



**Textos para Discussão**

**FINANÇAS FUNCIONAIS E  
AS POSSIBILIDADES ECONÔMICAS PARA  
O BRASIL EM UM HORIZONTE DE 20 ANOS**



Ministério da Saúde

**FIOCRUZ**

Fundação Oswaldo Cruz

## GOVERNO FEDERAL

Presidente da República  
*Dilma Rousseff*

Ministro da Saúde  
*Arthur Chioro*

Secretaria-Executiva  
*Ana Paula Menezes Sóter*

Presidente da Fundação Oswaldo Cruz  
*Paulo Gadelha*

Departamento de Monitoramento e Avaliação do SUS  
*Paulo de Tarso Ribeiro de Oliveira*

## SAÚDE AMANHÃ

Coordenação geral  
*Paulo Gadelha*

Coordenação Executiva  
*José Carvalho de Noronha*

Coordenação Editorial  
*Telma Ruth Pereira*

Apoio técnico  
*Renata Macedo Pereira*

Normalização bibliográfica  
*Monique Santos*

Projeto gráfico, capa e diagramação  
*Robson Lima — Obra Completa Comunicação*

## TEXTOS PARA DISCUSSÃO

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos desenvolvidos no âmbito do Projeto Saúde Amanhã, disseminando informações sobre a prospecção estratégica em saúde, em um horizonte móvel de 20 anos.

Busca, ainda, estabelecer um espaço para discussões e debates entre os profissionais especializados e instituições do setor.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e de inteira responsabilidade das autoras, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista da Fiocruz/MS.

O projeto Saúde Amanhã é conduzido pela Fundação Oswaldo Cruz (Fiocruz) com apoio financeiro do Fundo Nacional de Saúde do Ministério da Saúde.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

URL: <http://saudeamanha.fiocruz.br/>

### Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

C744f Conceição, Daniel Negreiros

Finanças funcionais e as possibilidades econômicas para o Brasil em um horizonte de 20 anos / Daniel Negreiros Conceição, Bruno Negreiros Conceição. – Rio de Janeiro : Fundação Oswaldo Cruz, 2015. 46 p. – (Textos para Discussão ; n. 10)

Bibliografia: p. 44-46.

1. Abordagem das Finanças Públicas. 2. Gestão Macroeconômica. 3. Sistema Nacional de Saúde. I. Conceição, Bruno Negreiros. II. Fundação Oswaldo Cruz. III. Título. IV. Série.

CDU 614:336.113(81)

Textos para Discussão  
Nº 10

**FINANÇAS FUNCIONAIS E  
AS POSSIBILIDADES ECONÔMICAS PARA  
O BRASIL EM UM HORIZONTE DE 20 ANOS**

Daniel Negreiros Conceição  
Bruno Negreiros Conceição

Rio de Janeiro, Junho de 2015

## AUTOR

### **Daniel Negreiros Conceição**

Graduação em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (2005), doutorando em Economia e Ciências Sociais na University of Missouri in Kansas City. Atualmente é professor assistente da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

### **Bruno Negreiros Conceição**

Graduação em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (2008) e mestrado em Economia Política Internacional (2012). Atualmente é professor na Faculdade de Educação Tecnológica do Estado do Rio de Janeiro (FAETERJ).

## SUMÁRIO

Introdução	7
Economias Monetárias e Instabilidade Macroeconômica	10
A Teoria Cartalista da Moeda e o Mito da Moeda-Mercadoria	14
Concepções de Moeda e Padrões de Desenvolvimento	24
Moeda Cartal e a Teoria das Finanças Funcionais	26
Os Limites do Tripé Macroeconômico	30
Finanças Funcionais e a Superação do Tripé Macroeconômico	38
Possibilidades Econômicas para o Brasil em 2034	42
Conclusão	43
Referências Bibliográficas	44



# FINANÇAS FUNCIONAIS E AS POSSIBILIDADES ECONÔMICAS PARA O BRASIL EM UM HORIZONTE DE 20 ANOS

## 1. INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é dissertar sobre as possibilidades econômicas do Brasil em um horizonte de 20 anos, num cenário otimista em que a gestão macroeconômica não seja mais constrangida pelo compromisso cego com a responsabilidade fiscal no âmbito federal. Há, sobretudo, um esforço de estabelecer o diálogo e complementar o que foi produzido pelos demais autores inseridos num projeto mais amplo que visa identificar limites e possibilidades para o sistema de saúde brasileiro nesse horizonte temporal. Afinal, imagina-se que uma economia em vigoroso crescimento ofereça mais possibilidades de desenvolvimento para um sistema nacional de saúde. Por este motivo, é extremamente útil, para quem se propõe a identificar estratégias para o sistema brasileiro de saúde, prever com alguma confiança se em um horizonte de 20 anos teremos no Brasil uma economia em pleno desenvolvimento ou se teremos uma economia em dificuldades.

Neste sentido, os importantes artigos de Werneck Vianna e Werneck Vianna (2014) e de Teixeira e Werneck Vianna (2013), produzido em etapa anterior do projeto Brasil Saúde Amanhã, ofereceram três cenários prospectivos para a economia brasileira: um cenário otimista possível, um cenário pessimista plausível e um cenário intermediário (conservador) provável. Em ambos os estudos os autores admitem a dificuldade de se elaborar estudos prospectivos para cenários tão distantes no futuro, principalmente porque reconhecem a natureza imprevisivelmente cumulativa de importantes dinâmicas econômicas, especialmente num momento em que as economias do mundo ainda não se ajustaram completamente desde o colapso financeiro nos EUA em 2008 e a crise das dívidas soberanas na zona do Euro em 2009<sup>1</sup>.

Vale lembrar que o desempenho dos modelos preditivos convencionais em economia foi vergonhosamente ruim no passado recente<sup>2</sup>. Por exemplo, tais modelos foram incapazes de ante-

<sup>1</sup> Para Werneck Vianna e Teixeira, “[s]e observarmos a situação por que passa a economia mundial hoje — e, dentro dela, o estado em que se encontram os países centrais — pode-se facilmente concluir que os fatores de instabilidade são múltiplos, variados e de difícil previsibilidade. Mais do que isso, é difícil prever o impacto que cada um desses fatores terá nas economias da periferia, mesmo em um país com sólidos fundamentos macroeconômicos como o Brasil” (WERNECK VIANNA e TEIXEIRA, 2013, p. 37). Da mesma forma, Werneck Vianna e Werneck Vianna concluíram que exercícios preditivos em economia são especialmente desafiadores “na atual fase de desenvolvimento do capitalismo brasileiro, pela ocorrência de uma crise internacional, extensa e profunda, cujos desdobramentos ainda não permitem ver o seu fim” (WERNECK VIANNA e WERNECK VIANNA, 2014).

<sup>2</sup> O método convencional de previsão econômica através da econometria envolve projetar o comportamento futuro de variáveis econômicas a partir de regularidades descobertas através da análise de séries históricas de dados econômicos. Em novembro de 2007, mesmo antes do colapso financeiro de 2008, David Reifschneider e Peter Tulip já tinham publicado um influente estudo pelo Fed americano, em que verificaram que a precisão de exercícios prognósticos de longo prazo entre 1986 e 2006 havia sido apenas marginalmente superior ao resultado obtido caso as projeções tivessem sido geradas aleatoriamente. “Para períodos mais longos, o RMSEs [a medida padrão do erro de previsão típico] foi aproximadamente o mesmo que os desvios padrões. Estes resultados sugerem

cipar o colapso financeiro de 2008 nos EUA e a crise das dívidas nacionais na zona do Euro em 2009 — dois eventos que transformaram radicalmente o cenário econômico mundial. Se até 2008 havia alguma confiança entre os economistas de que as previsões econômicas construídas a partir da econometria podiam servir como guias confiáveis para o planejamento econômico, o fracasso completo desses métodos preditivos em 2008 e novamente em 2009 fez com que muitos economistas e elaboradores de políticas econômicas reavaliassem a sua fé em modelos preditivos convencionais. Allan Greenspan, por exemplo, reconheceu que

[a] crise financeira representou uma crise existencial para os elaboradores de projeções econômicas. O método convencional de prever eventos macroeconômicos — a partir de modelos econométricos, que tem a sua raiz no trabalho de John Maynard Keynes<sup>3</sup>—falhou quando mais se precisava dele, para humilhação dos economistas. No período que antecedeu a crise, o sofisticado sistema de elaboração de projeções do Federal Reserve Board não antecipou o enorme risco para a economia global. Da mesma forma, o modelo desenvolvido pelo Fundo Monetário Internacional não antecipou este risco (...). (GREENSPAN, 2013, tradução livre do autor).

Por definição, modelos prospectivos construídos a partir da análise de regressões não têm como antecipar eventos muito raros ou mesmo inéditos. Infelizmente, são justamente esses tipos de eventos (os cisnes negros, ou *blackswans*<sup>4</sup>) que costumam transformar mais dramaticamente as economias capitalistas, dominadas que são por dinâmicas de *feedbacks* positivos. Afinal, o que ocorre com regularidade conhecida não tem como transformar o estado expectacional dos agentes, uma vez que já estaria incorporado às expectativas antes mesmo de ter ocorrido. Como bem disse John Maynard Keynes em célebre carta a Jacob Vinner, “a experiência nos mostra que o que acontece é sempre aquilo contra que não nos protegemos” (KEYNES, 1980).

Diante das dificuldades para se elaborar cenários prospectivos a partir de regularidades comportamentais identificadas no passado, Teixeira e Werneck Vianna optaram por um método alternativo bastante interessante. Neste método,

[o] ponto de partida é a definição dos cenários — ou, mais precisamente, do cenário otimista — com o dimensionamento das variáveis relevantes; só depois é que foi estabelecida a trajetória que a economia brasileira deve percorrer para alcançá-lo, em termos de decisões de política econômica e de fatos estruturais impactantes. Alternativamente ao cenário otimista, foram interpostos obstáculos (inclusive pela não-adoção de políticas adequadas) que

---

que as previsões de produto e inflação para além de alguns poucos trimestres nos dizem pouco além da própria média de longo prazo da série” (REIFSCHNEIDER e TULIP, 2007, p. 15, tradução livre pelo autor). Para os autores, “à medida que o tempo entre a previsão e o evento previsto aumenta, mais surpresas irão acumular” (ibid.). Obviamente, se os resultados dos exercícios prospectivos sobre a situação da economia americana até 2008 já foram decepcionantes, as projeções para além de 2008 foram absolutamente terríveis, como argumentou Simon Potter (2011). Baseado no estudo de Reifschneider e Tulip (2007), “teríamos esperado que em 70 por cento dos casos a taxa de desemprego no quarto trimestre de 2009 divergisse em não mais que 0,7 pontos percentuais das projeções feitas em abril de 2008. No entanto, em média as projeções erraram em 4,4 pontos percentuais, o equivalente a um aumento inesperado de 6 milhões no número de trabalhadores desempregados” (POTTER, 2011).

<sup>3</sup> Embora seja verdade que a econometria se desenvolveu a partir do sistema de definições das variáveis macroeconômicas conforme apresentado originalmente por Keynes (e aperfeiçoado por economistas como Richard Stone e Simon Kuznets), sua opinião sobre a utilidade da econometria para a elaboração de projeções macroeconômicas não era nada favorável, como ficou claro em sua crítica ao trabalho de Jan Tinbergen (KEYNES, 1939).

<sup>4</sup> Ver Taleb, 2007.



impediriam a economia brasileira de atingir o cenário mais favorável (TEIXEIRA e WERNECK VIANNA, 2013, p. 37).

Desta forma, além da dimensão prospectiva há também uma dimensão prescritiva nos dois trabalhos<sup>5</sup>, onde são identificadas as condições necessárias para que o cenário otimista seja observado, inclusive com uma proposta de gestão macroeconômica que os autores julgam capaz de conduzir a economia brasileira ao cenário otimista. Para o pesquisador preocupado em não somente identificar oportunidades e limites para o sistema de saúde brasileiro no horizonte dos próximos 20 anos, mas também em influenciar resultados, o método adotado pelos autores é muito conveniente já que permite identificar tendências econômicas a partir de eventos observáveis no presente e reconhecer quando as escolhas de gestão macroeconômica não convergirem àquelas que manteriam a economia brasileira na sua trajetória ao resultado otimista.

Contudo, tanto no artigo de Teixeira e Werneck Vianna (2013) como no artigo de Werneck Vianna e Werneck Vianna, não é questionada a hipótese de que a gestão macroeconômica no Brasil continuará, pelos próximos 20 anos, condicionada ao entendimento convencional sobre moeda e finanças públicas, de acordo com o qual o Estado deve continuar sempre submetido à doutrina da responsabilidade fiscal, ainda que de maneira mais relaxada. Para a elaboração de cenários prospectivos realistas, a hipótese nos parece justificada. De certo, é muito provável que um dos cenários descritos por Werneck Vianna e Werneck Vianna (2014) e por Teixeira e Werneck Vianna (2013) ocorra, uma vez que muito dificilmente será rejeitada a doutrina da responsabilidade fiscal pelos economistas que dominam o debate acadêmico, pelos elaboradores de políticas econômicas e pelos legisladores brasileiros. Entretanto, mesmo o cenário otimista possível (que descreve uma economia brasileira em desenvolvimento relativamente saudável) oferecido pelos autores representa um desempenho apenas modestamente bom da economia brasileira quando comparado à situação ideal que resultaria de uma gestão macroeconômica no Brasil (e em países parceiros econômicos) que não fosse condicionada às regras contábeis arbitrárias que engessam a capacidade do Estado de promover o aproveitamento e desenvolvimento pleno das oportunidades produtivas do País.

É justamente essa situação ideal que pretendemos descrever. Neste contexto, nosso artigo pode ser visto como mais prescritivo e menos prospectivo que os trabalhos supracitados. Dificilmente o cenário descrito por nós será observado. No mundo real, interesses poderosos, alguma cegueira ideológica e a predisposição em seres humanos de raciocinar sobre questões complexas a partir das suas experiências individuais tornam praticamente imbatível a visão convencional sobre a natureza da moeda que justifica a doutrina da responsabilidade fiscal. É precisamente este o mito econômico que precisaria ser derrubado completamente para que os governos nacionais pudessem assumir o controle pleno de suas próprias economias na direção do pleno emprego e da estabilidade macroeconômica. Portanto, será este o mito econômico combatido no presente trabalho.

---

<sup>5</sup> Não custa lembrar que, enquanto os exercícios prospectivos a partir da econometria produziram resultados decepcionantes no passado mais recente, vários economistas anteciparam o colapso financeiro em 2008 e a crise da zona do Euro em 2009. Assim como em Teixeira e Werneck Vianna (2013), estas projeções foram fundamentadas na aplicação de modelos teóricos realistas como instrumentos preditivos. Por exemplo, o leitor pode consultar os trabalhos publicados pelo Instituto Levy entre 2005 e 2008 (GODLEY, 2005; WRAY, 2006; GODLEY e ZEZZA, 2006, entre outros), em que o colapso financeiro nos EUA era apresentado como iminente. Muitos dos mesmos economistas também avisaram para os perigos da criação de uma área monetária supranacional na Europa sem mecanismos que permitissem automaticamente que as demandas por financiamento para os *déficits* contra-cíclicos dos tesouros nacionais fossem satisfeitas pela autoridade monetária supranacional (WRAY, 2012).

## 2. ECONOMIAS MONETÁRIAS E INSTABILIDADE MACROECONÔMICA

Poucas instituições são tão mal compreendidas pelos economistas como a instituição da moeda em economias capitalistas. Infelizmente, é a natureza peculiar da moeda que faz com que as decisões de investimento privado sejam inevitavelmente desestabilizadoras e frequentemente ocasionem resultados materiais ineficientes em economias capitalistas. Compreender bem a instituição da moeda é, portanto, fundamental para que possamos compreender o funcionamento de economias capitalistas. Como veremos, é em razão da sua natureza monetária que as economias capitalistas não são equipadas com mecanismos autocorretores como imaginaram os economistas neoclássicos pré-keynesianos e como imaginam os seus seguidores modernos. Pelo contrário, a natureza pró-cíclica do investimento privado faz com que no mundo real economias capitalistas tendam a ser instáveis e geradoras de desperdícios materiais.

Economias capitalistas são fundamentalmente economias monetárias, o que significa que as decisões privadas de investir — inclusive investir na produção de bens e serviços vendíveis, através da contratação de mão de obra e da compra de insumos materiais — e as decisões de emprestar dinheiro são motivadas pelo desejo de acumular riqueza pecuniária (ou seja, mensurável monetariamente). Ou, como descreveu Karl Marx (1867), o funcionamento de economias capitalistas é determinado pelas situações em que o dinheiro é gasto em busca de ainda mais dinheiro<sup>6</sup>.

É justamente esta natureza monetária das economias capitalistas que as torna dominadas por dinâmicas explosivas ao invés de auto-equilibradoras. Quando o investimento está em expansão, as rendas dos investidores também tendem a crescer, o que estimula ainda mais o investimento. Não é difícil demonstrar logicamente, como fez Michael Kalecki em 1954, que a massa de lucros que remunera o investimento de períodos passados é determinada pelo investimento corrente (além do próprio consumo dos capitalistas, da poupança dos trabalhadores, do déficit público e do resultado das transações correntes com o exterior). Além disso, com a expansão do investimento também crescem o nível de emprego e as rendas dos trabalhadores. Numa economia em que salários e lucros estão crescendo, trabalhadores e capitalistas endividados são capazes de cumprir mais facilmente suas obrigações para com seus credores, o que eleva também as rendas de juros dos rentistas. Por isso, durante a expansão não somente os capitalistas desejam investir e contratar cada vez mais, mas os bancos estão cada vez mais dispostos a emprestar dinheiro

Ainda que o mérito das expansões econômicas alimentadas pelo investimento privado possa ser questionado<sup>7</sup>, ao menos não há durante estes períodos desperdício grande de capacidades produtivas. Infelizmente, expansões alimentadas apenas pelo gasto privado são inevitavelmente insustentáveis, como bem descreveu Hyman Minsky (1986 e 1992). Isto ocorre porque os estoques financeiros formados durante a expansão tornam-se inevitavelmente insustentáveis, o que leva a uma crise de deflação de ativos. Como explicamos acima, durante a expansão é o gasto privado que garante o rendimento dos investidores e sustenta os preços de ativos investíveis

<sup>6</sup> Naturalmente, outras motivações que não o desejo de acumular riqueza pecuniária influenciam o gasto privado. O consumo é, por definição, motivado pelo desejo de obter valor de uso, uma vez que ao consumir (isto é, ao comprar o bem de consumo) o consumidor sacrifica parte da sua riqueza pecuniária. No entanto, exatamente porque o consumo reduz a riqueza pecuniária do consumidor, ele é dependente das decisões de investir e de emprestar, que são motivadas pecuniariamente, uma vez que são estas decisões que dão ao consumidor a renda ou crédito para que consiga realizar as suas compras.

<sup>7</sup> Quando ativos reais são demandados apenas em razão da esperança de que seus preços aumentem há uma realocação de fatores produtivos da produção de bens e serviços para atender a demandas por valores de uso para a produção de ativos reais para atender a demandas especulativas.

(bens de capitais ou dívidas). Cada vez mais confiantes que ativos continuarão gerando retornos generosos e/ou que seus preços continuarão subindo, os investidores passam a tolerar taxas de alavancagem cada vez maiores (isto é, tomam empréstimos cada vez maiores para financiar novos investimentos). No entanto, quanto mais alavancados estiverem os investidores, menor será a sua capacidade de resistir a reduções nos preços dos seus ativos. Ao mesmo tempo, quanto maiores forem os ganhos de capital não realizados gerados pela apreciação dos ativos, maior será o incentivo para que estes ativos sejam vendidos. Eventualmente a dinâmica virtuosa dá lugar à deflação de ativos e à contração econômica<sup>8</sup>, como descreveu Irving Fisher (1933). A economia que antes era dominada por “touro” motivados a investir pela expectativa de apreciação dos ativos reais torna-se o território de “ursos”<sup>9</sup> desesperados para se livrar dos seus ativos em depreciação. A partir daí não há mais motivos para gastar dinheiro para ganhar dinheiro, e a economia passa a sofrer com a queda da demanda por ativos reais.

Esse mecanismo de expansão alimentada pelo investimento privado até a insustentabilidade financeira e eventual colapso foi observado em ação sempre que governos falharam em combater a formação de bolhas especulativas e deixaram de reagir com intervenções contra-cíclicas quando a crise financeira deu origem a recessões. Nos EUA, os “loucos” anos 1920 chegaram ao fim no colapso financeiro de 1929 e na Grande Depressão, e a festa das hipotecas *subprime* dos anos 2000 chegou ao fim no colapso financeiro de 2008 e na Grande Recessão.

Para economistas neoclássicos pré-keynesianos e seus seguidores modernos, algo diametralmente diferente deveria acontecer. Ao invés de produzir dinâmicas explosivas, o comportamento do investimento privado deveria ajudar a estabilizar a economia. De acordo com estes economistas, expansões/contrações no investimento voluntário seriam perfeitamente compensadas pela contração/expansão do consumo agregado, de modo que a economia operaria sempre de maneira estável, sem excesso ou insuficiência de demanda agregada. Teríamos em funcionamento a famosa “lei de Say”, em que a produção de bens e serviços traria sempre consigo a demanda exatamente suficiente para que estes produtos fossem integralmente vendidos. Sem a possibilidade de a economia enfrentar insuficiência de demanda, não haveria motivos para que oportunidades produtivas da economia deixassem de ser aproveitadas. A economia operaria sempre no pleno emprego e a administração da demanda agregada pelo Estado seria desnecessária e até mesmo prejudicial.

Foi John Maynard Keynes quem primeiro revelou de forma completa as inconsistências internas dessa descrição de economias capitalistas. No modelo neoclássico, poupança líquida e investimento voluntário<sup>10</sup> caminhariam sempre juntos graças ao efeito equilibrador dos ajustes

<sup>8</sup> Ao mesmo tempo em que o endividamento líquido dos investidores aumenta, multiplicam-se também as razões para que alguns deles vendam os seus ativos. Quanto maior o ganho de capital não realizado (igual à diferença entre o preço pago pelo ativo no momento da compra e o preço corrente), maior é o incentivo do investidor a liquidar a sua posição e garantir a realização monetária do ganho de arbitragem. Ainda que estas liquidações oportunistas deprimam apenas moderadamente os preços (ou mesmo que somente reduzam o ritmo de sua apreciação) na medida em que aumenta o endividamento dos investidores aumenta também a chance de os mais alavancados serem expostos à insolvência (isto é, que seus ativos totais passem a valer menos que seus passivos). A eventual execução das dívidas dos investidores insolventes deprime ainda mais os preços dos ativos, uma vez que os credores buscam sempre liquidar rapidamente as garantias confiscadas. Neste ambiente é mais do que natural que os bancos se tornem menos dispostos a refinar dívidas colateralizadas, o que reduz ainda mais o ritmo de apreciação dos ativos.

<sup>9</sup> A alegoria usada por Keynes em seu *Tratado da Moeda* (1930) definia o touro como o comprador de ativos que acredita que o seu preço continuará a subir enquanto o urso é o vendedor do ativo que acredita que o seu preço vá cair.

<sup>10</sup> Numa economia aberta e com governo, este mesmo equilíbrio seria dado pela situação em que a poupança líquida fosse igual ao investimento voluntário somado ao *déficit* do governo e ao resultado das transações correntes.

na taxa de juros. Com isso, estaria eliminada a possibilidade de o produto ótimo da economia deixar de ser produzido por falta de demanda. A economia atingiria automaticamente o pleno emprego. Keynes demonstrou que a crença nos mecanismos, que supostamente garantiriam o ajuste do investimento voluntário e da poupança líquida até que a igualdade entre as duas variáveis fosse estabelecida para qualquer nível de renda, era baseada em uma visão falaciosa sobre a relação entre a taxa de juros e a poupança líquida (e, por consequência, entre a taxa de juros e o consumo agregado)<sup>11</sup>. Na ausência deste mecanismo o investimento voluntário e o consumo agregado deixariam de corrigir eventuais desequilíbrios entre a demanda agregada e o produto total, ocasionando o acúmulo indesejado de estoques, quando a demanda fosse insuficiente, e reduções inesperadas nos estoques, quando a demanda fosse excessiva. A ocorrência do investimento involuntário em estoques motivaria os capitalistas a reduzir a produção, enquanto a ocorrência de desinvestimento involuntário em estoques motivaria os capitalistas a aumentar a produção (exceto quando a economia estivesse operando no limite do pleno emprego, em que a resposta seria simplesmente elevar os seus preços). Por isso é a demanda agregada que determinaria o nível de renda e produto de equilíbrio de uma economia capitalista, sem que haja qualquer tendência natural para que este equilíbrio seja compatível com o produto e emprego em seus níveis ideais.

Sob uma ótica diferente, a situação de equilíbrio descrita por Keynes pode ser compreendida como a situação em que o desejo do setor privado doméstico de acumular riqueza financeira líquida (definida como a diferença entre a poupança líquida da economia e o investimento volun-

<sup>11</sup> Para começar, não faz qualquer sentido que a oferta de crédito (fundos emprestáveis), ou mesmo a variação desta oferta, seja afetada de maneira mecânica pela poupança líquida da economia. Definimos poupança líquida como a soma de todas as poupanças (transações que aumentam o patrimônio líquido de uma unidade contábil) menos a soma de todas as despoupanças (transações que reduzem o patrimônio líquido de uma unidade contábil) durante um dado período. Como o consumo representa destruição de riqueza para o consumidor que, em busca de utilidade, entrega moeda e recebe uma mercadoria – que uma vez adquirida deixa de ter valor pecuniário – do ponto de vista do seu impacto sobre a riqueza doméstica o consumo é uma forma de despoupança. É por isso que devemos subtrair da renda total o consumo agregado quando calculamos a poupança líquida da economia durante um determinado período. Já o investimento não representa despoupança para o investidor, uma vez que o ativo real adquirido pelo investidor tem o mesmo valor que a moeda entregue ao vendedor. A igualdade entre poupança e investimento líquidos numa economia fechada e sem governo é, portanto, uma simples consequência das definições contábeis de investimento, consumo e poupança líquida.

Keynes (1964) argumentou corretamente que, para financiar seu investimento, o investidor não precisa poupar ou tomar emprestada a poupança dos outros. Para investir em ativos reais o investidor precisa de moeda. Não é a poupança líquida da economia (um fluxo) que representa a oferta de fundos disponíveis para financiar o investimento em ativos reais (e demais gastos), mas o que Keynes chamou de oferta de moeda (ou crédito). Para entendermos porque a poupança líquida observada ao longo de um dado período não representa o estoque de moeda da economia ou mesmo a variação deste estoque ao longo do período, observemos o seguinte exemplo. Em uma economia hipotética com dois atores, imaginemos que um cinzeiro de barro tenha sido produzido e depois vendido por 100 reais. Imaginando-se que o cinzeiro tenha sido produzido sem custo para o produtor, a sua renda teria sido 100 reais, que seria também a renda total da economia. Como não teria havido nenhuma outra transação que tivesse reduzido a riqueza do produtor do cinzeiro, a sua poupança no período teria sido também de 100 reais. O comprador do cinzeiro, no entanto, poderia ter despoupado reais ou não, dependendo de como classificássemos o seu gasto. Caso o cinzeiro tivesse sido comprado para o seu uso, o gasto seria classificado como consumo, o que acarretaria a despoupança de 100 reais pelo consumidor. Caso, no entanto, o cinzeiro tivesse sido comprado para ser depois vendido, o gasto seria classificado como investimento, o que não acarretaria despoupança para o investidor. No primeiro caso, a poupança líquida da economia teria sido nula, uma vez que a poupança do produtor seria igual à despoupança do consumidor, e no segundo caso teria sido igual a 100 reais. No entanto, em ambos os casos a população continuaria tendo ao seu dispor os mesmos 100 reais com os quais poderia realizar os seus gastos.

Assim, como a oferta de moeda não é sequer afetada pela poupança líquida, não há por que acreditar que funcione o mecanismo neoclássico de determinação de juros que supostamente equilibra investimento voluntário e poupança líquida para qualquer nível de renda. No modelo descrito por Keynes uma expansão/contração no investimento voluntário não seria, portanto, acompanhada por uma contração/expansão no consumo agregado de mesmo valor. Pelo contrário, a tendência seria que o consumo também aumentasse.



tário total) é plenamente satisfeito pelo *déficit* do governo e pelo *superávit* na conta corrente<sup>12</sup>. Por que representar o equilíbrio da economia desta forma ao invés de usar a definição mais consagrada? A razão disso é que há uma importante diferença entre a poupança líquida gerada pelo investimento voluntário e a poupança líquida gerada pelo *déficit* do governo e por um resultado positivo da conta corrente. No caso do investimento em ativos reais, o ganho monetário dos fatores de produção é compensado pela perda monetária (ou pelo endividamento) do investidor, de modo que a riqueza líquida da sociedade como um todo é incrementada somente pelo ganho do ativo real. Já no caso da poupança gerada pelo *déficit* do governo, é fácil perceber que o ativo acumulado pela sociedade é a moeda nacional (ou a reserva bancária) emitida pela autoridade monetária (que pode sempre ser convertida em títulos de dívidas rentáveis emitidos pelo Tesouro Nacional). Finalmente, a poupança líquida gerada pelo resultado positivo da conta corrente pode se dar na forma do acúmulo de ativos denominados em moeda estrangeira (inclusive a própria moeda estrangeira), quando a demanda dos estrangeiros por moeda nacional é satisfeita sem intermédio da autoridade monetária nacional, ou na forma do acúmulo da moeda nacional quando a demanda por moeda nacional dos estrangeiros é satisfeita por bancos comerciais domésticos ou pelo Banco Central.

O que não há no modelo Keynesiano, mas pode ser facilmente imaginado se utilizarmos a interpretação proposta, é o efeito estimulador da expansão da renda sobre o investimento privado (pelo aumento na eficiência marginal do capital). Ao invés de uma única renda de equilíbrio, durante uma expansão teríamos uma sequência de rendas de equilíbrio cada vez maiores para cada novo nível de investimento. Infelizmente, vimos que na ausência de intervenções estabilizadoras pelo Estado a tendência em uma economia em expansão é que eventualmente o investimento privado pare de crescer e comece a se contrair. Novamente, a interpretação proposta do modelo Keynesiano nos ajuda a entender o que acontece durante a expansão e porque ela é financeiramente insustentável. Embora a riqueza líquida da sociedade cresça durante a expansão (afinal a poupança líquida cresce com a renda), cada vez mais desta riqueza é composta por ativos reais<sup>13</sup>, cujos preços de demanda dependem da própria dinâmica de crescimento para serem mantidos. A composição cada vez menos líquida do conjunto de ativos do setor privado faz com que as liquidações de ativos reais em busca da realização de ganhos de capital tornem-se cada vez mais perigosas para a estabilidade financeira da economia, uma vez que relativamente há cada vez mais ativos reais à venda e cada vez menos dinheiro (e ativos prontamente conversíveis em dinheiro) com que comprá-los.

A contração que resulta da deflação dos preços dos ativos e da queda do investimento voluntário pode ser então compreendida como um aumento no desejo de acumular ativos líquidos

12 A situação de equilíbrio descrita por Keynes (KEYNES, 1964) pode ser compreendida como a situação em que a renda total (que, na ausência de rendas advindas de outras fontes que não a remuneração dos fatores de produção e da depreciação do capital, é o próprio valor do produto total produzido ao longo de um dado período) é exatamente igual à demanda agregada. Matematicamente, podemos representar esta situação de equilíbrio através da equação  $Y^* = C + I_v + G + (X - M)$ , onde  $Y^*$  é a renda de equilíbrio,  $C$  é o gasto privado em bens e serviços de consumo,  $I_v$  é o gasto voluntário em ativos reais pelo setor privado (isto é, o investimento para o qual os investidores haviam se planejado),  $G$  são as compras governamentais,  $X$  são as exportações e  $M$  são as importações. Na interpretação proposta aqui a situação de equilíbrio em uma economia capitalista é representada como a situação em que a variação da riqueza financeira líquida (riqueza líquida total menos ativos reais) do setor privado doméstico satisfaz exatamente a demanda por riqueza financeira líquida da sociedade. Matematicamente, na ausência de transferências unilaterais de/para o governo e de/para o setor externo de/para o setor privado doméstico, representamos esta situação como  $(S - I_v) = (G - T) + (X - M)$ , onde  $S$  representa a poupança líquida da economia,  $T$  representa os impostos e  $(S - I_v)$  representa a variação da riqueza financeira líquida que satisfaria exatamente as demandas financeiras do setor privado doméstico.

<sup>13</sup> Tanto o *déficit* do setor público como o resultado da conta corrente tendem a cair na medida em que cresce a renda.

pelo setor privado doméstico. Neste caso, não é mais possível satisfazer o desejo da população de acumular riqueza com a produção de bens de investimento, uma vez que a expectativa geral é que seus preços tenham parado de aumentar. A única forma de evitar que a renda da economia seja então comprimida é aumentar o *déficit* público, ou torcer para que o resultado na conta corrente (neste caso, as exportações líquidas) melhore.

Dissemos aqui que não há como o investimento voluntário em ativos reais responder contra-ciclicamente a uma contração da economia de modo a neutralizá-la, porque um aumento no desejo de acumular riqueza líquida não pode ser satisfeito pela aquisição de bens e serviços. Durante uma crise de deflação de ativos e recessão econômica, investidores buscam se proteger contra perdas nominais e para isso demandam moeda ou ativos que tenham preços nominais quase tão perfeitamente estáveis quanto a moeda, como contas em bancos e títulos públicos<sup>14</sup>. Ativos reais cujos preços podem e tendem a cair<sup>15</sup> durante uma recessão não servem como reservas de valor e deixam de ser demandados, exceto como fontes de utilidade<sup>16</sup>. No entanto, é possível imaginar ao menos uma situação em que o investimento na produção de uma mercadoria seria capaz de satisfazer o desejo crescente da sociedade de acumular riqueza financeira: quando o investimento fosse direcionado para a produção da própria moeda ou de um substituto dela.

Keynes definiu a moeda na sua *Teoria Geral* como algo cujas elasticidades de produção e de substituição fossem iguais a zero (KEYNES, 1964, p. 226). Com isso, rejeitou a hipótese de o investimento produtivo em moeda reverter uma contração econômica, uma vez que não só a moeda não poderia ser produzida para atender a uma demanda crescente por ativos líquidos que servissem como reserva segura de valor, mas nenhuma outra mercadoria poderia ser produzida que substituísse a moeda nesta função. Muitos economistas interpretaram a definição de Keynes para a moeda como se fosse uma referência a uma mercadoria especialmente escassa como o ouro, ou a direitos de recebimento de ouro. Neste caso, a economia entraria em recessão porque uma demanda maior por ouro como reserva de valor não teria como ser atendida pelo aumento na produção de ouro, exceto em casos raros em que uma nova reserva natural fosse descoberta. A teoria monetária de Keynes seria então apenas aproximadamente precisa — válida apenas na maioria dos casos em que a quantidade de ouro não pudesse ser incrementada, mas não em todos. No entanto, a descrição de Keynes sobre as características da moeda é absolutamente precisa, como ele mesmo deixou claro no seu *Tratado sobre a Moeda* (1930), e como deverá ficar claro até o fim deste trabalho.

### 3. A TEORIA CARTALISTA DA MOEDA E O MITO DA MOEDA-MERCADORIA

Era uma vez um povoado que carecia desesperadamente de vacinas contra uma terrível doença sazonal. Materialmente, a comunidade era plenamente capaz de realizar a produção das vacinas e a imunização das pessoas antes da próxima temporada da doença. Havia mão de obra capacitada, havia insumos adequados e suficientes, e a mobilização destes recursos para a

<sup>14</sup> Incidentalmente, este fato ajuda a explicar porque a taxa de juros sobre dívidas do Tesouro pode cair, mesmo na ausência de intervenções da autoridade monetária durante crises financeiras.

<sup>15</sup> Ou apreciar a taxas mais baixas que as oferecidas por contas bancárias indexadas no caso de estagflações.

<sup>16</sup> A inevitabilidade do consumo como fonte de preservação da vida humana em sociedades capitalistas dá, a pelo menos alguns produtores, a oportunidade de investir em produção, o que explica por que a dinâmica recessiva não comprime a economia até que toda a atividade produtiva desapareça completamente.

realização da campanha de vacinação não reduziria a produção de bens e serviços essenciais a ponto de ameaçar a subsistência do pequeno povoado. Principalmente, havia entre os membros da comunidade o consenso de que a vacinação da população deveria ser realizada com urgência.

Em uma comunidade em que as decisões econômicas fossem avaliadas objetivamente apenas em função dos seus resultados materiais, as coisas seriam bastante simples. A comunidade mobilizaria os recursos produtivos necessários e a campanha de vacinação seria realizada. A comunidade passaria então a estar protegida contra a doença e voltaria a direcionar seus fatores produtivos normalmente para a sua manutenção e desenvolvimento.

No entanto, imaginemos que, porque todos no povoado acreditavam supersticiosamente que era necessário esculpir gigantescas estátuas de pedra para aplacar a ira dos deuses, a produção das vacinas precisou ser adiada até que as estátuas tivessem sido esculpidas. A produção das estátuas de pedra foi especialmente custosa e demorada; mais custosa e demorada até do que a produção e distribuição das vacinas teriam sido. Finalmente as estátuas ficaram prontas e a produção das vacinas pode ser iniciada. No entanto, tanto tempo e recursos foram desperdiçados na construção das estátuas que não foi possível produzir e distribuir vacinas o suficiente e a tempo de evitar que uma epidemia da doença dizimasse mais da metade do povoado.

Certamente o leitor concordará que a parábola contada acima descreve uma economia tragicamente disfuncional. Ao invés de mobilizar seus meios produtivos para a realização de projetos materialmente úteis e urgentemente necessários, o pequeno povoado da estória optou por desperdiçar seus recursos para construir estátuas de pedra que supostamente aplacariam a ira de divindades inexistentes. O resultado hipotético desta escolha foi especialmente desastroso, uma vez que o povoado acabou dizimado por uma epidemia evitável. No entanto, embora as consequências das opções alocativas em economias monetárias do mundo real não sejam sempre tão dramáticas, há importantes semelhanças entre a estória acima e o que ocorre na realidade em economias capitalistas.

Por exemplo, não é novidade que a modernização da estrutura produtiva inglesa e eventualmente a sua revolução industrial foi “financiada” em grande parte pelo enorme influxo de ouro brasileiro que resultou das relações econômicas desiguais entre Brasil e Portugal, e entre Portugal e Inglaterra. Segundo a análise convencional, a opção acertada foi da Inglaterra, uma vez que, ao perseguir o acúmulo de metais preciosos via resultados comerciais favoráveis acabou estimulando o desenvolvimento explosivo de sua indústria. Enquanto isso, Brasil e Portugal teriam desperdiçado suas reservas de metais preciosos para sustentar o padrão de consumo esbanjador e dependente de suas elites<sup>17</sup>.

Embora tenha promovido ganhos inegáveis, mesmo a escolha inglesa deve ser considerada com ressalvas. Afinal, uma vez que o ouro exigido em troca das suas manufaturas não era materialmente útil aos ingleses (exceto em quantidades bem menores), a exigência de que ouro fosse produzido e lhes fosse entregue pelos consumidores de manufaturas nos parece tão ineficientemente arbitrária quanto a exigência de que fossem construídas estátuas gigantes antes de a

---

<sup>17</sup> A relação econômica desenvolvida entre Brasil/Portugal e Inglaterra durante o ciclo do ouro brasileiro pode ser compreendida como um exemplo de doença holandesa. Neste caso, deve-se entender o ouro como o produto de exportação luso-brasileiro que gerava libras inglesas mais do que suficientes para que a demanda por manufaturas das elites luso-brasileiras fosse satisfeita pela importação de produtos ingleses. A mobilização de recursos produtivos para a produção de artigos exportáveis (no caso o ouro, como antes fora o açúcar e depois foi o café) e o acesso barato às manufaturas inglesas em razão dos influxos abundantes da moeda inglesa suprimiu quase completamente o desenvolvimento de manufaturas e posteriormente das indústrias no Brasil e Portugal.

produção das vacinas ser iniciada. Consideremos o percurso do ouro brasileiro. Inicialmente garimpado dos leitos dos rios e posteriormente extraído das famosas Minas Gerais, o ouro simplesmente foi transportado de seus depósitos naturais para ser depositado artificialmente em cofres londrinos, sem que desempenhasse qualquer função que não a de reserva de valor. De lá, foi redistribuído ao longo dos anos para outras nações acumuladoras (em especial os EUA), estando hoje depositado em alguns poucos cofres espalhados pelo mundo<sup>18</sup>. Por coincidência poética, muitos destes cofres são subterrâneos, o que significa que depois de tanto esforço para ser escavado dos leitos dos rios e extraído de minas subterrâneas o ouro acabou sendo “enterrado” novamente.

Acostumados a não questionar a noção de que metais preciosos são as expressões mais perfeitas do valor econômico em sistemas capitalistas, os economistas raramente enxergam o absurdo de se condicionar o funcionamento de sistemas de produção e distribuição de bens e serviços úteis e necessários para a sociedade à aquisição prévia de metais preciosos. Sem que fosse produzido o ouro brasileiro muito provavelmente não teria sido estabelecido o arranjo comercial que permitiu à Inglaterra desenvolver sua indústria e às elites luso-brasileiras praticar seu consumo de ostentação<sup>19</sup>.

Quando Keynes sugeriu na sua Teoria Geral que, na ausência de governantes sensatos, uma forma de garantir o pleno emprego numa economia capitalista seria enterrar cédulas de dinheiro em minas desativadas e permitir que as pessoas “trabalhassem” na “extração” de papel-moeda, seu objetivo foi justamente denunciar o absurdo de se condicionar o funcionamento do sistema de geração da riqueza material de uma sociedade à abundância de metais preciosos. Disse ele:

Se o Tesouro se dispusesse a encher garrafas usadas com papel-moeda, as enterrasse a uma profundidade conveniente em minas de carvão abandonadas que logo fossem cobertas com o lixo da cidade e deixasse à iniciativa privada, de acordo com os bem experimentados princípios do *laissez-faire*, a tarefa de desenterrar novamente as notas (...), o desemprego poderia desaparecer (...). Claro está que seria mais ajuizado construir casas ou algo semelhante; mas (...) o recurso citado não deixa de ser preferível a nada.

Entre este expediente e o da exploração das minas de ouro do mundo real, a analogia é completa. Nos períodos em que o ouro é encontrado a profundidades convenientes, a experiência ensina que a riqueza real do mundo aumenta rapidamente; e quando ele só é encontrável em pequenas quantidades, a riqueza permanece estável ou mesmo diminui. Desse modo, as minas de ouro são do mais alto valor e importância para a civilização. Da mesma forma que as guerras têm sido a única forma de gastos com empresários em grande escala que os estadistas acharam justificável, a extração de ouro é o único pretexto para abrir buracos no chão que os banqueiros consideram uma atitude financeira saudável, e cada uma dessas atividades representou o seu papel no progresso — pelo fato de não se encontrar uma solução melhor (KEYNES, 1964, p. 145).

<sup>18</sup> Hoje em dia, embora o maior estoque privado de ouro no mundo (o SPDR Gold Trust) ainda esteja guardado em Londres, o Banco da Inglaterra sequer figura entre os dez maiores detentores de ouro do mundo. De acordo com o FMI (<http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/colist.aspx>), esta lista é atualmente encabeçada pelo Tesouro estadunidense (que guarda a maior parte das suas barras de ouro no subsolo do famoso Fort Knox), seguido pelo Deutsche Bundesbank (o banco central alemão hoje membro do sistema de Bancos Centrais da zona do euro), e pelo próprio FMI.

<sup>19</sup> Em seu clássico *A Teoria da Classe Ociosa*, Veblen discorre sobre o consumo conspícuo das elites como um desperdício intencional que objetiva anunciar o pertencimento do consumidor às classes sociais superiores (VEBLEN, 1899).



Felizmente há soluções bem melhores que enterrar dinheiro em minas desativadas. O que Keynes buscou demonstrar é que, da mesma forma que a descoberta de uma nova mina de ouro geraria mais empregos e rendas para os mineradores e, graças ao efeito multiplicador, geraria também empregos para outros trabalhadores e capitalistas, também a descoberta de uma “mina de dinheiro” teria este efeito. Na verdade, exceto na situação de pleno emprego, mais emprego e produção resultariam de quaisquer projetos que o Estado decidisse realizar, ou que os bancos decidissem financiar, fossem eles a construção de estádios de futebol, escolas, hospitais, usinas hidroelétricas, ou aceleradores de partículas.

De onde veio então a noção de que o investimento na produção de metais instrumentalmente inúteis<sup>20</sup> seja sempre tido como um projeto economicamente sensível? É certamente compreensível que os agentes econômicos desejem obter metais preciosos num ambiente em que metais preciosos já são tidos como a expressão mais perfeita de valor econômico (em termos de seu poder de compra). De fato, mesmo depois do colapso dos padrões monetários “metálicos”, estoques de metais preciosos nunca perderam completamente as suas capacidades de preservar poder de compra exercível internacionalmente (isto é, exercível em diferentes moedas nacionais), o que torna o seu acúmulo como reserva de valor uma estratégia justificada. Tanto o Brasil, que priorizou a produção de ouro e deixou de aproveitar e desenvolver outras oportunidades produtivas, como a Inglaterra, que exigiu a entrega de ouro em troca de suas manufaturas, adotaram estratégias plenamente justificáveis num ambiente em que o ouro era universalmente valioso. Para o Brasil, as reservas naturais do metal representaram oportunidades imediatas de obter poder de compra exercível onde quer que o padrão monetário “dourado” estivesse vigente. Para a Inglaterra, acumular o ouro brasileiro significou acumular um ativo mundialmente valioso.

Mas essa linha de argumentação é vergonhosamente circular. Dizer que as pessoas demandam metais preciosos porque esta é uma forma de preservarem os seus poderes de compra é o equivalente a dizer que as pessoas demandam metais preciosos porque as pessoas demandam metais preciosos.

Há duas formas de escapar da circularidade do argumento acima. Uma delas é imaginar que o ouro (e outros metais preciosos) seja naturalmente valioso porque é especialmente útil e escasso, o que permite que o seu valor seja sempre expresso em quantidades de qualquer outra mercadoria cujo valor também venha da sua utilidade e escassez relativa<sup>21</sup>. É justamente esta a hipótese mais comumente aceita pelos economistas.

Alguma versão dessa estória sobre a origem da moeda é repetida em manuais de economia utilizados mundo afora. Antes de inventarem a moeda, os seres humanos inventaram a divisão do trabalho. Com isso, aumentaram as suas capacidades produtivas, mas deixaram de ser materialmente independentes, passando a obter através das trocas tudo aquilo que não produzissem. No entanto, um sistema de trocas baseado no escambo geraria com frequência o que se convencionou chamar de “problema da dupla coincidência de demandas ou desejos”. Este problema pode ser exemplificado pela seguinte situação. Embora A queira realizar uma troca com B para obter o que B produz, é provável que B não queira o que A tem para oferecer. Neste

<sup>20</sup> Embora a demanda por metais condutores mais eficientes que o cobre e menos suscetíveis à corrosão que a prata para a produção de aparelhos eletrônicos tenha dado ao ouro um uso instrumental, a quantidade deste metal efetivamente usada para este e outros usos instrumentais é insignificante se comparada ao uso do metal como reserva de valor.

<sup>21</sup> Alternativamente, pode-se imaginar que o valor do ouro e demais mercadorias pode ser explicado pelo fato de exigirem a utilização de mão de obra humana para serem produzidos. Em ambos os casos, o valor do metal precioso vem de um processo real, o que permite que seja produzido unilateralmente.

caso, A tentaria obter de C o produto demandado por B. No entanto, é possível que também C não queira o que A tem para oferecer. Neste caso A tentaria obter de D o que C desejasse e assim sucessivamente até que finalmente A conseguisse obter o que B estivesse a demandar. Inúmeras transações deixariam de acontecer simplesmente porque a solução para o problema da dupla coincidência de desejos exigiria sequências de trocas impraticáveis.

Adam Smith (1776), e depois Carl Menger (1892), imaginaram que a solução óbvia para o “problema da dupla coincidência dos desejos” seria a invenção da moeda-mercadoria. Basicamente, os atores econômicos perceberiam que algumas mercadorias, por serem (quase) universalmente úteis, seriam demandadas com mais frequência do que outras e passariam a trocar por elas para em seguida trocá-las pelo que desejassem. Uma vez que esta prática se tornasse suficientemente frequente, a aceitação por cada ator da moeda-mercadoria deixaria de depender apenas da sua utilidade e passaria a resultar principalmente da sua aceitação pelos demais participantes da economia. Ou seja, embora a aceitabilidade da moeda seja reforçada pelo fato de ela ser universalmente aceita como pagamento em transações, o argumento não é mais circular, pois é postulado que inicialmente a aceitabilidade da moeda dependeu da sua escassez relativa e do fato de ela ter sido útil a uma fração grande dos participantes da economia.

A moeda representativa (ou documental) teria sido então inventada pelos mercadores que mantivessem em suas lojas quantidades grandes da moeda-mercadoria. Para evitar roubos, esses mercadores seriam obrigados a contratar guardas armados. A segurança incrementada dos seus estabelecimentos ofereceria então a oportunidade de oferecer mais um serviço: guardar os estoques da moeda-mercadoria de outras pessoas. Assim teriam nascido os bancos. Ao depositar as suas moedas metálicas nesses “bancos”, os clientes receberiam certificados/comprovantes dos seus depósitos. Esses certificados representariam o reconhecimento da dívida dos bancos para com os clientes, exigível em termos dos estoques de moeda metálica. Com o tempo, os próprios certificados de depósitos passaram a ser usados como meios de pagamentos, tendo os seus valores dependentes da expectativa de suas conversões em quantidades fixas da moeda-metálica. Nascia então a moeda representativa. Eventualmente, os “bancos” identificaram a oportunidade de emitir quantidades de certificados de depósitos maiores do que os estoques de moedas-mercadorias mantidos em seus cofres, uma vez que apenas raramente todos os depósitos eram resgatados ao mesmo tempo. Nascia assim o sistema de reservas fracionárias. Em algum momento, a atividade de emissão de moedas representativas passou a ser realizada por governos centrais e os bancos então passaram a emitir certificados de depósitos exigíveis na moeda estatal<sup>22</sup>.

Menger e Smith não conseguiram explicar, no entanto, de onde viria a suposta utilidade (quase) universal dos metais preciosos que explicaria a sua escolha como moedas-mercadorias. Isto é, por que os metais preciosos teriam sido demandados por uma parcela significativa de uma comunidade, antes mesmo de começarem a ser aceitos pelos demais participantes da economia, como pagamento por coisas realmente úteis e relativamente escassas? Sem dúvida, há certas características que fazem dos metais preciosos candidatos adequados para serem usados como moeda na visão convencional: são facilmente divisíveis, relativamente escassos, irreproduzíveis e maleáveis o suficiente para que sejam cunhados. Mas embora estas características façam dos metais preciosos meios convenientes para a produção de moedas-mercadorias, nenhuma destas

---

<sup>22</sup> O fato de as moedas estatais modernas não representarem mais direitos de saques de quantidades fixas de metais preciosos é explicado pelos defensores da teoria metálica como um resquício dos padrões monetários metálicos, como se a ausência de lastro metálico fosse compensada por uma inércia institucional ou pela expectativa de que haja algum compromisso implícito por parte dos emissores da moeda estatal de impedir a subida exagerada dos preços dos metais preciosos.

características faria com que os metais preciosos fossem demandados com frequência antes de se tornarem moedas-mercadorias.

Costuma-se alegar que a nossa fascinação pelos metais preciosos vem do fato de eles terem sido historicamente usados para representar cerimonialmente a riqueza e o poder das classes dominantes na forma de ornamentos brilhantes, resistentes e raros. Imaginemos então que os metais preciosos tenham sido originalmente demandados como ornamentos e para outros fins cerimoniais. Por que teriam sido a partir daí escolhidos como moedas-mercadorias? Uma moeda-mercadoria deve ser capaz de cumprir bem todas as suas funções, inclusive (e principalmente) a de reserva de valor. E é justamente aí que a hipótese convencional nos parece mais frágil. Um instrumento adequado para ser usado como reserva de valor deve preservar a sua capacidade de comandar em trocas outras mercadorias, principalmente em situações de escassez material. Mas bens de luxo sem utilidade instrumental como os metais preciosos tendem a perder os seus valores justamente durante crises de escassez material, quando seria mais importante preservar poder de compra. Em tempos de escassez de alimentos, rico seria o dono de estoques de grãos, frutas secas ou charque, não o dono de metais preciosos.

Convencidos da correção de suas hipóteses, Smith e Menger não se preocuparam em verificar com cuidado o mérito empírico das suas especulações sobre a origem da moeda através da investigação histórica e antropológica. Caso tivessem investigado as evidências com cuidado, como fez David Graeber (2010), teriam concluído que, exceto quando sistemas de pagamentos foram criados por atores já familiarizados com sistemas monetários<sup>23</sup>, a moeda é e sempre foi uma dívida, normalmente emitida pelo Estado e que o mito da moeda-mercadoria vem da interpretação equivocada do papel dos metais preciosos em sistemas monetários ao longo da história.

Foi Mitchell A. Innes (1913) quem primeiro propôs uma segunda solução para o “problema da dupla coincidência de demandas” baseada na invenção do crédito. Ao invés de identificar qual das mercadorias seria mais frequentemente aceita pelos diversos produtores em uma economia, seria muito mais natural que os participantes da economia simplesmente adotassem um sistema de pagamentos adiados. Por exemplo, A receberia de B a mercadoria desejada e ficaria registrada a dívida de A para B. Naturalmente, o emissor de uma dívida deve sempre aceitá-la como meio de pagamento final por algo igualmente valioso, sob pena de reduzir a aceitabilidade da sua própria dívida. Assim, a dívida de A poderia ser usada por B para no futuro obter algo igualmente valioso de A ou de alguém que precisasse realizar um pagamento para A. De fato, a invenção do crédito como forma de viabilizar transações na ausência da “dupla coincidência de demandas” seria praticamente inevitável em comunidades pequenas (onde seria importante preservar a reputação de bom pagador), em que houvesse as tecnologias necessárias para contabilizar obrigações entre pessoas (escrita e matemática).

Uma vez criado um sistema de registros de obrigações entre pessoas, não é difícil imaginar que eventualmente uma dívida em particular emergisse como moeda por ser demandada com mais frequência pelos participantes da economia<sup>24</sup> para realizar pagamentos ao seu emissor.

<sup>23</sup> Por exemplo, quando prisioneiros de guerra organizaram seus sistemas de pagamentos nos campos de concentração, utilizaram cigarros como “moeda”. A explicação provável para este fenômeno é que, como a maioria dos prisioneiros estava acostumada a tratar moeda como um ativo, pareceu natural que uma mercadoria instrumentalmente valiosa fosse escolhida como meio de troca.

<sup>24</sup> A hipótese da moeda-mercadoria exige que uma dada mercadoria seja demandada com grande frequência pela maioria dos participantes da economia. Já a hipótese da moeda-crédito exige que os participantes de uma economia se encontrem com mais frequência endividados a um dos participantes da economia.

Perry Mehrling (2000) sugeriu que a dívida de um grande comerciante local poderia facilmente ser utilizada como moeda. No entanto, é mais provável ainda que a dívida que acabasse virando a moeda da economia fosse emitida por figuras em posições de autoridade, como o Estado ou templos religiosos<sup>25</sup>, capazes que eram e são de impor unilateralmente obrigações sobre os demais participantes da economia nacional. Esta foi a hipótese avançada por Georg Friedrich Knapp em 1924 no seminal *A Teoria Estatal da Moeda* e aceita por Keynes no seu *Tratado sobre a Moeda* (1930)<sup>26</sup>.

<sup>25</sup> A diferença entre as obrigações impostas pelo Estado e pelos líderes religiosos é principalmente a consequência do não cumprimento das obrigações. Enquanto o Estado é capaz de impor danos materiais (como o aprisionamento) ao indivíduo que não realizar o pagamento de seus impostos, o dano produzido ao indivíduo que não realiza oferendas a uma instituição religiosa costuma ser puramente psicológico (na forma da certeza de ter desagradado alguma divindade vingativa) e social (na forma da condenação pelos outros membros da comunidade religiosa). Embora algumas instituições religiosas tenham, em ocasiões, utilizado também o método de punição corporal contra não pagadores de oferendas, o efeito motivador das ameaças contra o bem-estar espiritual costuma ser suficientemente poderoso para fazer com que populações inteiras tenham realizado pagamentos significativos para instituições religiosas. É no mínimo curioso que uma instituição religiosa como a Igreja Católica não tenha aproveitado a sua capacidade de impor obrigações materiais às comunidades para emitir a sua própria moeda soberana.

<sup>26</sup> Para compreendermos o uso de uma dívida Estatal como moeda em economias modernas é necessário entender a relação entre a moeda estatal e a moeda-de-conta de uma economia. Tanto a unidade-de-conta utilizada para definir preços como a expressão creditícia desta unidade-de-conta recebem o mesmo nome. Por exemplo, na economia brasileira o real é a dívida do Banco Central do Brasil e a moeda-de-conta que usamos para definir os nossos preços. No dia a dia, a distinção importa pouco. No entanto, na teoria econômica a diferença é muito importante entre o ativo usado como moeda e a moeda-de-conta.

Uma unidade-de-conta é um conceito abstrato. Podemos, no entanto, identificar coisas cujas medidas correspondem perfeitamente à unidade-de-conta. Por exemplo, um metro é um conceito que define um parâmetro para a aferição de comprimentos, enquanto uma fita métrica de um metro é um objeto cujo comprimento corresponde (imperfeitamente) a um metro. Já a massa do protótipo universal do quilograma corresponde perfeitamente ao quilograma, uma vez que a definição do quilograma é condicionada à massa do objeto. Da mesma forma, o preço da dívida de uma autoridade monetária soberana corresponde sempre perfeitamente à moeda-de-conta definida pela mesma autoridade monetária. Afinal, seria insanidade que a autoridade monetária definisse a moeda-de-conta a ser usada para definir os preços de mercadorias e obrigações econômicas, e não reconhecesse que a sua própria dívida definida em termos da moeda-de-conta tivesse um preço exatamente correspondente ao seu valor de face. Por exemplo, quando o Banco Central do Brasil reconhece que deve cem reais ao portador de uma cédula de cem reais, esta pessoa de fato possui um ativo cujo valor expresso na moeda-de-conta equivale a cem reais. Da mesma forma que não há nada cuja massa corresponda mais perfeitamente ao quilograma do que o protótipo universal, não há nada cujo preço corresponda mais perfeitamente à moeda-de-conta definida pela autoridade monetária do que a moeda emitida pela autoridade monetária.

L. Randall Wray (1998) nos conta que as primeiras unidades de conta provavelmente foram expressas em termos de unidades de massa (provavelmente para expressar quantidades de grãos), uma vez que os primeiros tributos foram mais frequentemente definidos em termos reais. No entanto, mesmo nestas situações a moeda-de-conta e a quantidade de grãos não devem ser percebidas como sendo a mesma coisa. A partir do momento em que uma moeda-de-conta tivesse sido estabelecida, apenas a dívida da autoridade soberana denominada na moeda-de-conta teria o seu preço perfeitamente associado à unidade. Por exemplo, suponhamos que um soberano estabelecesse como moeda-de-conta a libra, pelo fato de os tributos exigidos da população serem definidos em termos libras de trigo entregues ao fisco. A criação de uma moeda estatal permitiria que o soberano obtivesse o mesmo tributo real oferecendo uma libra (moeda-de-conta) da moeda estatal em troca de uma libra de trigo, caso depois exigisse de cada cidadão o pagamento do tributo de uma libra da moeda estatal. No entanto, nada impediria que no futuro o soberano pagasse pelo trigo um valor diferente em termos da moeda estatal, por exemplo, duas libras da moeda estatal por uma libra de trigo. Estando o tributo definido em termos da moeda-de-conta, o produtor precisaria agora produzir e vender ao estado meia libra de trigo para obter uma libra da moeda estatal exigida como tributo. Ou seja, o preço da libra de trigo em termos da libra, moeda-de-conta, poderia variar, mas não variaria nunca o preço em libra da moeda emitida pela autoridade monetária.

Não é difícil entender porque a moeda estatal, cujo preço é a expressão mais perfeita da moeda-de-conta, cumpre as funções de meio de pagamento universalmente aceito e reserva de valor. Mesmo na ausência de leis que definissem a moeda como o meio de pagamento de curso legal, o fato de a moeda ser o único ativo cujo preço é imutavelmente relacionado à moeda-de-conta faz com que ela, mais do que qualquer outro ativo, seja adequada para realizar pagamentos denominados em termos da moeda-de-conta. Da mesma forma, como não há nada cujo preço corresponda mais precisamente à moeda-de-conta do que a moeda estatal, a moeda se torna uma dívida exigível/pagável em termos dela própria. Uma pessoa que exigisse do Banco Central o pagamento da dívida de cem reais reconhecida ao portador de uma cédula poderia receber duas notas de cinquenta reais, ou cinco notas de vinte reais, mas nada além da própria moeda estatal poderia ser entregue ao credor do Banco Central como pagamento final da sua dívida.

O fato de as moedas modernas serem hoje dívidas de autoridades monetárias soberanas é irrefutável. Basta verificar o significado contábil de cada real, dólar, euro e renmimbi. Cédulas destas moedas representam certificados da dívida nominal reconhecida pelas autoridades monetárias de cada país (ou união monetária, no caso do Euro) ao portador, enquanto reservas bancárias são registros eletrônicos de créditos das instituições financeiras contra a autoridade monetária. No entanto, como explicar o uso, ao longo da história, de moedas metálicas e outras mercadorias como aparentes meios de troca, ou a ocorrência de padrões monetários internacionais em que a moeda referencial tinha “lastro” metálico?

Como vimos, foi natural que a dívida do governo soberano capaz de impor tributos fosse usada como a moeda das economias nacionais. Desta forma, o soberano estaria na posição privilegiada de realizar pagamentos aos demais participantes da economia através da entrega de dívidas emitidas por ele próprio. Para todos os demais participantes da economia, a moeda seria um ativo obtível pelo recebimento de rendas ou pela venda de dívidas exigíveis na moeda estatal. Apenas para o soberano emissor da moeda não haveria necessidade de obter a moeda antes de realizar um gasto. O tributo serviria para dar aceitabilidade à moeda, não para financiar o gasto do soberano.

A própria ideia de que o soberano precise cobrar impostos (ou vender títulos de dívidas remuneradas) para financiar os seus gastos deve a esta altura parecer completamente absurda ao leitor. Afinal, sendo o soberano o emissor da moeda, e na ausência de falsificadores, caberia a ele introduzir a moeda à sociedade através do seu próprio gasto para que ela pudesse então pagar os impostos. Apenas após alguns períodos durante os quais o governo tivesse permitido que a população acumulasse riqueza financeira através da realização de *déficits* fiscais seria possível que um governo obtivesse resultados superavitários, embora à custa da desacumulação da riqueza financeira pelo setor privado<sup>27</sup>. No entanto, como acumular créditos nominais contra si próprio não faria qualquer sentido, a prática de *superávits* fiscais somente deveria acontecer se fosse motivada pela necessidade instrumental de se reduzir a renda disponível corrente e a riqueza financeira da população, possivelmente para evitar a ocorrência de inflação de demanda.

Sendo a moeda da economia uma dívida do soberano, um problema do emissor seria instrumentalizar a emissão de certificados desta dívida transferíveis ao portador que não pudessem ser facilmente falsificados. O motivo e o momento exato em que metais preciosos cunhados pela autoridade emissora foram utilizados como meios de impressão da moeda estatal talvez não possam ser conhecidos. O fato é que sabemos que eventualmente o meio metálico foi escolhido para este uso. A razão mais provável para isso é justamente o fato de esses metais serem particularmente convenientes como meios de impressão de documentos valiosos por serem duráveis, relativamente escassos, e difíceis de serem cunhados<sup>28</sup>. Assim, as primeiras moedas metálicas foram emitidas carregando o selo soberano e uma denominação da dívida reconhecida pelo Estado, o que lhes dava valor.

<sup>27</sup> Numa economia com bancos comerciais, seria possível que uma sociedade que não tivesse acumulado riqueza financeira líquida (composta de moeda estatal e/ou títulos públicos) realizasse pagamentos de tributos ao governo. Embora o pagamento de impostos exija a entrega da moeda estatal ao governo, uma vez que bancos têm sempre como conseguir reservas da autoridade monetária (em operações de desconto, por exemplo), o pagamento de impostos pelos contribuintes poderia ser feito utilizando moeda bancária (depósitos em contas dos bancos) cabendo aos bancos transferir seus créditos contra a autoridade monetária à autoridade fiscal.

<sup>28</sup> “Uma vez imposto um tributo em moeda sobre uma cidade, e mais tarde sobre indivíduos, o palácio seria capaz de obter bens e serviços emitindo sua própria dívida denominada em moeda na forma de talhas (inicialmente, tabuletas de argila, e mais tarde, talhas de madeira). Moedas vieram muito tarde, mas eram, como as talhas, evidência de dívidas da Coroa. O uso de metais preciosos nas moedas foi adotado simplesmente para reduzir a falsificação” (WRAY, 1998, p. 73).



Uma vez escolhido, por exemplo, o ouro como meio de impressão das suas moedas, os governos passaram a precisar comprar o metal para realizar as suas emissões monetárias. Isso significou que os produtores de ouro poderiam sempre receber a moeda estatal em troca de quantidades de ouro. Na prática, o produtor/vendedor do ouro entregaria uma quantidade do metal à casa de fundição oficial e receberia uma quantidade menor de ouro já cunhado (a diferença entre as duas quantidades sendo a renda de senhoriagem do soberano). Para o produtor de metal precioso, significava que o seu produto gozava de um preço mínimo garantido pelo emissor da moeda em termos da moeda-de-conta, uma vez que sempre seria possível vender ao soberano o metal precioso em troca do selo representativo da moeda estatal. Para o soberano, a prática eliminava o risco de a sua moeda estatal perder o seu valor em consequência de falsificações (o que reduziria a sua capacidade de comprar bens e serviços úteis com a sua moeda), uma vez que, mesmo que algumas moedas metálicas fossem cunhadas ilegalmente fora das casas de fundição oficiais, a exigência de serem cunhadas em metais preciosos reduziria a frequência da cunhagem ilegal. Por outro lado, ao condicionar a emissão da sua dívida monetária à disponibilidade de um metal raro, o soberano limitou artificialmente a sua capacidade de emitir a moeda estatal e realizar pagamentos.

Imaginemos que os Estados com poder de emitir moeda fossem soberanos apenas em unidades político-espaciais relativamente pequenas e vizinhas de outras unidades semelhantes. Chamemos tais unidades de principados e os soberanos de príncipes. As moedas estatais “impresas” em ouro teriam então a sua aceitabilidade no principado derivada do poder do príncipe de impor tributos e de definir a moeda-de-conta na qual os tributos fossem denominados. Ou seja, os súditos do príncipe demandariam a moeda emitida por ele porque esperariam ter que realizar pagamentos ao príncipe e a quem tivesse que realizar pagamentos ao príncipe, e assim sucessivamente. É possível, no entanto, que as pessoas transitassem e realizassem transações em vários principados, utilizando para isso várias moedas diferentes. Obviamente, a aceitabilidade de cada moeda para quem não fosse súdito do príncipe emissor da moeda dependeria apenas da expectativa de que a moeda pudesse ser usada para comprar algo valioso de comerciantes.

Caso todos os príncipes adotassem a mesma prática de utilizar o ouro para imprimir as suas moedas, a composição metálica da moeda passaria a lhe dar aceitabilidade além das fronteiras do principado. Afinal, o ouro seria a única mercadoria cuja demanda em cada principado seria sempre garantida pelos próprios emissores das moedas estatais. Por exemplo, o príncipe poderia contratar mercenários que não fossem seus súditos para compor o seu exército oferecendo a eles a moeda metálica pois, mesmo que a moeda estatal não tivesse valor para os mercenários pelo fato de eles não realizarem muitos pagamentos no interior do principado, a quantidade de ouro em cada moeda poderia ser convertida na moeda estatal de qualquer outro principado. Enquanto cada moeda estatal daria ao seu portador a capacidade de exercer poder de compra em um dado principado, o ouro garantiria ao seu portador poder de compra em todos os principados. Como reserva de valor, o ouro então passaria a ser um ativo incomparavelmente atraente (mais atraente do que cada moeda estatal), pois embora o seu preço não tivesse por que cair em termos de cada moeda estatal (o príncipe sempre poderia carimbar quantidades de ouro trazidas às casas de fundição oficiais), o seu preço poderia subir caso o príncipe reduzisse o conteúdo de ouro de cada moeda metálica (ou aumentasse a sua denominação) para manter a sua capacidade de realizar pagamentos na moeda-de-conta do principado.

Com o tempo, as moedas metálicas acabaram sendo substituídas por moedas documentais (papel-moeda) sem que o ouro perdesse o seu *status* de mercadoria capaz de preservar poder

de compra exercível em diferentes economias nacionais sob o que convencionamos chamar padrões monetários metálicos. Neste caso, ao invés de oferecer ao mesmo tempo a moeda estatal e quantidades de ouro, os emissores da moeda estatal manteriam estável o preço do ouro em termos da moeda-de-conta<sup>29</sup>. Para tanto, deveriam estar preparados para comprar o ouro pelo preço anunciado quando este metal estivesse sendo excessivamente oferecido em troca da moeda estatal e também para oferecer ouro em troca da moeda estatal quando a demanda por ouro estivesse subindo. O compromisso de manter o preço do ouro fez com que os emissores de moedas estatais continuassem condicionando as suas capacidades de emitir moeda às suas capacidades de cumprir o compromisso com a manutenção do preço do ouro, que dependia das suas reservas do metal.

Sob o arranjo monetário descrito acima, emissores monetários com vastas reservas de metais preciosos passariam então a ter vantagem para tornar aceitas as suas moedas estatais além das fronteiras das suas economias nacionais, uma vez que seriam capazes de garantir a conversibilidade de suas moedas em metais preciosos. Neste contexto é mais fácil compreender porque países exportadores líquidos de manufaturas aceitaram enviar bens e serviços úteis a países “produtores” de ouro. Por exemplo, retornando às relações entre Brasil/Portugal e Inglaterra, a demanda por ouro pelos ingleses era de fato a demanda por uma mercadoria especialmente atraente não somente por ser usada para preservar poder de compra exercível em qualquer lugar do mundo, mas porque o acúmulo de reservas metálicas dava aceitabilidade à libra além das fronteiras inglesas. Para o Brasil, a descoberta de reservas de ouro sob o padrão monetário então vigente ofereceu a oportunidade irresistível de direcionar seus esforços produtivos para a extração do ouro, uma vez que o ouro deu ao País acesso a todas as mercadorias que o mundo (principalmente a Inglaterra) tinha a oferecer.

É importante reconhecer que o fato de metais preciosos terem adquirido *status* especial de reservas de valor internacionais em economias monetárias por uma arbitrariedade histórica, não torna verdade que estes ativos reais tenham sido usados como moedas. A distinção pode parecer preciosismo, mas é importante. Mesmo durante os sistemas de moedas metálicas, a moeda é e sempre foi uma dívida soberana, enquanto o metal precioso é e sempre foi um ativo real. Foi o compromisso de garantir a conversibilidade do ouro em moeda estatal pelas autoridades emissoras que deu ao ouro a sua liquidez praticamente perfeita. Além disso, a possibilidade de a autoridade emissora não ser capaz de evitar a apreciação do ouro caso esgotasse suas reservas deu ao metal um retorno de arbitragem esperado positivo, o que tornou o ouro sempre mais atraente que cada moeda estatal enquanto fosse vigente o padrão monetário metálico, mesmo em condições de incerteza elevada. No entanto, qualquer mercadoria que tivesse sido a primeira escolhida como meio de impressão da moeda estatal presumivelmente poderia ter se tornado uma reserva de valor internacional. Por exemplo, caso as primeiras moedas soberanas tivessem sido impressas em esterco bovino prensado, é provável que hoje os conteúdos de certos cofres fossem bem diferentes.

---

<sup>29</sup> Na verdade, sob os padrões monetários metálicos que existiram ao longo da história apenas o emissor da moeda hegemônica garantia o preço do ouro, enquanto os demais emissores de moedas estatais buscavam preservar a taxa de câmbio entre as suas moedas e a moeda hegemônica.

## 4. CONCEPÇÕES DE MOEDA E PADRÕES DE DESENVOLVIMENTO

A julgar pelas consequências sobre o seu desenvolvimento econômico, ter descoberto fartas minas de ouro durante o período em que uma Inglaterra em pleno processo de modernização produtiva estava realizando a transição de um padrão monetário libra-prata para o padrão monetário libra-ouro foi uma verdadeira maldição para a economia brasileira. Naturalmente, a descoberta deve ter sido encarada como uma benção à época. Mas os anos durante os quais as minas brasileiras estavam produzindo ouro em quantidades exorbitantes foram anos de absoluta estagnação do desenvolvimento das capacidades produtivas no Brasil (e também em Portugal). Por um lado, a vultosa rentabilidade da atividade de extração mineral justificava o direcionamento de muitas das capacidades produtivas no País para aquela atividade. Por outro, a enorme receita em libras inglesas da exportação do ouro permitiu que as elites brasileiras e portuguesas consumissem as já superiores manufaturas inglesas. Quando finalmente se esgotaram as reservas de ouro brasileiras, Brasil e Portugal viram-se sem qualquer resquício de um setor manufatureiro desenvolvido e completamente dependentes das manufaturas inglesas, o que fez com que buscassem desesperadamente outras formas de obter créditos em libras. A dependência econômica continuaria a restringir o desenvolvimento de Brasil e Portugal desde então.

Não foi a primeira nem última vez que a economia brasileira foi vítima da sua generosa dotação natural de riquezas materiais. Antes do ouro, o açúcar havia sido a mercadoria cuja exportabilidade havia impedido que as manufaturas brasileiras se desenvolvessem. Depois do ouro, o café cumpriu o mesmo papel. E mesmo hoje a economia brasileira ainda sofre para que o sucesso de seu setor primário exportador não mantenha retraído o desenvolvimento da sua indústria.

Economistas latino-americanos ligados à CEPAL, sob a liderança de Raul Prebisch, identificaram corretamente, na dinâmica desigual do comércio internacional, a raiz do problema do subdesenvolvimento dos países latino-americanos. Como argumentou Oswald Sunkel,

Enquanto a estrutura de uma tal economia permite obter bens manufaturados no estrangeiro a preços relativamente convenientes, financiados com os recursos obtidos do setor básico de exportação, que oferece vantagem comparativa importante, o desenvolvimento local não ultrapassa dimensões e perspectivas mínimas. O fato de um país especializar-se na exportação de um determinado produto indica que ele alcançou boa capacidade de competição e produtividade nesse setor; isto faz com que pareça conveniente obter os bens de consumo manufaturados destinados a satisfazer a demanda dos grupos sociais de altas rendas. Dessa maneira, os países exportadores de matérias-primas puderam obter seus bens manufaturados, de consumo e de capital de economias relativamente eficientes na produção deles, adquirindo-os com o poder de compra criado em seus próprios setores produtivos de maior eficiência: isto deu lugar a uma política de tipo livre-cambista, graças à qual o sistema de intercâmbio internacional funcionou livremente, mas que colocou toda a atividade manufatureira, na realidade, em competição com o nível de produtividade do setor especializado de exportação. É óbvio que, nessas condições, salvo em circunstâncias especiais, a indústria local não podia desenvolver-se. (SUNKEL, 1980:26)

A solução óbvia para que fosse superada essa estrutura de subdesenvolvimento dependente seria a promoção de um processo de substituição de importações (PREBISCH, 1949). No entanto,



o sucesso de um projeto de substituição de importações exigiria a superação completa da lógica monetária vigente. Como vimos acima, sob um sistema monetário metálico há um estímulo irresistível para que países dotados de reservas naturais de metais preciosos direcionem as suas capacidades produtivas para a extração destes metais. Mas este é apenas o caso extremo, onde o próprio ouro é a mercadoria a ser produzida e exportada, que ilustra como a estruturação de sistemas produtivos tende a ser condicionada a resultados monetários que não necessariamente promovem o desenvolvimento econômico da cada país.

De maneira bem resumida, o subdesenvolvimento dependente de países como o Brasil pode ser explicado como sendo resultado da escolha inevitável de seus capitalistas de direcionarem os seus investimentos produtivos para o desenvolvimento de atividades (normalmente no setor primário) capazes de gerar mais facilmente fluxos da moeda estrangeira hegemônica, cuja conversibilidade em ouro era inquestionável. Ao mesmo tempo, esta escolha produtiva exigiu que a moeda estrangeira obtida através da exportação fosse utilizada para obter as manufaturas e bens industrializados que não estavam sendo produzidos domesticamente. A tendência à deterioração dos termos de troca fez com que, cada vez mais, os países primário-exportadores fossem obrigados a buscar créditos na moeda internacional hegemônica para sustentar o seu padrão de consumo dependente de bens industrializados e para complementar sua carência de bens de capital, o que apenas fazia com que ficassem ainda mais dependentes da moeda estrangeira hegemônica.

Mesmo com o fim do padrão-ouro-dólar estabelecido em Bretton Woods, países em desenvolvimento continuaram condicionando o funcionamento de suas economias a resultados financeiros na moeda hegemônica. O crescimento espetacular da China nos últimos vinte anos, por exemplo, deu-se condicionado à geração de *superávits* comerciais em dólar. Para isso, praticou-se uma política de: (1) estímulo à produção de mercadorias facilmente vendíveis em dólar (bens de consumo de massa); (2) depressão dos salários reais de modo a impedir que a população competisse com os estrangeiros pelo consumo dos bens exportáveis; (3) e acúmulo deliberado de ativos em dólar.

Obviamente, sem que a China tivesse ativamente buscado acumular dólares, o ajuste cambial inevitável teria feito desaparecer o resultado comercial favorável. Afinal, cabe sempre ao país superavitário aceitar ou não ofertar a sua moeda para complementar o saldo negativo na conta corrente do país deficitário (através do acúmulo de ativos denominados na moeda do país deficitário, do investimento externo direto, da compra de títulos públicos ou privados daquele país, ou através da oferta à população ou ao governo do país deficitário de empréstimos denominados na moeda do país superavitário). No caso chinês o ativo americano acumulado foi a própria moeda americana (depois convertida em títulos do Tesouro americano, mais rentáveis e perfeitamente seguros)<sup>30</sup>.

Com base no que foi apresentado até aqui sobre a natureza da moeda e sobre a capacidade (e necessidade) de um Estado soberano de financiar os seus gastos através da emissão monetária, a pergunta óbvia sobre a estratégia de crescimento chinês é: por que o Estado chinês optou por estimular o desenvolvimento das suas indústrias através da busca de *superávits* comerciais em

---

<sup>30</sup> Mesmo que o banco central da China não tivesse complementado diretamente a oferta de renmimbis de modo a sustentar o déficit comercial americano, a simples assimetria de usos de cada moeda teria garantido a manutenção do desequilíbrio comercial. Afinal, cada renmimbi recebido pelos americanos era utilizado para comprar produtos chineses, mas nem todo dólar recebido pelos chineses era usado para comprar produtos americanos.

dólar ao invés de simplesmente utilizar para isto a sua capacidade soberana de emitir a moeda nacional e realizar pagamentos nela denominados? Afinal, se a possibilidade do acúmulo de um bem de luxo como o ouro nos pareceu uma condição arbitrária para o desenvolvimento do sistema industrial inglês, o que dizer do acúmulo de exigências puramente nominais contra o Fed americano? Do ponto de vista material, as exportações líquidas chinesas representam o envio de mercadorias consumíveis aos EUA, resultado dos esforços de seus trabalhadores e do uso de suas matérias primas escassas, em troca de um registro de crédito emissível através de alguns poucos toques de um teclado. Não teria sido possível desenvolver a indústria doméstica através da injeção líquida de riqueza financeira advinda de *déficits* públicos financiados pela emissão da própria moeda nacional?

A resposta é “não”. O projeto de desenvolvimento da China capitalista esbarrava na sua pobreza de recursos naturais. A transição de uma economia fundamentalmente agrária para uma economia com padrão de consumo comparável ao das potências econômicas ocidentais exigiria a aquisição de recursos produtivos disponíveis apenas em outros países. Embora a moeda estatal chinesa fosse, como toda moeda estatal, plenamente aceita domesticamente, ela não era aceita como meio de pagamentos fora do território chinês. Assim, a necessidade de adquirir recursos produtivos inexistentes domesticamente (como reservas minerais, petróleo e gás, terras férteis e tecnologias), necessários para a industrialização chinesa, justificou a obtenção da moeda internacionalmente hegemônica.

A avaliação das especificidades do projeto de desenvolvimento chinês torna ainda mais questionável o fato de também o Brasil, riquíssimo em recursos produtivos, ter condicionado o seu desenvolvimento recente a resultados comerciais favoráveis. Ao Brasil, muito mais do que à China, estão disponíveis várias oportunidades de desenvolvimento econômico pelo fato de a moeda nacional ser uma dívida do próprio Estado.

## 5. MOEDA CARTAL E A TEORIA DAS FINANÇAS FUNCIONAIS

O fato de cada moeda nacional (e também cada moeda supranacional como o Euro) ser uma dívida pública tem consequências importantes para a gestão macroeconômica de um país. Como buscamos argumentar, a visão convencional sobre a natureza da moeda acaba fazendo com que governos soberanos ajam desnecessariamente como se enfrentassem as mesmas restrições financeiras que os usuários da moeda (famílias, empresas e bancos de investimento<sup>31</sup>). Enquanto usuários da moeda têm as suas capacidades de realizar pagamentos limitadas pelo tamanho e composição dos seus ativos, o emissor da moeda pode simplesmente realizar seus

---

<sup>31</sup> A situação de bancos comerciais é peculiar em economias capitalistas. Bancos comerciais emitem dívidas que são usadas como meios de pagamentos entre os usuários de moeda, mas que são conversíveis na moeda estatal. No entanto, na maioria das economias modernas as autoridades monetárias protegem os sistemas bancários de suas economias nacionais oferecendo instrumentos para que os bancos comerciais sejam sempre capazes de realizar a conversão na moeda estatal dos depósitos por eles emitidos. Ou seja, há normalmente um compromisso por parte das autoridades monetárias de impedir que varie o preço da moeda bancária em termos da moeda-de-conta, parecido com o compromisso de impedir que o preço do ouro caísse durante as épocas do padrão-ouro. Assim, a capacidade dos bancos comerciais de emitir moeda bancária não é restrita pelas suas dotações de créditos contra a autoridade monetária, mas pelo valor dos seus patrimônios líquidos. Isto é, bancos comerciais buscam o aumento de seus patrimônios líquidos e, portanto, devem estar preocupados com a qualidade dos ativos incorporados às suas carteiras. Apenas a autoridade monetária pode dar-se ao luxo de não avaliar a qualidade dos seus ativos, uma vez que em última instância representam sempre obrigações exigíveis na própria dívida da autoridade monetária.

pagamentos emitindo itens do seu passivo. Embora compromissos de converter a moeda nacional em ativos do emissor (metais preciosos ou moedas estrangeiras, por exemplo) limitem a capacidade do emissor de emitir a moeda nacional e de realizar pagamentos, tais compromissos são escolhas, na maioria das vezes desnecessárias, dos próprios governos soberanos. De qualquer forma, desde o fim do sistema de Bretton Woods, cada vez mais países têm evitado assumir compromissos de conversibilidade das suas moedas em moedas estrangeiras ou em metais preciosos.

Em finanças públicas o mito da moeda-mercadoria fundamentou a doutrina da responsabilidade fiscal, de acordo com a qual governos soberanos devem evitar sempre que as suas dívidas cresçam. Afinal, sendo a moeda um ativo real escasso, ou estando o seu valor lastreado por ativos reais, deixaria de haver diferenças operacionais relevantes entre o emissor da moeda e os demais usuários da mesma. Ambos teriam que receber ou produzir um ativo valioso antes de realizar pagamentos, uma vez que o acúmulo de metais preciosos seria uma pré-condição para a emissão da moeda pela autoridade monetária. No entanto, ao reconhecermos que o valor da moeda (e mesmo o valor dos metais preciosos) é derivado do poder soberano do Estado de definir a moeda-de-conta da economia em termos da qual as transações econômicas devem ser definidas, de definir que ativos podem ser usados para extinguir obrigações definidas em termos da moeda-de-conta, e de tributar, percebemos que não há restrição operacional sobre a capacidade da autoridade monetária de emitir e tornar aceita nacionalmente a sua moeda.

A refutação do mito da moeda-mercadoria fundamenta, portanto, uma visão diametralmente antagônica à doutrina da responsabilidade fiscal. A primeira conclusão lógica, a partir do entendimento de que a moeda é uma dívida estatal, é o reconhecimento da inevitabilidade da dívida pública em uma economia monetária. Afinal, na mais simples das hipóteses é necessário que a autoridade emissora esteja endividada para os portadores da moeda nacional para que haja na economia a moeda utilizada em cada transação econômica. Infelizmente, a separação entre as autoridades monetária e fiscal soberanas e a existência de instituições financeiras privadas torna mais difícil de compreender este fato simples: economias monetárias não têm como existir sem que haja alguma dívida do Estado para com os usuários da moeda estatal. Em economias monetárias modernas como a brasileira, a dívida pública será acumulada principalmente pelas instituições financeiras (que acumulam reservas bancárias e títulos de dívidas da autoridade fiscal), enquanto a riqueza dos demais participantes da economia acaba sendo composta na forma de dívidas bancárias conversíveis na moeda estatal. Desta forma, combater cegamente a dívida do Estado pode significar inviabilizar o funcionamento dos nossos sistemas monetários.

A segunda conclusão lógica é o reconhecimento da possibilidade e da necessidade de o Estado regular o seu resultado fiscal de modo a compensar as flutuações no gasto não-governamental e evitar assim que as variações no gasto agregado produzam desemprego ou inflação de demanda. Sendo a moeda sempre uma dívida, é inevitável que, na ausência de intervenções governamentais reguladoras, a moeda em circulação se torne cada vez mais escassa em situações de escassez monetária e cada vez mais abundante quando o seu volume for excessivo. Em outras palavras, em situações de recessão e desemprego a baixa rentabilidade dos ativos reais torna cada vez menos atraente investir e emprestar, o que faz com que cada vez menos dinheiro esteja em circulação. Por outro lado, nas situações de demanda excessiva, quando o perigo é a inflação de demanda e a formação de bolhas especulativas, a alta rentabilidade dos ativos reais e a sua apreciação estimulam o investimento e os empréstimos bancários, fazendo com que cada vez mais moeda entre em circulação na economia real. A dinâmica explosiva de sistemas monetários, em

que a moeda é também uma dívida bancária, torna necessária a presença estabilizadora de um Estado monetariamente soberano na economia.

O modelo de gestão macroeconômica estabilizadora por um governo soberano emissor da moeda nacional foi chamado de finanças funcionais por Abba Lerner (1943). A proposta de Lerner tinha como fundamento a teoria cartalista da moeda de Knapp que identificava a moeda como uma criação do Estado. De acordo com a proposta de Lerner, embora fossem desnecessários como fontes de financiamento do governo, os impostos seriam fundamentais para o bom funcionamento da economia, uma vez que a ameaça de punição reservada aos não-pagadores de impostos faria com que a população demandasse e aceitasse moeda estatal, enquanto outros demandariam a moeda para obter coisas úteis de quem estivesse endividado para com o governo.

Para o Estado emissor da moeda da economia, seria absolutamente desnecessário prestar atenção aos resíduos contábeis formados pelas suas decisões de políticas econômicas. Segundo Lerner, o mérito de cada intervenção econômica deveria ser avaliado exclusivamente em função do seu impacto sobre a economia. Por exemplo, numa situação de recessão, o governo poderia intervir diretamente através da política fiscal ou indiretamente através da política monetária na economia para estimular o gasto agregado, fosse qual fosse o impacto de tal intervenção sobre o tamanho da dívida estatal. Da mesma forma, o Estado poderia reduzir a renda disponível da economia ou tornar menos atraentes os investimentos em ativos reais e mais custoso o consumo autônomo caso houvesse risco de inflação de demanda.

Assim como os impostos, também a venda de títulos públicos é desnecessária como fonte de financiamento de um Estado monetariamente soberano. Sua função é de permitir que o governo altere rapidamente a composição dos ativos financeiros componentes da riqueza do setor privado e os seus preços relativos. Normalmente cabe à autoridade fiscal emitir o ativo que serve como alternativa rentável mais segura à moeda estatal. Embora este fato possa confundir as pessoas sobre a função da emissão de títulos de dívida pública, na prática títulos públicos devem ser entendidos como substitutos rentáveis e menos líquidos da moeda estatal — o equivalente ao que a caderneta de poupança é para o depósito à vista, aos olhos do cliente de um banco comercial. Inclusive, é geralmente a autoridade monetária quem garante a estabilidade dos juros sobre ao menos um dos títulos emitidos pela autoridade fiscal, comprando/vendendo títulos aos participantes do mercado secundário de modo a eliminar excessos/escassezes desses títulos que pressionem para baixo/cima os seus preços.

A possibilidade de administrar perfeitamente ao menos uma taxa de juros na economia permite ao governo definir a remuneração mínima exigida por quem oferece a moeda estatal perfeitamente líquida em troca de ativos de menor liquidez. O juro administrado pelo governo passa a ser o juro básico da economia<sup>32</sup>. Ao estabilizar ao menos os juros da dívida de curto prazo emitida pela autoridade fiscal, o governo estabiliza também os valores relativos de ativos com diferentes maturidades, o que reduz o custo de liquidez do investimento em ativos reais e, portanto, fortalece a economia.

---

<sup>32</sup> No Brasil, por exemplo, o juro administrado pelo Banco Central é o juro sobre as dívidas públicas de mais curto prazo (a taxa Selic), que é também o juro cobrado por instituições financeiras quando emprestam reservas bancárias umas para as outras. No Brasil, quando uma instituição financeira toma emprestadas de um dia para o outro as reservas de outra instituição, ela oferece o rendimento *overnight* de um título público oferecido como garantia. No dia seguinte, a instituição devedora recompra o título público por um preço marginalmente maior, sendo a diferença entre os dois preços o retorno *overnight* do próprio título.

Embora simples, a proposta das finanças funcionais representa uma revolucionária quebra de paradigma, pois deixa claro que não é necessário que governos condicionem as suas políticas econômicas a quaisquer resultados orçamentários do governo. Na saúde e em qualquer outra área, um governo que adotasse a gestão orçamentária funcional poderia perseguir quaisquer resultados que julgasse materialmente benéficos para a sociedade, até o limite em que os recursos produtivos da economia tivessem sido esgotados e a verdadeira inflação de demanda se tornasse uma ameaça. Em face da enorme abundância de recursos produtivos no Brasil e da possibilidade de se estabelecer parcerias estratégicas com outros países (no Mercosul e nos BRICS), o modelo de gestão econômica funcional proposto aqui muito provavelmente permitiria que o Brasil experimentasse um segundo milagre econômico ainda mais impressionante que o primeiro (entre 1964 e 1980), já que desta vez seria um milagre inclusivo das classes menos favorecidas ao invés de concentrador de renda e compatível com os princípios modernos de sustentabilidade ambiental.

Governos centrais poderiam financiar a realização de quaisquer projetos sem se preocupar com os seus potenciais geradores de receitas para o governo, uma vez que seria desnecessário que o governo federal buscasse formas de financiar os seus gastos. Seria finalmente exposta a fraude de que a estabilidade de economias capitalistas depende da manutenção da confiança de empresários na responsabilidade fiscal dos governos nacionais. Ou seja, governos soberanos não precisariam mais temer a mudança de humor dos mercados financeiros e ceder às suas chantagens, uma vez que qualquer queda do investimento privado poderia ser perfeitamente compensada por um aumento no gasto público. A doutrina da responsabilidade fiscal seria substituída pela doutrina de responsabilidade econômica, onde os limites ao uso da política fiscal deixariam de ser arbitrariamente definidos em termos de resultados contábeis residuais, sem consequência direta para o funcionamento da economia e passariam a ser definidos exclusivamente em termos dos seus impactos sobre a economia real.

Em seu clássico sobre “Os aspectos políticos do pleno emprego” de 1943, Michael Kalecki deu como encerrado o debate teórico sobre a possibilidade de governos soberanos administrarem otimamente suas economias através de intervenções fiscais contra-cíclicas. Para ele, todas as objeções técnicas contra o uso da capacidade do governo de financiar seus próprios gastos para eliminar o desemprego haviam sido mais do que satisfatoriamente rejeitadas. O medo de que o governo não seja capaz de financiar os seus gastos deficitários por insuficiência de recursos financeiros não faz sentido em uma economia monetária moderna em que a moeda é uma dívida do próprio Estado. O receio de que o gasto deficitário do governo seja mais inflacionário que outros gastos não é justificado, uma vez que o aumento na demanda efetiva provocado pelo gasto deficitário não tem por que ser mais inflacionário que o aumento na demanda resultante de um aumento de igual magnitude no gasto privado.

Desde Kalecki, as objeções à proposta funcional e a defesa da responsabilidade fiscal foram requeitadas, mas continuaram deixando de fazer sentido. A tese monetarista de que o incremento de estoques monetários é a causa da inflação de demanda não faz sentido numa economia que não tende automaticamente ao pleno emprego (ou ao desemprego natural). Ademais, sabe-se hoje que a relação causal entre os estoques monetários e a demanda agregada e, portanto, entre estoques monetários e o nível de preços de uma economia é o oposto do que propõem os quantitativistas modernos da moeda. Finalmente, a reação do Fed americano à crise de 2008 ofereceu evidência empírica irrefutável de que a hipótese monetarista sobre a relação mecânica entre estoques monetários e a demanda agregada não se sustenta. Como demonstrou



Felkerson (2011) o resgate do Fed em operações não-convencionais às instituições financeiras desde 2008 somou 29 trilhões de dólares. De acordo com a visão monetarista, tal injeção massiva de base monetária no sistema bancário deveria ter ocasionado um aumento também monumental no estoque de moeda e conseqüentemente sobre a demanda agregada, transformando a economia norte-americana numa nova República de Weimar. No entanto, toda esta injeção de moeda estatal no sistema financeiro teve efeito negligenciável sobre os preços domésticos, uma vez que a sua circulação ficou limitada aos mercados de ativos financeiros (inclusive o de moedas estrangeiras).

Outro argumento articulado recentemente em defesa do controle das dívidas públicas sustenta que economias em que a relação entre a dívida pública e o PIB seja superior a 90% tornam-se economias estagnadas, fato que teria sido comprovado empiricamente. Hoje se sabe que o resultado empírico do influente artigo de Reinhart e Rogoff (2010) foi fruto de um erro grosseiro de codificação exposto por Herndon, Ash e Polin (2013). Na verdade, não há relação significativa entre o valor da relação entre a dívida pública e o PIB e a taxa de crescimento do PIB da economia.

No entanto, não podemos ignorar a força dos mitos econômicos vigentes. Caso decidamos realmente enfrentar a doutrina da responsabilidade fiscal é preciso compreender a quem serve limitar a capacidade estabilizadora dos Estados monetariamente soberanos. Na próxima seção avaliaremos de forma crítica o modelo de gestão macroeconômica adotado pelo governo brasileiro. É preciso reconhecer que na atual conjuntura dificilmente um governo brasileiro poderia abandonar completamente o tripé macroeconômico sem sofrer duras conseqüências. Muito do comportamento de importantes variáveis econômicas é determinado pelas expectativas dos agentes econômicos. E muitas dessas expectativas são moldadas por poderosos grupos fortemente interessados em impedir que os governos tenham liberdade plena para administrar otimamente as economias de seus países. Portanto, a proposta funcional para o Brasil apresentada abaixo funcionaria apenas se o apego cego à responsabilidade fiscal e o medo de dívidas públicas já tivessem sido abandonados pela população. Na ausência desta reformatação da opinião geral, é provável que a adoção do programa abaixo fosse destrutivamente desestabilizadora.

## 6. OS LIMITES DO TRIPÉ MACROECONÔMICO

Até 1994 a hiperinflação era o principal entrave ao desenvolvimento econômico brasileiro. É menos importante entender o choque (ou choques) inflacionário que deu início à sequência de reajustes de preços compensatórios responsável pela inflação inercial, e eventualmente a aceleração do ritmo inflacionário até a hiperinflação, e mais importante entender a dinâmica inercial e hiperinflacionária. Qualquer choque inflacionário grande o suficiente é capaz de detonar uma sequência inercial de reajustes defensivos. Mas, embora sejam a causa original do processo inflacionário, tais choques inflacionários não são responsáveis pela persistência da inflação<sup>33</sup>. Por exemplo, é perfeitamente possível que um choque de demanda muito elevado (por exemplo, um aumento significativo e mal planejado nos gastos públicos) produza um reajuste pontual nos preços. A razão para a elevação dos preços vem do desequilíbrio entre o produto real a preços correntes (a oferta agregada) e o valor da demanda agregada. Na ausência de um ajuste real

<sup>33</sup> A distinção que fazemos aqui de reajuste pontual e processo inercial é fortemente relacionada à distinção sugerida por Bresser-Pereira entre efeito acelerador e efeito mantenedor (por exemplo, em Bresser-Pereira e Nakano, 1983).

ao aumento da demanda, aumentam os preços. O mesmo ocorre se o produto real é reduzido diante de uma demanda agregada estável (o que identificaríamos como um choque de oferta), ou quando o preço em moeda nacional da moeda estrangeira se eleva (um choque cambial)<sup>34</sup>. Em todas estas situações, esperaríamos apenas um reajuste pontual dos preços domésticos, depois do qual o nível de preços retornaria à estabilidade.

O que transforma o reajuste pontual que resulta do choque inflacionário em inflação inercial é a prática da correção monetária num contexto de efeitos assimétricos do reajuste dos preços sobre as rendas de diferentes grupos da economia, e de bancos que têm a sua demanda por reservas sempre satisfeita pela autoridade monetária. Percebamos que o choque inflacionário poderia não produzir, necessariamente, perdas de poder de compra aos atores da economia, uma vez que preços maiores significam, por identidade contábil, rendas maiores. Mas isso exigiria que cada renda fosse instantânea e exatamente corrigida pelo mesmo fator de aumento dos preços. É mais realista imaginar que a inflação imponha inicialmente perdas de poder de compra aos trabalhadores, que recebem as suas rendas discretamente ao fim de cada período trabalhado, mais do que aos capitalistas, que recebem suas receitas continuamente. Embora pequenas perdas no poder de compra dos trabalhadores possam ser toleradas pelos mesmos, quanto maior o choque inflacionário, maior será a tendência de que os trabalhadores exijam a reposição completa de seus poderes de compra. Em mercados menos que perfeitamente competitivos, a tendência é que os capitalistas repassem sempre aos preços o reajuste salarial de modo a não reduzir as suas taxas de lucro, o que produziria novas perdas aos trabalhadores e novos reajustes.

Entretanto, para que essa dinâmica de inércia inflacionária seja sustentada é necessário que os bancos estejam sempre dispostos e sejam capazes de oferecer mais empréstimos quando estes forem solicitados pelos empresários, pressionados por custos crescentes. Enquanto os preços das mercadorias vendidas pelos empresários também estiverem subindo, não haverá razão para os bancos lhes negarem crédito, exceto pela elevação do custo de emissão de depósitos à vista, decorrente de uma elevação no custo de obtenção de reservas. No Brasil, durante os anos de hiperinflação, a acomodação da demanda crescente por reservas pelos bancos se deu através da correção monetária das próprias reservas bancárias generosamente remuneradas pelo próprio governo<sup>35</sup>.

Nessa situação, os preços correntes passam a ser naturalmente, e sem qualquer resistência, corrigidos pela inflação do período anterior. Isto faz com que a inflação produzida por um choque inflacionário persista na economia mesmo depois de as causas do choque inflacionário terem desaparecido. Por sua vez, qualquer novo choque inflacionário aumenta a taxa de infla-

<sup>34</sup> É importante considerar os choques cambiais como um caso à parte, pois a dinâmica dos choques cambiais é bastante especial. A moeda estrangeira se aprecia quando a demanda por ela (oferta da moeda nacional no mercado de divisas) se eleva ou quando a oferta dela (demanda pela moeda nacional no mercado de divisas) se contrai. No entanto, o efeito do aumento do preço da moeda estrangeira sobre os preços domésticos pode ser maior ou menor dependendo de diversos fatores. No Brasil, a presença de empresas estrangeiras com compromissos financeiros em dólar, a exigência de preços administrados corrigidos pelo dólar e a forte penetração das importações fazem com que o impacto de aumentos do dólar sobre os preços domésticos seja bastante significativo.

<sup>35</sup> Assim, e diferentemente do que os economistas convencionalmente defendem, políticas de juros altos pagos sobre dívidas públicas podem ter efeito inflacionário, pois repõem automaticamente as reservas dos bancos em um ambiente de empréstimos crescentes. Além disso, a existência de contas remuneradas pela correção monetária elimina qualquer efeito estimulador do investimento advindo da expectativa de apreciação de estoques reais acima do retorno gerado por ativos financeiros de liquidez superior. Em ambientes de hiperinflação e instabilidade, a corrida pela liquidez, que em ambientes sem inflação se expressaria na demanda especulativa por moeda, passa a ser expressa como a demanda especulativa por contas remuneradas pela inflação. Não é difícil explicar a partir daí o fenômeno da estagflação.

ção. Além disso, à medida que a taxa de inflação se eleva a níveis muito altos, os atores se tornam crescentemente preocupados em não subestimá-la, sob pena de sofrer perdas significativas de seus poderes de compra. Desta forma, há uma tendência cada vez mais forte de os agentes onerarem os seus preços, alimentando ainda mais o processo inflacionário<sup>36</sup>.

Como política de desindexação da economia, o Plano Real de 1994 foi fantasticamente bem sucedido<sup>37</sup>. No entanto, a política de desenvolvimento econômico que veio na sequência da reforma monetária que derrotou a hiperinflação brasileira mostrou-se incrivelmente ineficaz. Durante os dois primeiros anos que seguiram a criação do real, a economia teve desempenho positivo (com crescimento do PIB de 5,9% em 1994 e 4,2% em 1995<sup>38</sup>). Além do efeito cruel de deprimir mais fortemente o poder de compra dos mais pobres, incapazes de aproveitar as oportunidades financeiras que protegiam (e até mesmo expandiam) o poder de compra dos mais ricos, a hiperinflação tinha um forte efeito depressivo sobre o investimento produtivo gerador de empregos e renda real. O problema é que não somente os preços aumentavam a taxas exorbitantes, mas as próprias taxas de incremento eram imprevisivelmente voláteis. Este ambiente de volatilidade tornava menos atraentes os investimentos em produção, que exigem a aquisição de ativos pouco líquidos e de longa maturidade, e mais atraentes os investimentos em ativos financeiros líquidos, como contas bancárias remuneradas acima da inflação. Além desta redução no custo de liquidez, certo otimismo “animal” diante da sonhada vitória sobre a hiperinflação pode ter dado algum estímulo ao investimento doméstico (que chegou a 18,3% do PIB em 1995<sup>39</sup>).

No entanto, já em 1996 a economia brasileira começou a dar sinais de que somente a confiança dos empresários na preservação da estabilidade dos preços não poderia sustentar uma expansão econômica saudável. A manutenção do real sobrevalorizado frente ao dólar americano, se por um lado era necessária para preservar a estabilidade dos preços, por outro reduzia cada vez mais a competitividade dos produtos domésticos, o que tendia a produzir a deterioração dos resultados comerciais do País, especialmente num ambiente de rendas crescentes e recente abertura da economia. De fato, o saldo da balança comercial do país caiu de 19,5 bilhões de dólares em 1994 para -3,5 bilhões em 1995, -5,6 bilhões em 1996, e -6,8 bilhões em 1997<sup>40</sup>. Como vimos anteriormente, a piora do saldo em conta corrente de um país reduz a massa de lucros da economia, o que por sua vez tende a deprimir ainda mais o investimento doméstico.

Como a URV era apenas um índice de preços, a sua paridade com o dólar não exigia qualquer esforço por parte das autoridades econômicas brasileiras. Já a manutenção do câmbio sobrevalorizado exigia que o consequente *déficit* comercial fosse financiado por uma crescente oferta de dólares em busca de ativos brasileiros. Até 1997 o ambiente externo era de otimismo e abundância de liquidez em dólar, o que permitiu que o *déficit* em conta corrente brasileiro fosse financiado sem que os juros básicos praticados no Brasil precisassem ser muito elevados. No entanto, em 1997 a crise financeira da Ásia e em 1998 a crise russa fizeram com que os investidores internacionais, que antes estavam tão dispostos a investir em mercados emergentes, agora levassem os seus dólares para longe de mercados emergentes como o Brasil.

<sup>36</sup> FRENKEL, Roberto. (1979) Decisiones de Precio en Alta Inflacion. Estudios CEDES.

<sup>37</sup> Como a literatura sobre o Plano Real é vasta e bem conhecida, não discutiremos o plano aqui, mas assumiremos que o leitor está familiarizado com os seus detalhes.

<sup>38</sup> Fonte IBGE.

<sup>39</sup> Fonte IBGE.

<sup>40</sup> Fonte BCB.



Diante da reversão do cenário financeiro internacional, a manutenção da âncora cambial tornou-se muito mais difícil. Embora uma política de desvalorização cambial gradual e controlada fosse mais adequada para uma economia recém-saída da espiral hiperinflacionária, dada a importância de serem evitados choques cambiais muito violentos capazes de trazer de volta a inflação inercial, o governo brasileiro insistiu<sup>41</sup> na manutenção de um câmbio insustentavelmente sobrevalorizado até 1999. Para isso, o Banco Central brasileiro foi obrigado a elevar os juros básicos (que chegaram a espetaculares 45,67% ao ano em outubro de 1997<sup>42</sup>) para atrair capitais internacionais. Mesmo com juros tão elevados, a entrada de capital estrangeiro não foi suficiente para que a estabilidade cambial fosse mantida e o Banco Central foi obrigado a vender cada vez mais dólares, reduzindo assim as suas já modestas reservas internacionais. A redução progressiva do nível de reservas internacionais alimentou o apetite dos especuladores que enxergavam como cada vez mais próximo o dia de uma maxidesvalorização, o que apenas intensificou o ritmo de saída de capitais e de redução das reservas internacionais. Finalmente em 1999, passada a reeleição presidencial e tendo reduzido muito as suas reservas internacionais, o Banco Central abandonou a âncora cambial e permitiu que o preço do dólar flutuasse<sup>43</sup>, o que resultou num perigosamente violento choque cambial. Antes disso, porém, o governo brasileiro estabeleceu com o Fundo Monetário Internacional (FMI), como contrapartida da abertura de uma linha de crédito contingencial para conter o ataque especulativo ao real, o compromisso de reformar o sistema de gestão macroeconômica brasileiro.

Embora haja um aparente consenso entre os comentaristas econômicos brasileiros de que é do tripé macroeconômico o mérito pelo impressionante desenvolvimento econômico experimentado pelo Brasil a partir de 2002, esta posição não nos parece compatível com uma análise mais cuidadosa. Afinal, o mesmo tripé macroeconômico já estava em vigor entre 1999 e 2003 quando a economia brasileira experimentou uma das piores recessões na sua história. Cabe lembrar que o tripé macroeconômico foi imposto ao Brasil em 1999 por um FMI ainda convencido de que mercados financeiros desregulados seriam inerentemente eficientes e que a postura pouco intervencionista das autoridades fiscais combinada a bancos centrais exclusivamente preocupados com o cumprimento de metas de inflação seriam o caminho do desenvolvimento econômico estável. Esta certeza foi duramente abalada em 2008 quando ficou claro que a dinâmica de mercados financeiros desregulados é inevitavelmente explosiva com consequências absolutamente destrutivas para as economias reais e que a presença contra-cíclica de autoridades fiscais é fundamental para a estabilização macroeconômica.

O modelo do tripé econômico é caracterizado pela adoção de três compromissos centrais enunciados em carta de intenção ao FMI assinada pelo então Ministro da Fazenda, Pedro Malan, e pelo Presidente do Banco Central do Brasil, Gustavo Franco, e datada de 13 de novembro de 1998.

O primeiro compromisso definia o modelo de combate à inflação a ser adotado a partir de então. Não há nada inerentemente errado em uma política anti-inflacionária baseada no estabelecimento de metas de inflação a serem perseguidas pelas autoridades econômicas. A redução

---

<sup>41</sup> Cabe notar que embora a âncora cambial tivesse se tornado insustentável, ela cumpria o importante papel político de manter satisfeitas as pessoas cujos padrões de consumo haviam sido favorecidos pelo real artificialmente sobrevalorizado. Possivelmente, esse apoio foi fundamental para que o então presidente, Fernando Henrique Cardoso, fosse reeleito em 1998.

<sup>42</sup> Fonte BCB.

<sup>43</sup> Naturalmente, o violentíssimo choque cambial de 1999 (o preço do dólar subiu de 1,2 reais no início de janeiro de 1999 e fechou o mês cotado a quase 2 reais) produziu um dos dois grandes choques inflacionários entre 1994 e 2014 (a inflação se elevou de 1,7% ao ano em 1998 para 8,9 % ao ano em 1999). (Fonte BCB)

da incerteza econômica é sempre algo positivo para o desenvolvimento econômico, uma vez que reduz o valor da liquidez e, conseqüentemente, aumenta a atratividade de investimentos de mais longo prazo, inclusive investimentos produtivos. No caso do combate à inflação, como é fundamental influenciar as expectativas sobre a inflação para conter reajustes defensivos dos preços, o anúncio de metas de inflação críveis desempenha um papel importante. Ironicamente, muito do relativo sucesso do regime de metas de inflação vem da deseducação coletiva dos agentes econômicos, uma vez que a própria justificativa teórica para a eficácia das ferramentas de combate à inflação é logicamente questionável.

O regime de metas de inflação proposto na carta de intenções ao FMI e mantido, mesmo depois de o Brasil ter declarado a sua emancipação financeira do FMI em 2005, estabelece a política monetária (mais precisamente a política de definição da taxa básica de juros) como o principal mecanismo de controle da inflação usado pelo governo. Basicamente, o Banco Central brasileiro está comprometido a seguir o modelo proposto por John Taylor (1999) em que a meta de juros básicos a ser perseguida pelo Banco Central é (quase) automaticamente definida por uma regra matemática. Dada a meta de inflação definida pelo Conselho Monetário e uma estimativa de produto potencial, a taxa de juros deve reagir positivamente a um aumento da inflação corrente, bem como a um aumento do produto real.

A justificativa teórica convencional para esta política vem da ideia de que a política monetária seja o instrumento mais adequado para a realização de ajustes finos no ritmo de crescimento da demanda agregada. Basicamente, quando a estabilidade dos preços estivesse sendo ameaçada por um aquecimento excessivo da demanda agregada, o aumento dos juros reduziria o investimento voluntário e o consumo autônomo. Alternativamente, uma economia em recessão poderia ser estimulada pela redução dos juros.

No entanto, uma avaliação mais cuidadosa dos efeitos da política monetária expõe a fragilidade dessa visão convencional. O único preço mecanicamente afetado pela política monetária como praticada hoje pelo Banco Central do Brasil é o preço dos títulos públicos de maturidade reduzida transacionados no mercado Selic. Já o efeito deflacionário sobre os preços de bens e serviços decorrente de uma redução nos preços de dívidas públicas depende de uma série de fatores. Por um lado, a elevação dos juros básicos aumenta o custo de reposição das reservas bancárias para os bancos comerciais, o que tende a elevar os juros cobrados em operações de empréstimos. Embora sob o sistema de reservas fracionárias o aumento neste custo seja apenas uma fração do aumento na taxa básica, bancos em mercados oligopolizados podem repassar integralmente o aumento dos juros interbancários aos juros cobrados dos seus clientes. Além disso, a elevação dos juros dos títulos públicos aumenta o custo de oportunidade do investimento, uma vez que a quantia gasta pode ser aplicada em títulos públicos doravante mais rentáveis. Por outro lado, o pagamento de juros aos portadores da dívida pública eleva a renda disponível da economia, o que tende a aumentar a demanda agregada. Finalmente, o aumento dos juros cobrados pelos bancos eleva o custo financeiro do investimento produtivo, o que tende a elevar os preços. Embora o efeito sobre os preços possa ser positivo ou negativo dependendo da força de cada efeito descrito, a evidência no Brasil é que o efeito de uma elevação dos juros básicos seja mesmo deflacionário, principalmente em razão dos seus efeitos sobre a taxa de câmbio e sobre as expectativas inflacionárias dos agentes.

Já a política de redução dos juros básicos como forma de estimular a demanda agregada tende a ser pouco eficaz. Para começar, uma redução na taxa básica de juros não necessariamente

reduz os juros cobrados pelos bancos que afetam o gasto privado. Em mercados oligopolizados, é provável que a redução do juro básico seja acompanhada apenas de um aumento no *spread*. Além disso, a volatilidade do juro básico, que resulta inevitavelmente da política de metas de inflação via regra de Taylor, eleva o custo de liquidez, principalmente quando os juros já estão reduzidos, pois aumenta bastante o risco de perdas de capital caso os juros sejam elevados no futuro.

O segundo compromisso representou a institucionalização do conservadorismo fiscal abraçado pelo governo brasileiro desde o início do Plano Real, ainda durante o governo de Itamar Franco. Baseados no diagnóstico de que a estabilização dos preços exigiria uma postura mais austera por parte do governo brasileiro em todas as suas esferas, os elaboradores do Plano Real incluíram como parte integral do plano de estabilização um compromisso com a responsabilidade fiscal. Assim, o governo em todas as suas esferas tornaria mais transparente a sua política fiscal (o que é, em princípio, algo positivo) e perseguiria metas contábeis arbitrariamente austeras (o que, no caso de governos centrais soberanos é, não somente desnecessário, mas impeditivo da gestão macroeconômica funcionalmente contra-cíclica). Embora a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) de 2000 tenha tido efeito desejável de disciplinar o gasto de governos estaduais e municipais (usuários da moeda nacional, submetidos, portanto, a limites financeiros sobre os seus gastos), e embora ela possa ser interpretada de maneira funcional, na prática a LRF justificou a imposição de limites fiscais também ao governo federal. Certamente a política fiscal irresponsavelmente frouxa do período hiperinflacionário, em que os próprios gastos públicos eram indexados à inflação vigente, serviu para alimentar o processo inflacionário. Mas a simples existência de *déficits* públicos elevados e o aumento da dívida pública que resulta destes *déficits* não são fatores necessariamente inflacionários, podendo inclusive contribuir para a redução da inflação em alguns casos.

A partir de 1999, o governo brasileiro passou a anunciar metas de *superávits* primários em que o governo se comprometia a controlar gastos e receitas de modo a produzir sempre um resultado fiscal primário positivo. O resultado primário é a diferença entre as receitas do setor público e os gastos, exceto os gastos com juros sobre a dívida pública. Na prática, o *superávit* primário serviria para manter estável a relação entre a dívida pública e o PID da economia. Com o cumprimento dessas metas fiscais, o governo acreditava estar sinalizando aos seus credores o seu empenho em não descumprir suas obrigações financeiras, uma vez que pelo menos parte dos recursos necessários para realizar pagamentos de suas dívidas estariam, supostamente, sendo gerados como o resultado primário positivo. O conseqüente aumento da confiança dos aplicadores em títulos públicos supostamente daria mais espaço para que o governo reduzisse o juro básico, caso houvesse necessidade de estimular a economia.

Novamente, apenas a deseducação econômica dos gestores públicos e dos aplicadores em títulos públicos pode explicar a relação positiva entre *superávits* primários e a confiança dos credores, permitindo que a remuneração dos títulos públicos seja reduzida. Primeiramente, a própria adoção de uma regra de determinação dos juros deveria deixar claro que os juros da dívida pública de curto prazo são administrados pela autoridade monetária, independentemente do tamanho da dívida pública e da demanda privada por títulos públicos. Exceto quando a autoridade monetária se recusa, por qualquer motivo, a absorver títulos públicos em excesso no mercado secundário (como no caso da zona do Euro), um governo soberano não tem por que deixar de cumprir quaisquer das suas obrigações financeiras denominadas na moeda nacional. Ainda que a autoridade fiscal não seja a emissora da dívida pública usada como moeda estatal,

na prática os pagamentos feitos pela autoridade fiscal são sempre realizados sem restrição, quase como se ela fosse a própria emissora da moeda nacional.

Imagine um pagamento de 100 reais pelo Tesouro Nacional brasileiro a alguém. Como demonstrou Felipe Rezende (2007), o pagamento é realizado através da simples transferência de créditos da conta de reservas bancárias do tesouro nacional (seu crédito contra o banco central) para a conta de reservas de um banco comercial, que por sua vez credita o mesmo valor na conta corrente do recipiente do pagamento<sup>44</sup>. Neste caso, ao contrário do que propõe a teoria convencional, o impacto imediato do gasto público seria reduzir o juro básico como consequência da injeção de reservas bancárias<sup>45</sup>. Porque o Banco Central tem o compromisso de atingir a meta de juros definida pela regra de política monetária, ele reage ao gasto deficitário vendendo títulos públicos no mercado secundário. A verdadeira sequência é, então, que o gasto deficitário altera o equilíbrio do mercado interbancário, pois injeta moeda estatal no sistema bancário. Para evitar a variação dos juros administrados, a autoridade monetária vende títulos públicos de modo a trazer o juro para a sua meta<sup>46</sup>.

Assim, para o detentor da dívida do tesouro, não é a realização do *superávit* primário que garante a capacidade de realizar pagamentos pelo Tesouro Nacional, mas o compromisso do Banco Central de manter estável a taxa de juros sobre os títulos do Tesouro. Além disso, o compromisso de cumprir a meta de juros pelo Banco Central garante também que o portador de títulos públicos possa liquidá-los rapidamente e sem perda de capital no mercado secundário<sup>47</sup>.

Paradoxalmente, na ausência da intervenção reguladora pelo Banco Central no mercado de títulos públicos, a realização de *superávits* primários reduz a capacidade de cumprir suas obrigações financeiras pelo Tesouro Nacional. Imaginamos que um tesouro nacional esteja em dificuldades financeiras, como estiveram em 2009 (e ainda estão) os tesouros dos países da zona do Euro, e dependa da realização de poupança pública para realizar o pagamento de seus serviços de dívida. Nestes casos não é possível perseguir resultados primários positivos maiores para garantir o pagamento da dívida em virtude do paradoxo da poupança pública, em que o esforço fiscal do governo contrai a renda corrente e a arrecadação, exigindo um esforço fiscal ainda maior no período seguinte. Assim, na ausência de uma política monetária funcional pelo

---

<sup>44</sup> É importante entender que a operação do banco comercial consiste na aquisição das reservas incorporadas aos seus ativos, acompanhada de um aumento de igual valor no seu passivo na forma do crédito em conta corrente do recipiente do pagamento.

<sup>45</sup> Por outro lado, como o pagamento de impostos drena reservas bancárias do sistema financeiro, o seu efeito seria elevar os juros básicos. Temos, portanto, a situação inversa do que prega a teoria convencional: *déficits* públicos reduzem os juros enquanto *superávits* do governo elevam os juros.

<sup>46</sup> Na verdade, como a conta de reservas do Tesouro Nacional não pode ficar negativa e como o Banco Central do Brasil é proibido por lei de financiar diretamente o Tesouro Nacional (através da compra de títulos públicos no mercado primário), Banco Central e Tesouro costumam coordenar as suas ações de modo a manter acima de um nível considerado minimamente seguro as reservas do Tesouro. Para isso, o Tesouro realiza leilões periódicos de títulos públicos, o que eleva as suas reservas. Caso a oferta de títulos pelo Tesouro pressione o juro básico, o Banco Central enxuga o excesso de títulos no mercado comprando-os enquanto os juros estiverem acima da meta. Embora a operacionalização do gasto deficitário irrestrito pareça esbarrar na impossibilidade de o Banco Central financiar diretamente o *déficit* do Tesouro Nacional, enquanto o Banco Central perseguir uma meta de juro básico será sempre ele o financiador de última instância do Tesouro Nacional, uma vez que acabarão incorporados aos seus ativos os títulos emitidos em excesso pelo Tesouro. A mesma configuração contábil final seria observada caso o Banco Central comprasse títulos públicos diretamente do Tesouro para depois oferecê-los ao setor privado por um preço fixo.

<sup>47</sup> É obviamente absurdo o argumento de que a realização de *superávits* primários pelo governo federal deva aumentar a confiança de credores externos, uma vez que o acúmulo de reais pelo governo brasileiro não tem por que garantir o pagamento de obrigações financeiras denominadas em moedas estrangeiras.



Banco Central Europeu, as chances dos países superendividados de superarem suas crises fiscais dependeriam da improvável inversão das suas balanças comerciais (o que geraria transferências de euros de outros países para exportadores dos países em crise, que poderiam então ser tributados pelo governo) ou de uma impossível retomada do investimento privado num ambiente recessivo (o que permitiria que houvesse transferências de riqueza financeira do setor privado para o governo)<sup>48</sup>.

Finalmente, a terceira perna do tripé se refere ao regime de câmbio flutuante. Sob este regime, a taxa de câmbio deixa de ser uma meta das autoridades econômicas, o que permitiria utilizar os instrumentos de gestão macroeconômica para atingir outros objetivos, o que tende a ser algo positivo. No entanto, sob o tripé macroeconômico a taxa de câmbio assumiu importância central. Já que a necessidade de cumprir metas de *superávits* fiscais reduziu significativamente a capacidade do governo central de fazer uso de intervenções fiscais para estimular a produção doméstica, a economia brasileira passou a depender da demanda externa. Apreciações do real tornam-se, portanto, problemas, pois reduzem a competitividade dos produtos exportáveis brasileiros e aumentam a demanda doméstica por produtos importados. Por outro lado, depreciações violentas do real ameaçam a estabilidade dos preços pelo efeito de *pass-through*. Não é à toa que a política monetária de combate à inflação tem buscado reduzir o preço do dólar, via efeitos positivos sobre a conta de capitais.

Apesar dos limites impostos pelas duas pernas tortas do tripé (metas de inflação através da política monetária convencional e compromissos fiscais arbitrários), a economia brasileira teve um bom desempenho entre 2002 e 2014, mesmo sentindo a partir de 2008 os efeitos mais duros da crise econômica mundial. Enquanto o governo de Fernando Henrique Cardoso abraçou o tripé macroeconômico cegamente a partir de 1999, sem conseguir dar resposta à grave recessão gerada pela resposta do seu próprio governo às dificuldades cambiais iniciadas em 1997, a adoção do mesmo tripé pelos governos de Lula da Silva e depois de Dilma Rousseff foi ousadamente pragmática.

Embora o contexto favorável de demanda internacional aquecida tenha permitido ao Brasil crescer sem que fosse necessário abandonar completamente a sua postura fiscal conservadora, uma série de mudanças estruturais foi promovida pelo novo governo, que fizeram do período 2003 a 2014 um divisor de águas na história econômica do País. Durante este período, a taxa de pobreza que havia chegado a 35,8 % da população em 2003 caiu para 15,9 % da população em 2012<sup>49</sup> principalmente em razão dos compreensivos programas de transferência de renda e da ampliação da cobertura do sistema previdenciário. Estas políticas combinadas ao esforço deliberado para fortalecer o salário mínimo fizeram com que as desigualdades econômicas no Brasil

---

<sup>48</sup> O arranjo monetário disfuncional da zona do Euro é ilustrativo de como a formação de estoques assimétricos pode gerar problemas para a estabilidade macroeconômica e de como a capacidade soberana de emitir a moeda cartal da economia pode ser usada para preservar uma situação macroeconômica desejável. Imaginemos dois países da zona do Euro satisfeitos com as consequências econômicas de fluxos econômicos desiguais. Por exemplo, imaginemos que a Alemanha esteja satisfeita em desenvolver a sua indústria e manter empregada a sua população como resultado de *superávits* comerciais realizados contra a Grécia. Imaginemos ainda que a Grécia esteja satisfeita em consumir a produção alemã, e que o governo grego mantenha a população grega abastecida de euros para manter a sua relação comercial desigual com os alemães. Esta situação não é muito diferente da relação descrita entre Inglaterra e Brasil/Portugal em que o fluxo contínuo de ouro na direção da Inglaterra sustentou o consumo conspicuo das elites luso-brasileiras até o esgotamento das reservas de ouro. A diferença aqui é que, ao invés de levar ao esgotamento de um ativo real, os fluxos comerciais desiguais levam ao acúmulo de dívidas pelo tesouro grego, cuja capacidade de financiamento é limitada pelas regras arbitrárias definidas no Tratado de Maastricht.

<sup>49</sup> IPEA.

caíssem bastante, com coeficiente de Gini sendo reduzido de 0,6 em 1997 para 0,53 em 2012<sup>50</sup>. O consequente surgimento de uma nova classe consumidora deu fôlego adicional ao crescimento econômico do País. O consumo das famílias, que havia despencado em 2003, recuperou-se em 2004 e chegou a 6,9 % do PIB em 2010, embora tenha voltado a cair a partir de 2011. Mais importante, o investimento privado que tinha sido estrangulado durante os anos de juros estratosféricos voltou a crescer, com o financiamento subsidiado ao investimento pelo BNDES mais do que triplicando entre 2006 e 2014. A inflação, que desde a adoção do regime de metas em 1999 até 2003 continuara ameaçando a saúde econômica do Brasil, tendo ficado acima do teto da meta em 2001, 2002 e 2003, parece ter sido razoavelmente domada, tendo sido mantida estável (abaixo do limite superior da meta) desde 2005. Finalmente, o desemprego que havia se mantido bastante elevado durante o período 1997 a 2002 (acima de 12%), caiu drasticamente a partir de 2004, tendo chegado a menos que 5% em 2014.

## 7. FINANÇAS FUNCIONAIS E A SUPERAÇÃO DO TRIPÉ MACROECONÔMICO

Infelizmente, há atualmente um aparente esgotamento do tripé macroeconômico adotado pelo governo brasileiro, mesmo em sua versão pragmaticamente relaxada sob os governos de Lula da Silva e Dilma Rousseff. O cenário internacional favorável que permitiu ao Brasil crescer, alimentado pelo resultado em conta corrente fortemente positivo entre 2003 e 2008, não deve se repetir. A recuperação recente dos países desenvolvidos mais afetados pelas últimas crises financeiras está sustentada em estruturas financeiras tão ou mais frágeis quanto as que colapsaram em 2008 e 2009. Mesmo os países cujos desempenhos econômicos tinham sido pouco afetados pela recessão global graças à forte presença contra-cíclica de seus governos, como a China e Índia, têm flertado perigosamente com o mesmo modelo de desregulação financeira e conservadorismo fiscal responsável pela crise econômica. Assim, o risco de um longo período de estagnação econômica global é grande. Some-se a isto o alarmismo inflacionário alimentado pela mídia anti-governista e a gangorra especulativa em que se transformou o mercado financeiro nacional durante o período pré-eleitoral e temos um cenário extremamente difícil de ser navegado pelas autoridades econômicas brasileiras nos próximos anos.

Para o Brasil, a adoção de um modelo de gestão macroeconômica funcional protegeria a economia doméstica de eventuais choques externos e inauguraria um período de pleno desenvolvimento econômico e social, com estabilidade de preços, até 2034. No entanto, há hoje uma pressão quase irresistível sobre o governo para que seja adotada exatamente a postura inversa. O segundo mandato de Dilma Rousseff será iniciado com o governo já pressionado a redobrar os cuidados com as suas metas fiscais e a remover os estímulos criativos à demanda agregada. A justificativa dos defensores do ajuste fiscal é que a contração recente do investimento doméstico é fruto da falta de confiança dos investidores na responsabilidade fiscal do governo. No entanto, não há incentivo maior ao investimento que a injeção de riqueza líquida pelo governo que adiciona aos lucros dos capitalistas.

O crescimento modesto do investimento privado brasileiro desde 2010 deve-se não à suposta crise de confiança na capacidade do governo federal de manter sob controle a sua dívida, mas à contração dos lucros domésticos ocasionada pela piora do resultado em transações correntes da economia brasileira. O resultado teria sido ainda pior caso o BNDES não tivesse oferecido

<sup>50</sup> IPEA.

crédito subsidiado aos investidores brasileiros. Exceto pela cegueira ideológica dos investidores, um ajuste fiscal num momento de retração econômica deveria reduzir a sua confiança em resultados favoráveis no futuro.

Não podemos em momento algum ignorar o efeito desestabilizador das expectativas dos agentes econômicos, ainda que estas expectativas sejam fundamentadas por mentiras econômicas. Ainda que o descumprimento de metas fiscais “responsáveis” não produza necessariamente inflação de demanda, é possível que produza inflação expectacional. Ainda que não haja motivos para o setor privado duvidar da capacidade de um Estado monetariamente soberano cumprir as suas obrigações financeiras, é possível que agências de *rating* rebaixem a avaliação de risco para investimentos no País por julgarem ruim a sua situação fiscal. Ainda que não haja razão para que os participantes dos mercados financeiros estejam preocupados com o desempenho da economia brasileira sob uma gestão macroeconômica funcional, é possível (e mais do que provável) que o simples anúncio do abandono das metas fiscais convencionais produza uma debandada dos investidores para outros mercados.

Talvez o primeiro passo necessário para que seja implementada no Brasil uma gestão macroeconômica funcional seja realizar uma grande campanha de conscientização sobre os reais efeitos econômicos de *déficits* públicos e do significado econômico da dívida pública. Em 1860 foi realizado em Oxford um célebre debate em que os críticos reacionários da então revolucionária teoria sobre a evolução das espécies formulada por Charles Darwin tiveram a chance de refutá-la lógicamente e empiricamente. A derrota acachapante do Bispo Samuel Wilberforce, defensor da tese criacionista, diante de um brilhante Thomas Huxley serviu para dissolver a resistência do público em geral às ideias de Darwin e para derrubar na biologia o mito da criação. Talvez um debate semelhante amplamente divulgado entre os defensores da doutrina da responsabilidade fiscal e os proponentes das finanças funcionais tivesse um efeito parecido.

De qualquer forma, o exercício proposto no presente artigo é imaginar um Brasil em que não houvesse um apego especial à doutrina da responsabilidade fiscal. Neste contexto, o Brasil poderia adotar o seguinte programa econômico:

## 7.1. POLÍTICA FISCAL

Toda e qualquer preocupação com a situação contábil do governo central seria abandonada. Mecanismos garantidores da transparência das contas públicas seriam mantidos e aperfeiçoados, mas passariam a servir para que a sociedade acompanhasse as escolhas fiscais do seu governo central ao invés de servir como instrumentos cegamente disciplinadores do gasto deficitário. Aliás, a implementação de um sistema fiscal funcional exigiria o aperfeiçoamento e modernização dos mecanismos de controle sobre o gasto público, de modo a evitar abusos e ao mesmo tempo dar mais agilidade e eficiência às realizações do governo central. Em parte a incapacidade do governo brasileiro de intervir funcionalmente na economia é fruto não da imposição de limites fiscais arbitrários sobre o governo central, mas do controle excessivamente burocratizado sobre cada ato do governo.

Na ausência de restrições financeiras ao governo central, a avaliação do mérito de cada decisão de gasto ou cobrança de imposto passaria a ser baseada exclusivamente no seu efeito esperado sobre a economia. Um gasto economicamente benéfico não deixaria de ser realizado por falta de recursos e um gasto perigosamente inflacionário não seria realizado pela disponibi-

lidade de recursos, pois o gasto é sempre financiado pela emissão monetária. Isto permitiria que o governo adotasse políticas eficazes de preservação do pleno emprego e de estabilização macroeconômica.

## 7.2. POLÍTICA DE COMBATE À INFLAÇÃO E POLÍTICA DE GERAÇÃO DE EMPREGO

O compromisso com metas de inflação críveis é benéfico para a economia e seria mantido. No entanto, a política monetária convencional deixaria de ser a única ferramenta de ajuste da demanda agregada, sendo o seu uso reduzido em favor de instrumentos de ajuste não-convencionais mais eficazes. Uma vantagem da política monetária como ferramenta para ajustes rápidos da demanda agregada pelo seu efeito apenas indireto sobre a renda das pessoas. Não é difícil imaginar a resistência geral a uma política desinflacionária que elevasse os impostos sempre que a inflação estivesse elevada. No entanto, a volatilidade financeira gerada pelo uso frequente da ferramenta monetária é extremamente danosa para o bom desenvolvimento de uma economia capitalista. Ademais, a relação entre a taxa básica de juros e os demais preços da economia não é facilmente previsível, podendo até mesmo ter o efeito contrário ao desejado. A adoção de uma postura fiscal fortemente contra-cíclica ajudaria também a reduzir a instabilidade dos preços e reduziria a necessidade de se usar a política monetária com tanta frequência. Além disso, outras taxas de juros mais diretamente ligadas ao comportamento da demanda poderiam ser administradas como parte de um pacote de políticas anti-inflacionárias, como os juros ao consumidor praticados pelos bancos comerciais públicos e os juros ao investidor praticados pelo BNDES.

Além disso, subsídios para a produção de certas mercadorias poderiam ser utilizados para amenizar o efeito inflacionário de um choque de oferta temporário. Principalmente, o abandono de metas fiscais arbitrárias permitiria realizar gastos deficitários desinflacionários cujo efeito sobre a demanda agregada fosse menos impactante sobre os preços do que o eventual efeito redutor dos custos de produção. Por exemplo, a construção de ferrovias cortando todo o Brasil e a modernização dos portos são gastos desinflacionários, pois reduzem o hoje excessivo custo de transporte brasileiro.

Para neutralizar a inflação expectacional advinda do abandono das metas fiscais convencionais impostas ao governo, ao invés de simplesmente abandonar qualquer regime de metas fiscais, o governo poderia anunciar a adoção do que poderíamos chamar de metas fiscais “desinflacionárias” em que a meta fiscal do governo seria estabelecida em função do seu efeito esperado sobre o nível de preços. Desta forma, mesmo um déficit primário poderia ser estabelecido como meta fiscal durante períodos de elevados investimentos públicos em infraestrutura logística.

A intervenção sobre preços-chave da economia poderia continuar sendo usada para estabilizar o nível de preços. Hoje o Banco Central administra os preços dos títulos públicos de curto prazo transacionados no mercado Selic para influenciar os demais preços da economia. Outros preços têm impactos mais diretos sobre o nível de preços. Como vimos também que no período que seguiu a introdução do Real o controle da inflação da taxa de câmbio foi usado para manter sob controle a inflação no Brasil. Recentemente o controle da inflação dos preços dos combustíveis foi usado para este fim. É importante compreender que o limite das políticas de controle de preços-chave é a capacidade do governo de oferecer o artigo cujo preço está sendo controlado quando houver um aumento da demanda pelo artigo. No caso do mercado Selic, como se trata de uma dívida pública, não há risco de o Banco Central não ser capaz de controlar o preço. Já no caso do controle sobre o câmbio, a política anti-inflacionária esbarrou na escassez de dólares.



No caso da política de controle dos preços dos combustíveis, embora a Petrobrás seja mais do que capaz de ofertar combustível pelo preço vigente, a pressão pelos seus acionistas para que a empresa reajuste o preço do combustível acaba inviabilizando a estratégia.

Finalmente, uma política de emprego garantido poderia ser instituída nos moldes propostos por L. Randall Wray (1998) em que todo cidadão desempregado que desejasse trabalhar pelo salário do programa seria empregado pelo Estado e desenvolveria atividades socialmente úteis ou participaria de programas de capacitação. O programa tornaria o resultado fiscal do governo fortemente contra-cíclico uma vez que os gastos com o programa acompanhariam exatamente o nível de desemprego. Alternativamente, o programa de emprego garantido poderia ser instituído em parceria com o setor privado. Por exemplo, empresas participantes do programa de emprego garantido poderiam ser beneficiadas por renúncias tributárias em troca da oportunidade de emprego oferecida a um membro.

### 7.3. POLÍTICA DE FOMENTO AO INVESTIMENTO

A liberdade para realizar *déficits* fiscais grandes o suficiente para preservar o pleno emprego fortaleceria e estabilizaria os lucros da economia, o que estimularia o investimento privado. Também a maior estabilidade dada aos juros pela nova política de metas de inflação reduziria o prêmio de liquidez da moeda, e tornaria mais atraente o investimento. Finalmente, a realização de investimentos públicos em infraestrutura para a produção reduziria custos, o que também estimularia o investimento privado.

### 7.4. POLÍTICA CAMBIAL

Embora o câmbio flexível dê mais liberdade ao gestor macroeconômico, seria importante atentar para movimentos cambiais inflacionários de um lado e desestimuladores da produção doméstica do outro. É possível que a maior estabilidade dos juros, a neutralização dos ciclos econômicos e a generosa massa de lucros gerada pelos *déficits* públicos atraíssem capitais externos menos voláteis em busca de investimentos de longo prazo. Se por um lado isso seria positivo, pois reduziria a volatilidade da conta de capital, por outro poderia forçar o aparecimento de um *déficit* persistente na conta corrente. Neste caso, seria importante garantir que as importações líquidas não substituíssem a produção doméstica, mas que adicionassem aos bens e serviços disponíveis para satisfazer desejos e necessidades domésticas.

### 7.5. CONDICIONANTES DOS GASTOS PÚBLICOS

O abandono das regras fiscais arbitrárias permitiria manter e ampliar as políticas de combate à pobreza e desigualdades, bem como intensificar os investimentos em educação, saúde, saneamento e na construção de habitações populares, transformando o Brasil num verdadeiro Estado do bem-estar social. Por exemplo, o condicionamento do pagamento dos benefícios de previdência social ao saldo em um fundo previdenciário, ainda que o fundo fosse gerido publicamente, deixaria de fazer qualquer sentido. Afinal, aposentados demandam bens e serviços, e não riqueza financeira. Numa economia que tenha esgotado a sua capacidade produtiva completamente, os benefícios da população aposentada devem ser limitados não porque o fundo previdenciário tem poucos recursos financeiros, mas em razão da escassez material. Em todas as áreas em que o gasto público esteve condicionado aos valores de estoques financeiros (como o

Fundo Previdenciário, o Fundo de Garantia, o Fundo de Amparo ao Trabalhador ou os fundos setoriais para investimento em tecnologias), ele passaria a ser condicionado apenas pelo seu efeito esperado sobre a economia.

## 8. POSSIBILIDADES ECONÔMICAS PARA O BRASIL EM 2034

Finalmente podemos tentar responder como estaria o Brasil em 2034 se o projeto de desenvolvimento funcional proposto aqui fosse adotado sem resistência em 2018, quando o ciclo de debates sobre projetos econômicos será renovado por conta de mais uma eleição presidencial.

O produto interno bruto do País seria o resultado de 16 anos seguidos de aproveitamento pleno das suas capacidades produtivas, entre 2018 e 2034. Imaginemos que a taxa de crescimento médio do PIB anual seja de 5% ao longo destes 16 anos e de 1% ao longo dos próximos 3 anos até 2018. Teremos um PIB espetacular de pouco mais de 11 trilhões de reais a preços correntes e uma renda *per capita* generosa de 49.135,14 reais, também a preços correntes.

O programa de emprego garantido teria reduzido a taxa desemprego a 3 %, produto apenas do desemprego friccional e de algum desemprego estrutural residual. O crescimento econômico elevado e o baixíssimo desemprego elevarão o salário mínimo a 1.500 reais ou mais.

A manutenção de políticas de combate à pobreza e a inclusão de outras políticas de fortalecimento dos salários reduzirão as desigualdades socioeconômicas a níveis comparáveis a países com fortes sistemas de proteção social. O coeficiente de Gini deverá ser reduzido para 0,35.

O governo deixará de se preocupar com resultados primários e passará a anunciar limites funcionais desinflacionários ao gasto público, estipulados em função do impacto sobre a inflação de cada decisão de gasto. Os serviços da dívida pública cairão como resultado da redução e estabilização dos juros. No entanto, mesmo o serviço da dívida deixará de ser visto como um fardo para a sociedade e passará a ser visto como mais uma consequência de decisões fiscais e monetárias funcionais.

É possível que o Real tenda a apreciar e que o saldo comercial e em conta corrente tenda a piorar como resultado da demanda crescente por ativos denominados em reais. No entanto, o resultado negativo na conta corrente pode inclusive melhorar a qualidade de vida da população brasileira, já que adicionará ao bem-estar material da população sem que haja por que reduzir a produção doméstica.

Finalmente, a meta de inflação será estabelecida em 5% a.a. refletindo uma economia em saudável expansão. Esta meta será facilmente cumprida com o uso de um arsenal muito mais completo de instrumentos capazes não somente de ajustar a demanda agregada, mas também de reduzir custos.

Quadro 1 - Cenários Macroeconômicos Para 2034

VARIÁVEL RELEVANTE	SITUAÇÃO ATUAL1	CENÁRIO OTIMISTA IDEAL
PIB	R\$4.886,38 bilhões	R\$ 11.099 bilhões
População	201.032.714	225.896.169
Renda <i>per capita</i>	R\$ 24.065,50	R\$ 49.135,19
Taxa de crescimento	.a.a % 2,3	a.a % 4,2

Quadro 1 - Cenários Macroeconômicos Para 2034 (cont.)

VARIÁVEL RELEVANTE	SITUAÇÃO ATUAL <sup>1</sup>	CENÁRIO OTIMISTA IDEAL
Taxa de desemprego	% 6,7	% 3
Salário Mínimo	R\$ 724,00	R\$ 1.500,00
Índice de Gini	0.5432	0,35
(Resultado primário (governo central	R\$ 91.300 milhões	Deixa de ser relevante
(Resultado primário (% PIB	1,90%	Deixa de ser relevante
Serviço da dívida pública	R\$ 248,9 milhões	Cai
(Taxa de juros (Selic	11% <sup>3</sup>	% 2
Taxa de câmbio	R\$ 2,16 / US\$ 1,00	R\$ 1,8
Saldo do balanço comercial	US\$ 2,56 bilhões	Piora*
Déficit em transações correntes	US\$ 81,37 bilhões	Piora*
(Inflação (IPCA	(IPCA) 5,91%	(PCA) 6%

<sup>1</sup> Posição projetada para 2014-2013.

<sup>2</sup> Posição em 2012.

<sup>3</sup> Posição em dezembro de 2013.

Fontes: IBGE, BCB e IPEA; para alguns itens, elaboração própria a partir dessas fontes.

## 9. CONCLUSÃO

No Brasil e na maioria das outras economias monetárias do mundo a moeda é uma dívida pública. Como vimos, este simples, porém pouco lembrado, fato permite que Estados monetariamente soberanos tenham completa liberdade para realizar as suas gestões macroeconômicas de modo a otimizar os resultados materiais da economia sem qualquer limite financeiro sobre as suas capacidades fiscal e monetária. Obviamente, isto não significa que não deva haver restrições ao gasto público. Sob um regime funcional as restrições ao gasto público devem ser sempre econômicas e nunca financeiras. Por exemplo, gastos excessivos podem produzir inflação de demanda quando a economia já estiver no seu limite produtivo e devem, portanto, ser evitados. Em economias com padrões de consumo e investimento dependentes, é possível que, mesmo antes de serem esgotadas as suas oportunidades produtivas, o impacto sobre o balanço de pagamentos de um aumento na renda disponível seja tão desestabilizador que o governo soberano seja obrigado a deixar de perseguir o pleno emprego através da gestão fiscal funcional. De qualquer forma, estará sempre melhor equipado a lidar com quaisquer problemas econômicos o governo capaz de usar a sua soberania monetária (a sua capacidade de emitir a moeda da economia), e a sua soberania fiscal (a sua capacidade ilimitada de realizar pagamentos) de maneira funcional.

Por que então há tanta resistência ao abandono das metas fiscais disfuncionais impostas ao governo central? Numa economia estável flutuam menos os preços relativos de ativos investíveis, de modo que há menos oportunidades de obter ganhos de arbitragem pelos especuladores financeiros. Estes teriam então motivos para defender com unhas e dentes a imposição de restrições financeiras aos governos centrais que impedissem a adoção de políticas fortemente contra-cíclicas. No entanto, no Brasil também os capitalistas do setor produtivo e mesmo mui-

tos trabalhadores têm exigido cegamente o respeito à responsabilidade fiscal dos seus governos e o não intervencionismo econômico, o que na prática reduz a estabilidade das suas próprias remunerações. Kalecki (1943) tentou explicar este comportamento paradoxal dos capitalistas como uma escolha racional. Talvez os capitalistas estejam conscientes de que, ao permitir que os seus governos eliminem o “exército industrial de reserva”, façam com que a disputa distributiva com os trabalhadores deixe de pender para os seus lados. Ou talvez estejam preocupados em dar poder demais aos seus Estados. Talvez considerem uma intrusão a intervenção fiscal que realoca diretamente recursos produtivos para usos públicos e por isso tenham preferência pela intervenção monetária que estimula o investimento privado. Mas o que dizer da resistência, até mesmo do apego de muitos trabalhadores aos dogmas da responsabilidade fiscal?

Parece-nos que na maioria das vezes o medo da dívida pública e a crença de que os gastos deficitários de governos centrais devem ser sempre contidos não são motivados por interesses individuais, mas por um entendimento genuinamente confuso do que é moeda e da diferença entre o Estado soberano emissor de uma moeda e os usuários desta moeda. Mentiras bem contadas têm contaminado desde sempre a opinião de economistas, elaboradores de políticas econômicas e do público em geral. Por isso, talvez seja imperativo que qualquer tentativa de adoção de um regime fiscal funcional no Brasil seja precedida por uma discussão ampla sobre finanças públicas. É neste sentido que o presente artigo foi oferecido. Nossa esperança é que seja instrumental na disseminação destas ideias e que permita colocar o Brasil no caminho do pleno desenvolvimento econômico e social entre hoje e o futuro em um horizonte de 20 anos.

## 10. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Séries Temporais. Disponível em <https://www3.bcb.gov.br/>
- BRESSER PEREIRA, L.C. e NAKANO, Y. **Fatores Aceleradores, Mantenedores e Sancionadores da Inflação**. Belém, ANPEC: X Encontro Nacional de Economia (anais), (1983).
- FELKERSON, J. \$29,000,000,000,000: **A detailed look at the Fed's Bailout by funding facility and recipient**. The Levy Economics Institute Working Paper Series, Working Paper No. 698, 2011. Levy Economics Institute at Bard College.
- FISHER, I. The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica* 1, no. 4: 337-357, 1933.
- FRENKEL, R. **Decisiones de Precio en Alta Inflacion**. Estudios CEDES, 1979.
- GODLEY, W. **Some Unpleasant American Arithmetic**. Public Policy Notes, 2005. Levy Institute.
- GODLEY, W. e ZEZZA, G. **Debt and Lending: A Cri de Coeur**. Public Policy Notes, 2006. Levy Institute.
- GRAEBER, D. **Debt: The first 5,000 years**. New York: Melville House, 2010.
- GREENSPAN. A. Never Saw It Coming. *Foreign Affairs*. Novembro/Dezembro de 2013. Disponível em: <<http://www.foreignaffairs.com/articles/140161/alan-greenspan/never-saw-it-coming>>. Acesso em: 29 setembro 2014.
- HERNDON, T., ASH, M. e POLIN, R. **Does public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff**. Working Paper Series, No. 322, 2013. Political Economy Research Institute.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Séries Estatísticas & Séries Históricas**. Disponível em <http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?>
- INNES, A. M. What is money? In WRAY, L. R. (ed.). **Credit and state theories of money**. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2004a. Original publication, 1913.

- INNES, A. M. The credit theory of money. In WRAY, L. R. (ed.). **Credit and state theories of money**. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2004b. Original publication, 1914.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Base de dados social. Disponível em: <[www.ipeadata.gov.br/](http://www.ipeadata.gov.br/)>
- KALECKI, M. **Theory of economic dynamics** - An essay on cyclical and long-run changes in capitalist economy. London: George Allen & Unwin, 1954.
- KALECKI, M. Political Aspects of Full Employment. **The Political Quarterly** 14, no. 4: 322-330, 1943.
- KEYNES, J. M. **Letter to Jacob Viner**, June 9, 1943. Collected Writings of John Maynard Keynes, ed. Donald Moggridge, vol. 25. London: Macmillan, 1980.
- KEYNES, J. M. **A treatise on money**. Mansfield Centre: Martino Publishing. Original edition, 1930 (2011).
- KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money**. Orlando: First Harvest/Harcourt, 1964. Edição original em 1936.
- KEYNES, J. M. Professor Timberben's method. **The Economic Journal**, 49, no. 195: 569-574, 1939.
- KNAPP, G.F. **The state theory of money**. Trans H.M. Lucas and J Bonar. London: Macmillan, 1924.
- LERNER, A. Functional Finance and the Federal Debt. **Social Research**, no. 10: 38-51, 1943.
- MARX, K. **Capital**, Volume I. London: Penguin Classics, 1976.
- MENGER, C. On the origins of money. **The Economic Journal**, vol. 2, n.6: 239-255, 1892.
- MEHRLING, P. Modern Money: Fiat or Credit? **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 22, No. 3, Spring, 2000, pp. 397-406.
- MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. Binghamton: Yale University, 1986.
- MINSKY, H. P. **The financial instability hypothesis**. Working Paper Series, 74, 1992.
- POTTER, S. The failure to forecast the great recession. **Liberty Street Economics**. Novembro 25 de 2011. Disponível em: <<http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2011/11/the-failure-to-forecast-the-great-recession.html#.VCm-G5R-dURo>>. Acesso em: 29 setembro 2014.
- PREBISCH, R. **Introduction**: The economic development of Latin America and its principal problems. Economic Survey of Latin América, 1949, Santiago, Chile, ECLAC. Também publicado em ECLAC, Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL: textos seleccionados, vol. 1, Cidade do Mexico, Fondo de Cultura Económica, 1998.
- REIFSCHNEIDER, D. e TULIP, P. Gauging the uncertainty of the economic outlook from historical forecasting errors. **Finance and Economics Discussion Series**, N. 60, 2007. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- REINHART, C. e ROGOFF, K. **Growth in a time of debt**. NBER Working Paper Series, Working Paper 15639, 2010. The National Bureau of Economic Research.
- REZENDE, F. C. The Nature of Government Finance in Brazil. **International Journal of Political Economy**, vol. 38, no 1, 2007.
- SMITH, A. **An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. Ed Jim Manis. Electronic classic series. Hazleton: Pennsylvania State University, 2005. [1776].
- SUNKEL, O. **O marco histórico do processo desenvolvimento-subdesenvolvimento**. 5a Edição. Rio de Janeiro: Unilivros, 1980.

- TALEB, N. **The Black Swan**: the impact of the highly improbable. Penguin, Londres, 2007.
- TEIXEIRA, A. e WERNECK VIANNA, S. T. Cenários macroeconômicos no horizonte 2022/2030. In: GADELHA, P.; NORONHA, J. C.; PEREIRA, T.R. (Orgs). **A saúde no Brasil em 2030**: prospecção estratégica do sistema de saúde brasileiro: desenvolvimento, Estado e políticas de saúde. volume 1. Fiocruz, Rio de Janeiro, 2013.
- WERNECK VIANNA e WERNECK VIANNA. Qual Padrão de Desenvolvimento? Cenários Macroeconômicos no longo prazo. In: GADELHA, P.; NORONHA, J. C.; DAIN, S. E PEREIRA, T.R. (Orgs). **Brasil Saúde Amanhã**: População, Economia e Gestão. Rio de Janeiro, 2014. No prelo.
- TAYLOR, J. **Monetary Policy Rules**. Chicago: The University of Chicago Press, 1999.
- VEBLEN, T. **The Theory of the Leisure Class**. The Pennsylvania State University, 2003. [1899].
- WRAY, L. R. **Understanding modern money**. Northampton, MA: Edward Elgar, 1998.
- WRAY, L. R. **Twin Deficits and Sustainability**. Public Policy Notes, 2006. Levy Institute.
- WRAY, L. R. MMT, the Euro and the greatest prediction of the last 20 years. **New Economic Perspectives**, 8 de julho de 2012. Disponível em: <<http://neweconomicperspectives.org/2012/07/mmt-the-euro-and-the-greatest-prediction-of-the-last-20-years.html>>. Acesso em: 29 Setembro 2014.