Abouchedid (2016) – sugerido por Flassbeck (2001). Como apontamos anteriormente, entendemos que essa subordinação não existe de fato porque mesmo mudanças abruptas na política monetária não impactam a capacidade fiscal do Estado.

A segunda linha de argumentação que estamos tratando no decorrer desta seção assume como modelo de crescimento uma estratégia *export-led* tendo como centro da política macroeconômica a taxa de câmbio competitiva. No contexto dessa recomendação, entende-se que a política monetária fica subordinada à política cambial, e que a política fiscal, por sua vez, fica subordinada à política monetária. Até mesmo políticas de redistribuição de renda precisam ser contidas para o bom funcionamento dessa estratégia *export-led*. Seguindo esta linha de argumentação, a HIM conclui que as políticas monetária e fiscal têm a autonomia comprometida devido a uma hierarquização das políticas macroeconômicas que prioriza o controle cambial como estratégia de política macroeconômica.

O debate acerca do impacto de mudanças na taxa de câmbio sobre variáveis macroeconômicas e estrutura produtiva, no entanto, não apresenta resultados tão claros e diretos. Não seria excessivamente custoso, portanto, abdicar das políticas monetária e fiscal como instrumentos para gerar emprego e controlar a inflação sob a justificativa de que devemos priorizar a manutenção e estabilidade de uma taxa de câmbio competitiva? De fato, HIM e MMT estão de acordo quanto ao fato de que a perda de autonomia das políticas monetária depende de uma hierarquização das políticas macroeconômicas. Contudo, e aí está uma diferença substantiva, se o governo decide subordinar as políticas monetária e fiscal à manutenção da taxa de câmbio competitiva, isso nada mais é do que uma opção do governo, portanto, uma restrição auto imposta.

Por não adotar a hierarquização das políticas macroeconômicas estabelecida na HIM, a MMT possui uma recomendação diferente sobre o regime cambial mais adequado. A taxa de câmbio, no arcabouço MMT (e na vasta maioria das correntes Pós Keynesianas), não é a principal política macroeconômica, e por isso a adoção de um regime de câmbio flutuante pode liberar as políticas fiscal e monetária para outros objetivos. Isso não significa que o BC, e/ou o Tesouro, estejam incapacitados de determinar a taxa de juro ou de executar uma política fiscal ativa em um regime de câmbio fixo. Porém, o impacto dessas decisões deve levar em consideração a manutenção das reservas internacionais necessárias para sustentar a paridade cambial. Não obstante tal recomendação, a MMT não assume uma postura radical em defesa da flutuação cambial como solução para a restrição externa, como frequentemente lhe é atribuído:

*A floating rate with a sovereign currency and domestic policy independence may not be the best of all imaginable worlds. It is, however, a clearly superior choice for most countries in the absence of a thorough reform of the international monetary system along the Keynes-Davidson plan – a reform that appear to be politically infeasible (Wray, 2006a, p. 228).*

No SMI contemporâneo, em que a maioria dos países, inclusive periféricos, adota regime de flutuação suja – nos mais variados graus – e com livre mobilidade de capitais, a opção por regimes mais rígidos, como o regime fixo ou *currency board*, implica renúncia de grau de liberdade da política macroeconômica doméstica (Tcherneva, 2016). Ao liberar a taxa de câmbio para flutuar sem uma paridade (ou mesmo uma banda) para defender, as políticas monetária e fiscal não precisam ser conduzidas com esse objetivo específico. Admitindo, ainda, que algumas economias podem precisar controlar o câmbio de maneira mais intensa que outras, Wray acena para o uso de um *mix* instrumentos de política:

*The MMT principles apply to all sovereign countries. Yes, they can have full employment at home. Yes, that could lead to trade deficits. Yes that could (possibly) lead to currency depreciation. Yes that could lead to inflation pass-through. But sovereign countries have lots of policy options available if they do not like those results. Import controls and capital controls are examples of policy options. Directed employment, directed investment, and targeted development are also policy options (2015a, p. 289-290).*

A utilização de outros instrumentos permite uma conciliação entre o objetivo de reduzir a variabilidade cambial e, até mesmo, exercer algum controle mais rígido sobre o resultado das transações correntes e, ao mesmo tempo, preservar o uso das políticas monetária e fiscal para a execução do programa ELR – ou outra estratégia de política fiscal desejada pelo governo.

### 3.3 O ELR E RESTRIÇÃO EXTERNA

Reconhecemos, assim como a maioria das vertentes Pós Keynesianas, que o SMI contemporâneo é assimétrico e que tal assimetria tem impacto restritivo sobre as economias cujas moedas não são aceitas internacionalmente. Ademais, a estrutura produtiva, incompleta e dependente, das economias periféricas, estabelece a existência de uma restrição externa ao crescimento econômico, que se reflete em restrição de BP. Quando economias periféricas crescem a uma taxa acima daquela que equilibra o BP, precisam de financiamento externo para cobrir o déficit em transações correntes, pois não emitem moeda aceita internacionalmente. A condição de EEMP estabelece uma restrição que não existe para a economia emissora da moeda-reserva, e que existe em menor grau para economias emissoras de outras moedas-centrais.

Contudo, restrição de BP não é sinônimo de restrição fiscal ou de falta de autonomia sobre a determinação da taxa de juro. É possível que, diante de uma crise de BP, o governo opte

por políticas de austeridade fiscal e/ou aumento da taxa de juro. Porém, estas são decisões de política económica, não mecanismos forçados pela disciplina do mercado. Sugerir que a política de austeridade é resultado de uma crise fiscal, além de falacioso, nos parece contraproducente para o debate Pós Keynesiano contemporâneo.

Diante de um défice em transações correntes crónico, EEMP podem contar com as reservas internacionais acumuladas em períodos prévios, até o ponto em que sejam completamente exauridas. Uma alternativa, ainda, é a obtenção de financiamento externo através de canais de crédito no exterior, para financiar o défice em transações correntes. Caso esses canais estejam indisponíveis, resta apenas o ajuste recessivo. Como as importações são induzidas pela renda, uma redução do crescimento económico tem como efeito a redução das importações. Nesse cenário, a redução da atividade económica precisa ser suficiente para adequar a demanda por bens importados à capacidade de importar do país, dada pela receita das exportações (em moeda-reserva). Esse cenário contempla a pior situação possível, que não é representativo da maior parte das economias periféricas. Além disso, o défice em transações correntes não é *necessariamente* deletério, pois a importação pode ensejar modernização da estrutura produtiva e aumento da competitividade internacional, levando ao aumento da capacidade de exportar (ou reduzir a necessidade de importar) e, conseqüentemente, relaxar a restrição externa.

Uma política macroeconómica que tenha como objetivo prioritário o crescimento económico acelerado, possivelmente acima da taxa de crescimento que equilibra o BP, sem uma paralela política de aumento da competitividade internacional para ampliar as exportações ou uma política de substituição de importações, está fadada a levar a economia ao teto da restrição externa. Uma vez atingido este teto, qualquer tentativa de expandir os gastos públicos deve levar à pressão sobre os preços domésticos. Sublinhamos que, como foi apresentado no decorrer deste capítulo, aumento da competitividade internacional não é sinónimo de taxa de câmbio competitiva. O uso de política industrial, por exemplo, pode ser uma estratégia muito mais eficaz do que um mero ajuste macroeconómico, no sentido de alterar a estrutura produtiva da economia. O aumento das exportações não precisa liderar o crescimento, como na estratégia *export-led*, mas apenas garantir uma capacidade de importar compatível com o ritmo de crescimento da demanda por bens importados.

Para o caso específico do ELR, devemos considerar que o programa não constitui um gasto autónomo do governo, mas induzido pelo nível de desemprego involuntário. Em outras palavras, como destacado ao longo do primeiro e segundo capítulos, o ELR não tem como objetivo e nem precisa estimular o crescimento económico para gerar emprego, mas garante o

pleno emprego com qualquer taxa de crescimento. É esperado que o ELR suavize as flutuações cíclicas da economia (por se tratar de um estabilizador automático) e gere um efeito de nível sobre o produto, mas sem efeito permanente sobre a taxa de crescimento de longo prazo – como verificou Omizzolo (2019) através de simulações de modelo *stock-flow consistent* (SFC) para implementação do ELR. Assim, ainda que a implementação do ELR possa pressionar o BP (a depender das condições estruturais de cada economia), esse deve ser um efeito apenas transitório. O impacto do ELR sobre a taxa de crescimento deve se dissipar ao longo do tempo, porque não é um componente de gasto autônomo. Há ainda a possibilidade de que o ELR seja colocado em prática gradualmente, com diferentes fases de absorção da força de trabalho ociosa ao programa. Conforme Fullwiler (2018) e Omizzolo (2019), os resultados de simulações<sup>98</sup> indicam que a implementação do ELR em fases pode reduzir o impacto sobre a variação do produto, o que permite um controle maior sobre uma possível restrição no BP.

Não há qualquer indicação na MMT, nem no decorrer desta tese, de que o ELR seja uma solução à restrição externa enfrentada pelas EEMP. Acreditamos que outras políticas econômicas seriam mais adequadas para lidar com esse tipo de restrição. Entretanto, o fato de o ELR não ser solução à restrição externa não justifica entendê-lo como potencial causador de crises de BP. Por fim, enquanto a estratégia de desenvolvimento via crescimento *export-led* deve ser entendida como uma estratégia regional de crescimento (Blecker e Setterfield, 2019), portanto, só é efetiva para um grupo reduzido de economias a adotá-la, o ELR é um programa que, se estabelecido como base de um projeto de desenvolvimento mais amplo, torna-se mais vantajoso conforme se amplia o número de economias a aplicá-lo.

---

<sup>98</sup> Mesmo Fullwiler (2018) utilizando o modelo fair e Omizzolo (2019) o modelo SFC, ambos indicam resultados similares em relação à implementação em fases do programa ELR.

## CONCLUSÃO

A proposta de combate ao desemprego através de criação de empregos públicos não é uma novidade no pensamento econômico. John R. Commons, no final do século XIX,<sup>99</sup> chamava atenção para importância do direito ao trabalho (*The Right to Work*) como uma extensão do direito à vida e à liberdade e, por isso, sugeria a criação de empregos públicos como política garantidora desses direitos essenciais (Whalen, 2019). Conforme apontado por Minsky (1996), Keynes explicitou grande afinidade com as ideias de Commons, o que pode ser atestado em seu apoio à candidatura de Lloyd George (Henderson e Keynes, 1929) sobre a plataforma de criação de empregos públicos como forma de aliviar o problema do desemprego.

Sob a influência de Keynes e do institucionalismo americano, Minsky e, posteriormente, a MMT, fortaleceram o argumento por um programa garantidor de empregos públicos aos trabalhadores não incorporados pela atividade produtiva do setor privado. A lógica, bastante simples, é que enquanto a geração de empregos estiver atrelada ao nível de atividade econômica, flutuações inerentes à economia capitalista impedem a manutenção de pleno emprego duradouro. O programa ELR se propõe a solucionar o persistente problema do desemprego, mas não deve (e nem se propõe a) ser entendido como uma solução a todos os problemas econômicos e sociais. Mesmo com a implementação de um programa ELR, espera-se que outras políticas econômicas e sociais ainda sejam extremamente relevantes e necessárias.

A MMT foi responsável pela retomada mais recente da proposta do ELR, bem-sucedida em entrar no debate público nos EUA (ainda que longe da atenção dada à economia *mainstream*). Porém, tem sido alvo de críticas, especialmente, de economistas Pós Keynesianos, com os quais compartilha suas principais origens teóricas, conforme destacado por Lavoie (2019a). As críticas à MMT são variadas, desde questões teóricas sobre origem da moeda, políticas fiscal e monetária, funcionamento do sistema de pagamento e determinação da taxa de juro, até críticas à proposta do ELR, que podem ser condensadas em dois pontos principais: (1) incapacidade/insustentabilidade dos gastos do governo para manter um programa abrangente como o ELR; e (2) inevitável inflação como consequência do ELR.

Argumentamos que a forte resistência à ideia de que o Estado não é financeiramente limitado indica que o postulado da restrição orçamentária do governo ainda persiste em diversas vertentes Pós Keynesianas. Consequentemente, a contribuição da MMT, de incluir a autoridade fiscal à lógica horizontalista/circuitista não pode ser considerada ponto pacífico ou debate já

---

<sup>99</sup> Não sugerimos que Commons tenha sido, necessariamente, o primeiro a sugerir empregos públicos como política de combate desemprego.

superado. Ao contrário, assim como a abordagem da moeda endógena não foi completamente assimilada por todos Pós Keynesianos, o entendimento da relação entre política fiscal e política monetária a partir da lógica da moeda endógena está longe de ser unanimidade. Adicionalmente, a MMT promoveu uma alteração nos temas centrais discutidos pela macroeconomia heterodoxa contemporânea, que prioriza o debate sobre as teorias de crescimento e distribuição. A retomada da proposta ELR recolocou o emprego como um tema prioritário tanto no debate público quanto nas discussões acadêmicas.

Mais recentemente, autores subscritos à HIM sistematizaram as críticas que já formulavam informalmente há algum tempo. Em essência, argumentam que a MMT desconsidera a existência de uma assimetria do SMI, que se traduz em aceitação internacional reduzida de moedas emitidas por países periféricos. Como tal assimetria é entendida como um importante limitador sobre a política macroeconômica desses países, esta seria uma negligência que poderia invalidar as principais conclusões da MMT. O objetivo central desta tese, então, é contrapor os princípios fundamentais da MMT e da literatura da HIM, identificando as divergências e, se possível, detalhar as convergências que permitam a compatibilização entre as duas.

O primeiro capítulo estabeleceu a base teórica da tese, através de uma leitura do PDE e da HIF, a partir da perspectiva da abordagem chartalista. O desemprego involuntário foi assinalado como característica estrutural de economias monetárias da produção. Apontamos que gastos autônomos privados podem liderar uma trajetória de ampliação do emprego, porém, carregam a possibilidade de engendrar fragilidade financeira. Para que as unidades econômicas privadas possam honrar os compromissos financeiros assumidos no financiamento de gastos em períodos anteriores, é necessário que haja um processo de validação, isto é, que outras unidades econômicas estejam dispostas a financiar novos gastos autônomos que permitam às unidades devedoras obter fluxos de renda suficientes para pagar suas obrigações financeiras. Por fim, apresentamos uma interpretação que integra as contribuições de Minsky acerca da instabilidade financeira e sua proposta de política de pleno emprego. Enquanto essa interpretação está implícita em textos de alguns autores MMT, apresentamos esse entendimento de maneira mais explícita do que comumente encontrado na literatura relevante.

No segundo capítulo, tratamos de três questões recorrentemente direcionadas aos propositores do ELR. A primeira e mais comum, seja do público geral ou de Pós Keynesianos que se mantêm fiéis ao postulado da restrição orçamentária do governo, é como o governo poderia financiar um programa tão abrangente. A partir da abordagem da MMT, que desmistifica a relação entre Tesouro-BC na operação das políticas monetária e fiscal,

esclarecemos não apenas como o governo financiaria o programa ELR, mas como ele financia qualquer gasto que realize, sem que haja qualquer efeito indesejado sobre a taxa de juro. A segunda questão trata da armadilha dos *bond vigilantes*, que sugere que a crença de agentes privados, baseada na teoria *mainstream*, poderia anular o resultado de uma política fiscal ativa via aumento da taxa de juro. Demonstramos que o funcionamento normal do sistema de pagamentos, sem que haja ações extraordinárias do BC, garante à autoridade monetária o controle sobre a taxa de juro a despeito de o governo optar por uma política fiscal ou monetária incompatível com aquela esperada pelo mercado. A terceira questão que surge é sobre o potencial impacto inflacionário do ELR. A MMT, seguindo a posição dominante entre os contemporâneos Pós Keynesianos, adota uma abordagem que explica preços pelos custos e a inflação pelo conflito-distributivo. Mantendo a compatibilidade com essas características, utilizamos elementos da teoria monetária da distribuição para tratar do potencial impacto do ELR sobre a distribuição funcional e sobre a inflação.

Por fim, no terceiro capítulo, tratamos do entendimento contrastante entre a MMT e a HIM relativamente à autonomia de política macroeconômica. Enquanto a MMT indica que tanto a política fiscal quanto a política monetária podem ser autonomamente conduzidas pelos governos de países emissores de suas próprias moedas, ainda que possivelmente com diferentes graus de liberdade a depender de condições específicas de cada economia – incluindo restrições auto impostas – por outro lado, a HIM ressalta a incapacidade de EEMP conduzirem autonomamente políticas monetária e fiscal, devido à assimetria no SMI. Identificamos, em diversos trabalhos da HIM, dois argumentos recorrentemente utilizados para explicar a falta de autonomia da política monetária.

O primeiro argumento considera que grandes fluxos de entrada e/ou saída de moeda estrangeira, mediante necessárias intervenções no mercado cambial, forçam a taxa de juro para patamares não desejados pela autoridade monetária. A esterilização das intervenções cambiais é entendida, na HIM, como uma política discricionária do BC, com grandes custos fiscais (no caso de influxo de moeda estrangeira) e, por isso, não sustentável. O segundo argumento, em contradição com o primeiro, é que apesar de o BC ter controle sobre a taxa de juro, sua decisão de política monetária é subordinada às variações da taxa de câmbio. Nesse caso, a política monetária estaria subordinada ao mercado financeiro internacional, porque precisa controlar a taxa de câmbio.

Partimos da hipótese de que a divergência entre HIM e MMT está concentrada majoritariamente no tratamento dispensado a aspectos de economia internacional e que, por isso, seria possível incorporar elementos da HIM à MMT. Nossa hipótese foi, em grande

medida, negada ao longo do terceiro capítulo. Conforme apresentamos, as duas linhas de argumentação utilizadas pela HIM demonstram a incompatibilidade com elementos centrais da MMT, não se restringindo à suposta negligência da assimetria do SMI. A divergência em relação à lógica da moeda endógena e taxa de juro exógena, bem como a manutenção do postulado da restrição orçamentária do governo, são elementos de desacordo que vão muito além de um simples aspecto negligenciado, como havíamos inicialmente imaginado. Entendemos que para uma compatibilização entre MMT e HIM, mudanças estruturais seriam necessárias de um lado ou de outro.

Seguindo a histórica tradição do Instituto de Economia da Unicamp, esta tese procura avançar no debate sobre o desenvolvimento econômico e social através da crítica. No atual contexto de adoção de severas políticas de austeridade fiscal, sob a justificativa de promover espaço para redução da taxa de juro e retomar a capacidade de gastos do governo, a desmistificação do que é moeda, como o governo gasta e como determina a taxa de juro, é etapa inescapável para construção de uma agenda macroeconômica que prioriza o pleno emprego. Parte importante do pensamento heterodoxo brasileiro, ainda hoje, mantém-se fiel ao postulado da restrição orçamentária do governo e, conseqüentemente, atribui grande relevância a indicadores fiscais e, recorrentemente, sugere a supremacia do mercado financeiro – especialmente internacional – sobre a capacidade de o governo conduzir a política macroeconômica com objetivos destoantes do desejado pelo mercado. Ao contrastar os princípios fundamentais da MMT com a HIM, procuramos avançar na construção da macroeconomia do pleno emprego na periferia.

## Referências Bibliográficas

- Aidar, G.; Braga, J. (2019). Country-Risk Premium in the Periphery and the International Financial Cycle 1999-2019. *Texto para Discussão*. IE/UFRJ.
- Amadae, S. M. (2003). *Rationalizing Capitalist Democracy: the cold war origins of rational choice liberalism*. University of Chicago Press.
- Angrick, S. (2017). Global liquidity and monetary policy autonomy: an examination of open-economy policy constraints. *Cambridge Journal of Economics*, 42: 117–135.
- Backhouse, R. E. (2005). The Rise of Free Market Economics: economists and the role of the state since 1970. *History of Political Economy*, 37: 355–392.
- Barba, A.; Pivetti, M. (2009). Rising Household Debt: its causes and macroeconomic implications—a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, (33) 1: 113-137.
- Bastos, C. P.; Ferraz, F. (2014). Taxa de Câmbio Real e Comércio Exterior: uma revisão crítica da abordagem novo desenvolvimentista. *Texto para Discussão N° 19*. IE/UFRJ.
- Bell, S. A. (2000). Do Taxes and Bonds Finance Government Spending? *Journal of Economic Issues*, (34) 3: 603-620.
- Bell, S. A. (2001). The Role of the State and the Hierarchy of Money. *Cambridge Journal of Economics*, 25 (2): 149-163.
- Bell, S. A.; Wray, R. L. (2003). Fiscal Effects on Reserves and the Independence of the Fed. *Journal of Post Keynesian Economics*, 25 (2): 263-271.
- Bell, S. A.; Wray, R. L. (2004). The War on Poverty after 40 years: a minskyan assessment. *Public Policy Brief N° 78*, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Belluzzo, L.G.M. (2006). As Transformações da Economia Capitalista no Pós-guerra e a Origem dos Mercados Globalizados. *Política Econômica em Foco*, n° 7.
- Biancarelli, A. (2012). Uma Nova Realidade do Setor Externo Brasileiro, em meio à Crise Internacional. *RedeD, Texto para Discussão N°13*.
- Biancarelli, A.; Rosa, R.; Vergnhanini, R. (2017). Ciclos de Liquidez Global e Crédito Doméstico: canais de transmissão e a experiência brasileira recente. *45º Encontro Nacional de Economia*.
- Blanchard, O.; Johnson, D. R. (2013). *Macroeconomics*. (sexta edição) Pearson.
- Blaug, M. (2002). Ugly currents in modern economics. In *Fact and fiction in economics: models, realism and social construction*, editado por Uskali Mäki, pp. 35-56. Cambridge University Press, Cambridge.
- Blecker, R. A.; Setterfield, M. (2019). *Heterodox Macroeconomics Models of Demand, Distribution and Growth*. Cheltenham, Edward Elgar Publishing.

Bonilla, J. P. Z. (2002). Economists: truth-seekers or rent-seekers? In *Fact and fiction in economics: models, realism and social construction* editado por Uskali Mäki, pp. 356-375. Cambridge University Press, Cambridge.

Bougrine, H.; Secareccia, M. (2002). Money, Taxes, Public Spending, and the State within a Circuitist Perspective. *International Journal of Political Economy*, 32 (3), Heterodox Perspectives on Money and the State: 58-79.

Bozhinovska, S. (2015). The compensation thesis and its application to central bank balance sheets: an empirical analysis on the balance sheet components of the Macedonian central bank. In *The Spectre of Stagnation? Europe in the World Economy, 19th FMM Conference: Money and Credit*, Berlin, Macroeconomic Policy Institute, Hans-Boeckler-Foundation.

Bresser-Pereira, L. C. (2010). *Globalização e Competição*, Rio de Janeiro: Campus-Elsevier.

Caldentey, E. P.; Vernengo, M. (2015). Towards an understanding of crisis episodes in Latin America: a post-Keynesian approach. *Review of Keynesian Economics*, 3 (2): 158–180.

Calvo, G. A. (1991). The Perils of Sterilization. Staff Papers (*International Monetary Fund*), 38 (4): 921-926.

Calvo, G. A.; Leiderman, L.; Reinhart, C. M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *The Journal of Economic Perspectives*, 10 (2): 123-139.

Carneiro, R. (1999). Globalização e Inserção Periférica. *Economia e Sociedade*, 13: 57-92.

Carneiro, R. (2006). Introdução. In *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula* organizado por Ricardo Carneiro. São Paulo: Unesp.

Cesaratto, S. (2016). The State Spends First: logic, facts, fictions, open questions. *Journal of Post Keynesian Economics*, 39 (1): 44-71.

Cesaratto, S. (2017). Initial and final finance in the monetary circuit and the theory of effective demand. *Metroeconomica*, 68 (2): 228-258.

Colander, D. *et al.* (2009). The financial crisis and the systemic failure of the economics profession. *Critical Review* 21 (2-3): 249–267.

Colander, D.; Klamer, A. (1987). The making of an economist. *Journal of Economic Perspectives* 1 (2): 95–111.

Conti, B. M.; Prates, D. M.; Plihon, D. (2014). A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, v. 23, n. 2 (51): 341-372.

Cynamon, B. Z.; Fazzari, S. M. (2013). Inequality and Household Finance During the Consumer Age. *Working Paper N° 752*. The Levy Economics Institute of Bard College.

Cynamon, B. Z.; Fazzari, S. M. (2012). “The End of the Consumer Age”. In *After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth* edited by Barry Z. Cynamon, Steven M. Fazzari and Mark Setterfield, pp. 127-157. Cambridge University Press, New York.

Cynamon, B. Z.; Fazzari, S. M. (2008). “Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth—Risk of Collapse.” *Capitalism and Society* 3 (2): Article 3.

Darity, W. Jr.; Goldsmith, A. H. (1996). Social Psychology, Unemployment and Macroeconomics. *The Journal of Economic Perspectives*, 10 (1): 121-140.

Dequech, D. (2014). The institutions of economics: a first approximation. *Journal of Economic Issues*, 48 (2): 523-532.

Dequech, D. (2017). Some institutions (social norms and conventions) of contemporary mainstream economics, macroeconomics and financial economics. *Cambridge journal of economics* 41 (6): 1627–1652.

Duesenberry, J.S. (1949). *Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior*. Harvard University Press, Cambridge, MA.

Dymski, G.; Pollin, R. (1992). Hyman Minsky as a Hedgehog: the power of the wall street paradigm. In *Financial conditions and macroeconomic performance: essays in honor of Hyman P. Minsky* editado por Steven M. Fazzari e Dimitri Papadimitriou, pp. 27-61. London: M.E. Sharpe.

Farhi, M. (2006). O Impacto dos Ciclos de Liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. In *A Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula* editado por Ricardo Carneiro [et al.], pp. 173-205. São Paulo, Editora Unesp.

Febrero, E. (2008). The Monetization of Profits in a Monetary Circuit Framework, *Review of Political Economy*, 20:1, 111-125.

Ferrari, M. A. R.; Freitas, F. N. P.; Barbosa-Filho, N. (2013). A taxa de câmbio real e a restrição externa: uma proposta de releitura com elasticidades endógenas. *Revista de Economia Política*, vol. 33, n. 1 (130): 60-81.

Fields, D.; Vernengo, M. (2011). Hegemonic Currencies during the Crisis: the Dollar versus the Euro in a cartalist perspective. *Working Paper N° 666*. The Levy Economics Institute of Bard College.

Flassbeck, H. (2001). The Exchange Rate: economic policy tool or market price? *Unctad Discussion Paper*, n° 157, Geneve: Unctad.

Forstater, M.; Mosler, W. (2005). The Natural Rate of Interest is Zero. *Journal of Economic Issues*, 39 (2): 535-542.

Frankel, J. A.; Parsley, D. C.; Wei, S. (2005). Slow Passthrough Around the World: a new import for developing countries? *National Bureau of Economic Research*, Working Paper N° 11199.

- Fritz, B.; De Paula, L. F.; Prates, D. M. (2018). Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. *European Journal of Economics and Economic Policies: intervention*, 15: 208-218.
- Fullwiler, S. T. (2005). Paying Interest on Reserve Balances: it's more significant than you think. *Journal of Economic Issues*, 39 (2): 543-550.
- Fullwiler, S. T. (2006). Setting Interest Rates in the Modern Money Era. *Journal of Post Keynesian Economics*, 28 (3): 495-525.
- Fullwiler, S. T. (2011). Treasury Debt Operations—An Analysis Integrating Social Fabric Matrix and Social Accounting Matrix Methodologies, *mimeo*.
- Fullwiler, S. T. (2013). An endogenous money perspective on the post-crisis monetary policy debate. *Review of Keynesian Economics*, 1 (2): 171–194.
- Fullwiler, S. T. (2016). The Debt Ratio and Sustainable Macroeconomic Policy. *World Economic Review*, 7: 12-42.
- Fullwiler, S. T. (2018). Simulation of the Economic Effects of the Public Service Employment Program In: Wray, L. R. et. al. (2018). Public Service Employment: a path to full employment. *Research Project Reports*. Levy Economics Institute of Bard College.
- Furtado, C. (1970). *Formação Econômica da América Latina* (2. ed.) Rio de Janeiro, RJ: Lia.
- Galbraith, J. K. (2005). Breaking out of the deficit trap: the case against the fiscal hawks. *Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief* (Nº 81).
- Gale, W. G.; Orszag, P. R. (2004). Budget deficits, national saving, and interest rates. *Brookings Papers on Economic Activity* 2004 (2): 101–210.
- Goldsmith, A. H.; Veum, J. R.; Darity, W. Jr. (1996). The Psychological Impact of Unemployment and Joblessness. *Journal of Socio-Economics*, 25 (3): 333-358.
- Graeber, D. (2011). *Debt: The first 5000 years*. London, UK: Melville House Publishing.
- Graziani, A. (2003). *The monetary theory of production*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Henderson, H. D.; Keynes, J. M. (1929). Can Lloyd George Do It? an examination of the liberal pledge.
- Henry, J. (2004). The Social Origins of Money: The Case of Egypt. In *Credit and State Theories of Money*, editado por Larry Randall Wray, pp. 79-98. Cheltenham, UK: Edward Elgar Press.
- Hodgson, G. M. (2009). The Great Crash of 2008 and the Reform of Economics. *Cambridge Journal of Economics* 33 (6): 1205–1221.
- Hodgson, G. M. (2011). Sickonomics: diagnoses and remedies. *Review of Social Economy* 69 (3): 357–376.

- Hodgson, G. M.; Rothman, H. (1999). The editors and authors of economics journals: a case of institutional oligopoly? *The economic journal* 109 (453): 165–186.
- Hudson, M. (2000). How Interest Rates Were Set, 2500 BC-1000 AD: Máš, tokos and foenus as metaphors for interest accruals. *Journal of the Economic and Social History of the Orient*, 43 (2): 132-161.
- Hudson, M. (2004). The archeology of money: debt vs. barter theories of money. In *Credit and State Theories of Money* editado por Larry Randall Wray, pp. 99-127. Cheltenham, UK: Edward Elgar Press.
- Innes, A. M. (1913). What is Money? *Banking Law Journal* May, pp. 377–408.
- Jorge, C. T.; Bastos, C. P. M. (2019). Analysis of Brazilian National Treasury Primary Auctions in the 2000s: an MMT interpretation. *Texto para Discussão* N° 14, IE/UFRJ.
- Kalecki, M. (1937). The Principle of Increasing Risk. *Economica*, New Series, 4 (16): 440-447.
- Kalecki, M. (1943). Political Aspects of Full Employment. *The Political Quarterly*, 14 (4): 322-331.
- Kalecki, M. (2003[1954]). *Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy*. Reprinted in 2003 by Routledge 2 Park Square, Milton Park, Abingdon, Oxon.
- Kaltenbrunner, A. (2015). A post Keynesian framework of exchange rate determination: a minskyan approach. *Journal of Post Keynesian Economics*, 38: 426–448.
- Keen, S. (1995). Finance and economic breakdown: modelling Minsky's Financial Instability Hypothesis, *Journal of Post Keynesian Economics*, 17: 607-635.
- Keynes, J. M. (1964). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt-Brace & World, Inc.
- Keynes, J. M. (1971). *Treatise on Money: v. 1: The Pure Theory of Money*. Palgrave Macmillan.
- Keynes, J. M. (1980). *Activities 1940–46. Shaping the Post-War World: Employment and Commodities*. In Donald Moggridge (ed.), *Collected Works*, volume XXVII. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1982). *The collected writings of John Maynard Keynes*. Ed. D. E. Moggridge. Vol. 21, *Activities 1931–1939: World Crises and Policies in Britain and America*. London: Macmillan.
- Kindleberger, C. (1987). *International Capital Movements*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Knapp, F. G. (2003). *The State Theory of Money*. Simon Publications, Inc.

- Kregel, J. A (1983). Effective Demand: origins and development of the notion. In *Distribution, Effective Demand & International Economic Relations* editado por Jan A. Kregel, pp. 50-69. London : The Macmillan Press Ltd.
- Kregel, J. A. (1997a). The Theory of Value, Expectations and Chapter 17 of the General Theory. In *A Second Edition of the General Theory* editado Geoffrey C. Harcourt and Peter Riach, pp. 261-282. London: Routledge.
- Kregel, J. A. (1997b). Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility. *Journal of Economic Issues*, 31 (2): 543-548.
- Kregel, J. A. (2008). The Continuing Policy Relevance of Keynes's General Theory. In *Keynes for the Twenty-First Century* editado por Mathew Forstater e Larry Randall Wray, pp. 127-144. Palgrave Macmillan, New York.
- Kregel, J. A. (2010). An Alternative Perspective on Global Imbalances and International Reserve Currencies. *Public Policy Brief N° 116*, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Kriesler, P.; Lavoie, M. (2004). The New Consensus on Monetary Policy and its Post-Keynesian Critique. *Review of Political Economy*, 19 (3): 387-404.
- Krugman, P. (1995). The International Role of the Dollar: theory and prospect. In *Currencies and Crises*. MIT Press.
- Lavoie, M. (1984). The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money. *Journal of Economic Issues*, 18 (3): 771-797.
- Lavoie, M. (1992). *Foundations of Post-Keynesian economic analysis*. Aldershot, UK and Brookfield, VT, USA: Edward Elgar.
- Lavoie, M. (2001). The Reflux Mechanism and the Open Economy. In *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism* editado por Louis-Philippe Rochon e Matias Vernengo, pp. 215-242. Cheltenham, Edward Elgar.
- Lavoie, M. (2003). A Primer on Endogenous Credit-Money. In *Modern Theories of Money: the nature and role of money in capitalist economies* editado por Sergio Rossi e Louis-Phillippe Rochon, pp. 506-543. Cheltenham, Edward Elgar.
- Lavoie, M. (2011). History and Methods of post-Keynesian Economics. In *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies* editado por Eckhard Hein e Engelbert Stockhammer, pp. 1-33. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Lavoie, M. (2013). The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: a friendly critique. *Journal of Economic Issues*, 47 (1): 1-32.
- Lavoie, M. (2014). *Post-keynesian economics: new foundations*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Lavoie, M. (2019a). Modern monetary theory and post-Keynesian economics. *Real-world economics review*, 89 (1): 97-108.

- Lavoie, M. (2019b). A System with Zero Reserves and with Clearing Outside of the Central Bank: The Canadian Case. *Review of Political Economy*, 31 (2): 145-158.
- Lavoie, M.; Wang, P. (2012). The ‘compensation’ thesis, as exemplified by the case of the Chinese central bank. *International Review of Applied Economics*, 26 (3): 287-301.
- Lerner, A. P. (1943). Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research*, 10 (1): 38-51.
- Lerner, A. P. (1947). Money as a Creature of the State. *The American Economic Review*, 37 (2): 312-317.
- Lerner, A. P. (1951). *Economics of Employment*. New York: McGraw-Hill.
- Lourenço, A. L. C. (2006). O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 15, n. 3 (28): 445-474.
- Mäki, U. (2002). The Dismal Queen of the Social Sciences. In *Fact and fiction in economics: models, realism and social construction* editado por Uskali Mäki, pp. 3-32. Cambridge University Press, Cambridge.
- Medeiros, C. A. ; Serrano, F. (2001). Inserção Externa, Exportações e Crescimento no Brasil. In *Polarização Mundial e Crescimento* organizado por José Luís Fiori e Carlos Medeiros, pp. 105-134. Editora Vozes, Petrópolis, RJ.
- Medeiros, C. A.; Serrano, F. (2005). Capital Flows to Emerging Markets Under the Flexible Dollar Standard : a critical view based on the Brazilian experience. In *Monetary Integration and Dollarization* editado por Matías Vernengo, cap. 11, pp. 218-242, Cheltenham, UK, Edward Elgar.
- Menger, C. (2009[1892]). On the Origins of Money. *Ludwig von Mises Institute*, Auburn, Alabama.
- Minsky, H. P. (1964). Poverty and Unemployment. *Hyman P. Minsky Archive*. Paper 124.
- Minsky, H. P. (1965). The Role of Employment Policy. *Hyman P. Minsky Archive*. Paper 270.
- Minsky, H. P. (1969). Policy and Poverty. *Hyman P. Minsky Archive*. Paper 8.
- Minsky, H. P. (1973). The Strategy of Economic Policy and Income Distribution. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* 409, pp. 92–101.
- Minsky, H. P. (1975). *John Maynard Keynes*. Columbia University Press.
- Minsky, H. P. (1982). *Can "it" happen again?: essays on instability and finance*. Armonk, NY: M. E. Sharpe.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.

Minsky, H. P. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *Working Paper N°74*. The Levy Economics Institute of Bard College.

Minsky, H. P. (1996). Uncertainty And The Institutional Structure Of Capitalist Economies: remarks upon receiving the Veblen-Commons Award. *Journal of Economic Issues*, 30 (2): 357-368.

Miranda, J. C. (1997). Dinâmica Financeira e Política Macroeconômica. In *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização* organizado por Maria da Conceição Tavares e José Luís Fiori, pp. 243-275. 7ª edição, Petrópolis, RJ, Editora Vozes.

Mitchell, W. F. (1998). The Buffer Stock Employment Model and the NAIRU: the path to full employment. *Journal of Economic Issues*, 32 (2): 547-555.

Mitchell, W. F.; Wray, L. R. (2005). In Defense of Employer of Last Resort: A Response to Malcolm Sawyer. *Journal of Economic Issues*, 39 (1): 235-244.

Mitchell, W. F.; Wray, L. R.; Watts, M. (2019). *Macroeconomics*. Red Globe Press.

Moore, Basil J. (1988). *Horizontalists and Verticalists: the macroeconomics of credit money*. Cambridge University Press, Cambridge.

Mosler, W. (1998). Full Employment and Price Stability. *Journal of Post Keynesian Economics*, 20 (2): 167-182.

Nikiforos, M.; Zezza, G. (2017). The Trump Effect: Is This Time Different? *Levy Institute Strategic Analysis, April*. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

North, D. C. (1984). Transaction Costs, Institutions, and Economic History. *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft / Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Bd. 140, H. 1., The New Institutional Economics: A Symposium, pp. 7-17.

Obstfeld, M.; Taylor, A. M. (2004). *Global Capital Markets: integration, crisis, and growth*. Cambridge University Press, New York.

O'Guinn, C. T.; Shrum, L. J. (1997). The Role of Television in the Construction of Consumer Reality. *Journal of Consumer Research*, 23 (4): 278-294.

Omizzolo, J. A. (2019). O Programa *Job Guarantee* em um Modelo *Stock-Flow Consistent*. Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia/Unicamp.

Palley, T. I. (2001). Government as Employer of Last Resort: can it work? *Industrial Relations Research Association, 53rd Annual Proceedings*: 269-274.

Palley, T. I. (2002). The E-Money Revolution: Challenges and Implications for Monetary Policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24 (2): 217-233.

Palley, T. I. (2004). Asset-based reserve requirements: reasserting domestic monetary control in an era of financial innovation and instability. *Review of Political Economy*, 16 (1): 43-58.

- Palley, T. I. (2011). The Fiscal Austerity Trap: budget deficit alarmism is sabotaging growth. *Challenge* 54 (1): 6–31.
- Palley, T. I. (2012). *From financial crisis to stagnation: The destruction of shared prosperity and the role of economics*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Palley, T. I. (2015). Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: a critique of modern monetary theory. *Review of Political Economy*, 27 (1): 1-23.
- Palludeto, A. W. A; Abouchedid, S. C. (2016). The Currency Hierarchy in Center-Periphery Relationships. In: *Analytical Gains of Geopolitical Economy*. Published online: 53-90.
- Parguez, A. (2002). A Monetary Theory of Public Finance: The New Fiscal Orthodoxy: from plummeting deficits to planned fiscal surpluses. *International Journal of Political Economy*, 32 (3), Heterodox Perspectives on Money and the State: 80-97.
- Parguez, A. (2011). Money creation, employment and economic stability: the monetary theory of unemployment and inflation. In *Credit, Money and Macroeconomic Policy: a Post-Keynesian approach* editado por Claude Gnos e Louis-Philippe Rochon, pp. 71-97, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- Parguez, A.; Secareccia, M. (2000). The Credit Theory of Money: the monetary circuit approach. In *What is Money?* edited by John Smithin, pp. 101-123. 2 Park Square, Milton Park, Abingdon, Oxon, Routledge.
- Paula, L. F.; Fritz, B.; Prates, D. M. (2017): Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics*. 40 (2): 183-202.
- Pivetti, M. (1991). *An Essay on Money and Distribution*. New York, NY: St. Martin's Press.
- Pivetti, M. (2007). Distribution, Inflation and Policy Analysis. *Review of Political Economy*, 19: (2): 243-247.
- Possas, M. (1987). *A dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica*. São Paulo: Brasiliense.
- Possas, M.; Baltar, P. (1981). Demanda Efetiva e Dinâmica em Kalecki. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 11(1), Rio de Janeiro: IPEA.
- Prates, D. M. (2005). As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, 9 (2): 263-288.
- Prates, D. M. (2007). A gestão dos regimes de câmbio flutuante nos países emergentes. *Texto para Discussão IE/Unicamp*.
- Prates, D. M. (2010). O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008, *Textos para Discussão CEPAL - IPEA*, Brasília - DF.

- Prates, D. M. (2015). *O Regime de Câmbio Flutuante no Brasil: 1999-2012: especificidade e dilemas*. Brasília, Ipea.
- Prates, D. M. (2018). Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post-Keynesian approach. *Texto para discussão N° 315*, IE/Unicamp.
- Prebisch, R. (1984). *Capitalismo Periferico : crisis y transformacion*. México, DF: Fondo de Cultura Económica.
- Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper N° 21162.
- Rey, H. (2016). International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper N° 21852.
- Robinson, J. (1969). *Introduction to the Theory of Employment*. 2ª edição, London: Macmillan.
- Rochon, L-P. (1999). The Creation and circulation of endogenous money: a circuit dynamique Approach. *Journal of Economic Issues*, 33 (1): 1-21.
- Rochon, L-P.; Vernengo, M. (2003). State Money and the Real World: or chartalism and its discontents. *Journal of Post Keynesian Economics*, 26 (1): 57-67.
- Rodrik, D. (2006). The social cost of foreign exchange reserves. *International Economic Journal*, 20 (3): 253-266.
- Rossi, P. (2016). *Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil*. Rio de Janeiro, FGV Editora.
- Sargent, T. J.; Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5 (3): 1-17.
- Sawyer, M. (2003). Employer of Last Resort: Could It Deliver Full Employment and Price Stability? *Journal of Economic Issues*, 37 (4): 881-907.
- Schor, J. B. (1998). *The Overspent America*. Basic Books, New York.
- Semenova, A. (2011). Would You Barter with God? Why Holy Debts and Not Profane Markets Created Money. *The American Journal of Economics and Sociology*, 70 (2): 376-400.
- Serrano, F. (2003). From Static Gold to the Floating Dollar. *Contributions to Political Economy*, 22: 87-102.
- Serrano, F. (2019). Mind the Gaps: the conflict augmented phillips curve and the Sraffian supermultiplier. *Texto para Discussão N° 11*, IE/UFRJ.
- Serrano, F.; Freitas, F. (2017). The Sraffian supermultiplier as an alternative closure for heterodox growth theory. *European Journal of Economics and Economic Policies*, 14 (1): 70-91.

Serrano, F.; Pimentel, K. (2017). Será que Acabou o Dinheiro? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. *Revista de Economia Contemporânea*, 21 (2): 1-29.

Serrano, F.; Summa, R. (2015). Mundell–Fleming without the LM curve: the exogenous interest rate in an open economy. *Review of Keynesian Economics*, 3 (2): 248–268.

Shapiro, C.; Stiglitz, J. E. (1984). Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device. *The American Economic Review*, 74 (3): 433-444.

Silva, C. E. S.; Vernengo, M. (2008). The Decline of the Exchange Rate Pass-Through in Brazil: Explaining the "Fear of Floating". *International Journal of Political Economy*, 37 (4): 64-79.

Stirati, A. (2001). Inflation, Unemployment and Hysteresis: an alternative view. *Review of Political Economy*, 13 (4): 427-451.

Tavares, M. C. (1997). A Retomada da Hegemonia Norte-americana. In *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização* organizado por Maria da Conceição Tavares e José Luís Fiori, pp. 27-53. 7ª edição, Petrópolis, RJ, Editora Vozes.

Tcherneva, P. R. (2006). Chartalism and the tax-driven approach to money. In *A handbook of alternative monetary economics* editado por Philip Arestis e Malcolm Sawyer, pp. 69-84. Cheltenham, Northampton, MA: Edward Elgar.

Tcherneva, P. R. (2012a). Permanent On-The-Spot Job Creation—The Missing Keynes Plan for Full Employment and Economic Transformation, *Review of Social Economy*, 70 (1): 57-80.

Tcherneva, P. R. (2012b). Full Employment, Inflation and Income Distribution: evaluating the impact of alternative fiscal policies. In *Contributions to Economic Theory, Policy, Development and Finance: essays in honor of Jan A. Kregel* editado por Dimitri B. Papadimitriou, pp. 117-144, Levy Economics Institute, New York, USA, Palgrave Macmillan.

Tcherneva, P. R. (2016). Money, Power, and Monetary Regimes. *Working Paper N° 861*. The Levy Economics Institute of Bard College.

Thaler, R. H.; Shefrin, H. M. (1981). An Economic Theory of Self-Control. *Journal of Political Economy*, 89 (2): 392-406.

Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven, Yale University Press.

Tymoigne, E.; Wray, L. R. (2013). Modern Money Theory 101: a reply to critics. *Working Paper N° 778*. The Levy Economics Institute of Bard College.

Tymoigne, E.; Wray, L. R. (2014). *The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: Minsky's half century from World War Two to the Great Recession* 1 ed. London and New York: Routledge.

Vergnhanini, R.; de Conti, B. (2017). Modern Money Theory: a criticism from the periphery. *Brazilian Keynesian Review*, 3 (2): 16-31.

- Vernengo, M. (2006). Technology, finance, and dependency: Latin American radical political economy in retrospect. *Review of Radical Political Economics*, 38 (4): 551-568.
- Whalen, C. J. (2019). Institutional Economics and Chock-Full Employment: reclaiming the “Right to Work” as a cornerstone of progressive capitalism. *Journal of Economic Issues*, 53 (2): 321-340.
- Wolfson, M. H. (1996). A Post Keynesian Theory of Credit Rationing. *Journal of Post Keynesian Economics*, 18 (3): 443-470.
- Wray, L. R. (1993). The Origins of Money and the Development of the Modern Financial System. *Working Paper N° 86*, The Jerome Levy Economics Institute.
- Wray, L. R. (1994). Liquidity. In *Elgar Companion to Radical Political Economy* organized by Philip Arestis and Malcom Sawyer, Aldershot, Elgar.
- Wray, L. R. (1998a). *Understanding Modern Money: the key to full employment and price stability*. Northampton, MA: Edward Elgar.
- Wray, L. R. (1998b). Zero Unemployment and Stable Prices. *Journal of Economic Issues*, 32 (2): 539-545.
- Wray, L. R. (1999). An irreverent overview of the history of money from the beginning of the beginning through to the present. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21 (4): 679-687.
- Wray, L. R. (2006a). To Fix or to Float: theoretical and pragmatic considerations. In *Monetary and Exchange Rate Systems: a global view of financial crises* editado por Louis-Philippe Rochon e Sergio Rossi, pp. 210-231, Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Wray, L. R. (2006b). When Are Interest Rates Exogenous? In *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory: Essays in Honour of Basil J. Moore* editado por Mark Setterfield, pp. 271–289. Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- Wray, L. R. (2010). What Do Banks Do? What Should Banks Do? *Working Paper N° 612*. The Levy Economics Institute of Bard College.
- Wray, L. R. (2013). Introduction. In: Minsky, H. P. *Ending poverty: jobs, not welfare*. Annandale, Va.: [s.n.], 188 p. ISBN 9781936192311.
- Wray, L. R. (2015a). *Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*, (2nd ed.) Palgrave Macmillan.
- Wray, L. R. (2015b). *Why Minsky Matters: An introduction to the work of a maverick economist*. Princeton University Press.