

Márcio Gimene¹⁶³
André de Melo Modenesi¹⁶⁴

1. Introdução

O presente capítulo tem por objetivo identificar tendências e incertezas associadas à gestão macroeconômica no Brasil. Após esta introdução, quatro seções apresentam uma síntese das principais reflexões teóricas que orientam as expectativas macroeconômicas: Lei de Say e Teoria Quantitativa da Moeda; Monetarismo Tipo I; Monetarismo Tipo II; e gestão macroeconômica como instrumento de promoção do desenvolvimento. Considerando essas distintas concepções teóricas, as últimas duas seções apresentam uma tendência e cinco incertezas a serem consideradas pelos agentes públicos e privados em seus planejamentos.

2. Lei de Say e Teoria Quantitativa da Moeda

De acordo com a Lei de Say, “toda oferta cria a sua própria procura”. Em outras palavras, quando um produto ou serviço é criado, nesse mesmo instante se formaria um mercado para novos produtos ou serviços. Logo, o total das rendas se converteria, necessária e instantaneamente, em demanda por novos bens e serviços:

(...) **um produto acabado oferece, a partir desse instante, um mercado para outros produtos equivalentes a todo o montante de seu valor.** Com efeito, quando o último produtor acabou um produto, seu maior desejo é vendê-lo para que o valor desse produto não fique ocioso em suas mãos. Por outro lado, ele tem igual pressa em desfazer-se do dinheiro que sua venda lhe propicia, para que o valor do dinheiro tampouco fique ocioso. Ora não é possível desfazer-se de seu dinheiro, senão procurando comprar um produto qualquer. Vê-se, portanto, que só o fato da criação de um produto abre, a partir desse mesmo instante, um mercado para outros produtos (SAY, 1983, p. 139, grifos nossos e itálico no original).

Essa é a mesma linha seguida por David Ricardo ao argumentar que:

Ninguém produz a não ser para consumir ou vender, e jamais se efetua uma venda a não ser com a intenção de comprar qualquer outra mercadoria que possa ser imediatamente utilizada ou possa contribuir para a produção futura. Produzindo, portanto, um indivíduo torna-se consumidor de seus próprios produtos ou comprador e consumidor dos produtos de outros... Os produtos são sempre comprados com outros produtos ou com serviços. O dinheiro é apenas o meio pelo qual se efetua a troca (RICARDO, 1983, p. 198, grifos nossos).

¹⁶² Este capítulo é resultado do levantamento realizado utilizando-se a SocialPort Enterprise, no período de 10 a 29 de junho de 2022, cujos resultados foram consolidados e justificados e novas sementes de futuro acrescentadas com base na revisão da literatura.

¹⁶³ Márcio Gimene é Graduado em Economia (UFRJ), Mestre em Geografia (Unb) e Doutor em Geografia (UFRJ). Fez estágio de Pós-doutorado em Economia (UFRJ). Desde 2004 é Analista de Planejamento e Orçamento do Governo Federal. Atualmente é Diretor de Gestão da Informação da Secretaria de Articulação e Monitoramento da Casa Civil da Presidência da República.

¹⁶⁴ André de Melo Modenesi é Professor Associado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), pesquisador do CNPq e Cientista do Estado do Rio de Janeiro (FAPERJ). Pós-Doutorando da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP). Possui graduação em Economia pela PUC-Rio, graduação em Ciências Sociais pela UERJ, mestrado em Economia pela UFF e doutorado em Economia pela UFRJ.

De fato, toda venda corresponde a uma compra de igual valor. Afinal, todo processo de produção de bens e serviços gera rendimentos pagos aos detentores dos fatores de produção na forma de moeda (trabalhadores recebem salário e capitalistas auferem lucros, juros, alugueis etc.), cuja soma equivale à renda nacional (bruta) ou ao Produto Interno Bruto (PIB).

No entanto, existem dois relevantes problemas nesse raciocínio: a suposição de que a moeda desempenha, única e exclusivamente, a função de meio de troca (seria um mero facilitador das transações econômicas); e a desconsideração da possibilidade de que haja insuficiência de demanda na economia (isto é, a ideia de que a economia operaria sempre no pleno emprego e não haveria recessões, já que a demanda agregada seria, necessariamente, equivalente ao PIB).

Note-se que:

Na formulação da “lei de Say” (...) seja para o próprio Say, seja para Ricardo, o **dinheiro é visto não apenas como meio de troca, mas também como sendo gasto imediatamente**. Isto se explica para Say pelo fato de o dinheiro ser perecível (desvalorizar-se) e, portanto, o produtor não desejar conservá-lo em suas mãos. (MIGLIONI, 1982, p.22, grifos nossos).

Say e seus seguidores não atentaram para a distinção fundamental existente entre o ato de criação do poder de compra potencial – gerado pelo processo de produção de mercadorias – e a sua efetivação. É fundamental reconhecer que, em determinado período, o processo produtivo gera *necessariamente* um volume de renda potencial que *não necessariamente* irá se transformar integralmente em demanda para os bens e serviços produzidos. Ou seja, nem toda renda criada em um determinado período obrigatoriamente se transforma em consumo nesse mesmo período.

O pensamento econômico ainda hoje dominante se refere à lógica proposta por Say e Ricardo e na chamada Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), cujas origens remontam ao século 16, quando Jean Bodin argumentou que a inflação verificada na Europa Ocidental, em meados dos anos 1500, tinha como causa a abundância de ouro, decorrente do forte fluxo de metais preciosos importados das colônias espanholas na América do Sul. John Locke, Richard Cantillon e David Hume seguiram o mesmo caminho.

De forma sucinta, a TQM propõe que o nível geral de preços é determinado pelo estoque monetário. A representação dessa proposição é feita com a seguinte equação (1):

$$M^S V \equiv P Y \quad (1)$$

Sendo: M^S , a oferta de moeda (ou o estoque monetário); V , a velocidade-renda de circulação da moeda (isto é, sua rapidez de giro ou a sua taxa de utilização, definida como o número de vezes que o estoque monetário deve circular no fluxo de financiamento do produto nominal); Y , o PIB real; e P , o nível geral de preços.

Trata-se de uma tautologia que expressa, em termos agregados, a identidade contábil existente entre os valores da despesa e da receita monetárias geradas em uma determinada transação. Essa tautologia só assume o *status* de uma teoria de determinação do nível geral de preços ao supor que:

- a velocidade de circulação da moeda (V) é suficientemente estável (ou quase constante), variando lentamente ao longo do tempo, em função de fatores institucionais – como o grau de desenvolvimento do sistema bancário, a frequência, regularidade e correspondência (ou o grau de sincronização) entre os recebimentos e as despesas etc. –, não dependendo, portanto, dos demais termos de (1); e
- o volume de bens e serviços transacionados ou o PIB real (Y) é determinado, no longo prazo, pela plena utilização dos fatores produtivos – correspondendo, assim, ao *produto de pleno emprego*, independentemente dos demais termos de (1) –, em linha com a Lei de Say e com sua subjacente hipótese de que a moeda desempenha apenas a função de meio de troca.

Admitindo-se que V é constante e que Y está fixo em seu nível de pleno emprego, tem-se que o nível geral de preços é proporcional ao estoque monetário. Ou seja, considerando-se que V seja estável ao longo do tempo ($V=0$), a equação (1) mostra que a estabilidade de preços será obtida se, e somente se, a taxa de variação da oferta monetária (M) for igual à taxa de variação do produto real (Y).

A TQM sintetiza a essência do chamado monetarismo tipo I, isto é, a concepção de que a inflação é (sempre e em qualquer lugar) um fenômeno monetário.

3. Monetarismo Tipo I

Conforme tipologia proposta por Tobin (1980), o monetarismo tipo I se refere ao movimento teórico originado na Universidade de Chicago e que ganhou notoriedade a partir de meados da década de 1960, tendo Milton Friedman como principal referência. Nessa perspectiva, o estoque monetário é uma variável-chave na determinação do nível geral de preços (ou da renda nominal) e, dessa forma, a inflação pode ser evitada se, e somente se, o estoque monetário evoluir *pari passu* com o produto real.

Friedman (1956) reformulou a TQM enfatizando duas diferenças sutis com relação à concepção clássica, quais sejam: trata-se de uma teoria de demanda por moeda, e não de determinação dos níveis de renda e preços; e existe uma relação funcional estável entre a demanda por encaixes reais e um número determinado de variáveis – por exemplo, a renda permanente (*proxy* da riqueza), a taxa de retorno dos ativos financeiros, a expectativa de inflação e as preferências dos agentes econômicos. Dessa forma, a velocidade de circulação da moeda, ainda que não seja *constante* – como supõe a proporcionalidade entre o estoque monetário e o nível geral de preços, postulada pelos autores clássicos –, é *estável*, apresentando um comportamento previsível.

Apesar dessas sutis diferenças, a essência da TQM foi preservada na concepção de Friedman: variações no estoque monetário seguiram sendo consideradas o fator predominante na determinação do comportamento dos preços. Nas palavras do autor:

Aceitar a teoria quantitativa da moeda significa que a quantidade de moeda é a variável-chave das políticas direcionadas ao controle de preços ou da renda nominal. A inflação pode ser evitada se, e somente se, a quantidade de moeda por unidade de produto puder ser impedida de aumentar de forma significativa. A deflação pode ser evitada se, e somente se, a quantidade de moeda por unidade de produto puder ser impedida de cair de forma significativa (Friedman, 1989, p. 33).

O ponto de partida do monetarismo tipo I é a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego. De acordo com Friedman (1968 e 1988), essa taxa natural de desemprego comporta apenas dois componentes: o *desemprego voluntário* (que ocorre quando uma pessoa decide não trabalhar por considerar o salário real insuficiente) e o *desemprego friccional* (que acontece quando um trabalhador está temporariamente desempregado, em transição de um emprego para outro). Não é considerado, portanto, o *desemprego involuntário*, que ocorre quando pessoas estão dispostas a trabalhar pelo salário que vigora no mercado de trabalho, mas não há postos de trabalho disponíveis.

A taxa natural de desemprego seria aquela que equilibra o mercado de trabalho, dadas as suas características estruturais e institucionais e as preferências dos agentes econômicos. Ela representa o nível de desemprego considerado compatível com o comportamento racional-maximizador dos agentes econômicos: nesse nível de desemprego, todos os agentes estão supostamente otimizando suas funções de utilidade.

Assim, quando o nível de desemprego é igual à taxa natural, acredita-se que estão desempregados apenas: aqueles trabalhadores que consideram que os bens adquiridos com o salário em vigor proporcionam um nível de utilidade menor do que as horas de lazer (desemprego voluntário); e os trabalhadores que estão mudando de emprego (desemprego friccional). De acordo com essa abordagem, estão trabalhando todos aqueles que consideram que os bens-salários proporcionam nível de utilidade igual ou superior à satisfação derivada das horas de lazer, exceto aqueles que estejam temporariamente desempregados por estarem mudando de posto de trabalho.

A convergência do desemprego para a taxa natural seria garantida pela flexibilidade do salário nominal: caso haja um excesso de oferta de trabalho, o salário (nominal) se reduz até o nível (de equilíbrio) em que a quantidade demandada de trabalho se iguala à ofertada; e caso haja um excesso de demanda por trabalho, o salário (nominal) se eleva até o nível (de equilíbrio) em que a quantidade demandada se iguala à ofertada.

Friedman (1968) argumenta que a taxa natural de desemprego não é imutável, pois os fatores que a determinam dependem da ação humana e de decisões de política econômica. Assim, a taxa natural de desemprego poderia diminuir como resultado de medidas que: incentivem as pessoas a trabalhar, por exemplo, por meio de reduções do imposto de renda e de benefícios sociais como seguro-desemprego; aumentem o grau de mobilidade geográfica dos trabalhadores, possibilitando que uma pessoa desempregada em uma região possa ocupar um posto de trabalho em outra localidade; reduzam as imperfeições de informação quanto às condições de oferta e procura no mercado de trabalho; e flexibilizem as relações trabalhistas, por exemplo, pela redução do poder dos sindicatos e pela reforma das leis trabalhistas.

A segunda hipótese fundamental para o monetarismo tipo I é a suposição de que os agentes econômicos formam expectativas do tipo adaptativas. Friedman (1968) argumentou que os agentes econômicos formam

expectativas acerca da variação do nível geral de preços com base em informações sobre o passado. De acordo com essa abordagem, o desemprego corrente oscilaria em torno da taxa natural de desemprego e as flutuações econômicas resultariam de erros expectationais (*ilusão monetária*), decorrentes da criação de inflação-surpresa por parte das autoridades monetárias.

Como a informação acerca da variação do nível geral de preços só está disponível para os trabalhadores de forma defasada, eles podem subavaliar a inflação e interpretar a elevação dos seus salários nominais erroneamente como um ganho de salário real. Ao esperarem uma taxa de variação no nível geral de preços inferior à que de fato se efetivará, os trabalhadores tenderiam a interpretar erroneamente uma elevação no salário nominal como se fosse um ganho real. Isso os levaria a aumentar a oferta de trabalho, o que por sua vez resultaria em uma redução do desemprego abaixo da sua taxa natural.

Essa incapacidade de se distinguir entre variações no nível geral de preços e variações de preços relativos é que se chama de ilusão monetária: um fenômeno que impediria os agentes econômicos de maximizarem suas funções-objetivo (de utilidade, no caso dos consumidores, e de lucro, no caso das firmas).

Oscilações do nível de desemprego decorreriam, portanto, de erros expectationais, resultantes da criação de inflação-surpresa por parte das autoridades monetárias. Afinal, o fenômeno da ilusão monetária (mais precisamente uma elevação da inflação acima das expectativas) impacta positivamente o nível de emprego de duas formas: os trabalhadores empregados, ao avaliarem erroneamente que houve uma elevação no salário real, dispõem-se a trabalhar mais horas; e uma parcela dos trabalhadores voluntariamente desempregados, ao incorrer no mesmo erro, passará a considerar que os bens-salários proporcionam um nível de satisfação maior do que as horas de lazer e, portanto, irá trabalhar (ainda assim, continuarão voluntariamente desempregados aqueles trabalhadores que, mesmo iludidos, não consideram o salário nominal suficiente).

Em ambos os casos, os trabalhadores (empregados ou não) que anteriormente estavam supostamente maximizando suas respectivas funções de utilidade deixarão de fazê-lo, já que a decisão de aumentar a oferta de trabalho seria fruto de uma mera ilusão: os trabalhadores avaliam que houve uma elevação do salário real, enquanto esse, na verdade, permanece constante. Assim, esses trabalhadores terão o seu nível de satisfação reduzido, determinando, conseqüentemente, uma diminuição do nível de bem-estar da sociedade.

A combinação dessas duas hipóteses (a existência de uma taxa natural de desemprego e a suposição de que os agentes econômicos formam expectativas do tipo adaptativas) resulta na concepção de que, no longo prazo, variações no estoque monetário não afetam variáveis reais da economia, como os níveis de produto e emprego. O principal resultado dessa construção teórica é a crença na chamada neutralidade da moeda.

Friedman argumentou ainda que o ativismo monetário seria indesejável devido à existência das seguintes defasagens na condução da política monetária: a defasagem entre a necessidade da ação e o reconhecimento da necessidade da ação; a defasagem entre o reconhecimento da necessidade da ação e a ação; e a defasagem entre a ação e seus efeitos.

Dada a precariedade do conhecimento sobre as verdadeiras causas que geram os ciclos econômicos e sobre os efeitos potenciais da política monetária, o uso indiscriminado desse instrumento de política econômica poderia, segundo Friedman, gerar conseqüências imprevisíveis e indesejáveis, como a intensificação, ao invés da mitigação, dos ciclos econômicos. A existência dessas defasagens na condução da política monetária é um dos principais motivos que levou Friedman a defender a adoção de uma regra monetária que estipulasse uma taxa fixa de crescimento para algum agregado monetário.

Essa posição é uma decorrência direta da crença de que a moeda é neutra no longo prazo. Ou seja, a autoridade monetária não poderia manter o nível de desemprego sistematicamente abaixo da taxa natural de desemprego, sem colocar a economia em uma trajetória de explosão inflacionária. Seguindo o mesmo raciocínio, a autoridade monetária não poderia também manter a taxa de juros sistematicamente abaixo de uma imaginária *taxa natural de juros*, sem que isso provoque aceleração da inflação.

Friedman não discorda que a oferta de moeda cumpre um papel fundamental para a prosperidade econômica. Como sugerem as evidências empíricas reunidas em Friedman e Schwartz (1963b), contrações no estoque monetário causaram as principais recessões estadunidenses entre 1867 e 1960. A partir dos resultados dessa pesquisa, os autores sustentam que a moeda tem papel ativo no mecanismo de transmissão da política monetária, entendido como a forma pela qual variações no estoque monetário afetam a renda nominal (ou seja, variações no estoque monetário precedem e causam mudanças no nível da renda nominal).

A defesa de Friedman, no entanto, é que a política monetária não seja uma fonte adicional de distúrbios, proporcionando um ambiente de estabilidade que favoreça o bom funcionamento do sistema econômico:

A primeira e a mais importante lição que a história ensina sobre o que a política monetária pode fazer – e é uma lição da mais profunda importância – é que a política monetária pode evitar que a própria moeda seja a principal fonte de perturbação econômica (...) Uma segunda coisa que a política monetária pode fazer é fornecer um ambiente estável para a economia – manter a máquina bem lubrificada, para manter a analogia de Mill. Realizar a primeira tarefa irá contribuir para que esse objetivo seja atingido, mas há muito mais a fazer do que isto. Nosso sistema econômico funcionará melhor quando produtores e consumidores, empregadores e empregados puderem continuar tendo total confiança de que o nível médio de preços terá um comportamento conhecido no futuro – preferencialmente, de que ele seja altamente estável. (FRIEDMAN, 1968, p. 12-3)

Colocado o problema nesses termos, pode-se dizer que a preocupação de Friedman é compartilhada por economistas identificados com as mais diversas correntes teóricas. O que varia são os pressupostos e as hipóteses que orientam a elaboração dos diferentes diagnósticos sobre as causas das perturbações econômicas e a proposição de ações governamentais que visem contribuir para o bom funcionamento da economia. Dentre as várias divergências existentes entre os economistas a esse respeito, possivelmente a mais relevante se refere à suposição de que as relações de mercado convergem para situações de equilíbrio e estabilidade.

Algumas correntes de teoria econômica constroem seus argumentos conferindo centralidade a conceitos de Física e outras abstrações matemáticas que lhes permitam concluir que, na ausência de interferências governamentais, o livre jogo de mercado favorece o equilíbrio e a estabilidade. Nesta perspectiva, as ações governamentais devem priorizar a garantia de segurança jurídica para a propriedade privada e a criação de ambientes institucionais favoráveis aos negócios e a livre concorrência, eventualmente acompanhadas de políticas assistenciais focalizadas que atenuem situações de extrema pobreza.

Ao se reduzir as causas das flutuações econômicas às oscilações na oferta monetária, a recomendação de Friedman para que seja adotada uma regra que estipule uma taxa fixa de crescimento para algum agregado monetário torna-se uma proposição tautológica: dado que a *desordem monetária* é considerada a principal causa das flutuações econômicas, bastaria adotar uma regra monetária para que a estabilidade dos níveis de emprego e renda seja alcançada.

4. Monetarismo Tipo II

Tendo Robert Lucas Jr, Thomas Sargent, Neil Wallace, Edward Prescott, Robert Barro e Patrick Minford entre seus formuladores principais, a corrente de pensamento econômico conhecida como novo-clássica (ou *monetarismo tipo II*) ganhou proeminência a partir da década de 1980. Isso ocorreu na medida em que o monetarismo tipo I foi sendo desacreditado pela constatação de que o comportamento errático da velocidade de circulação da moeda prejudicava a definição do estoque monetário que seria compatível com o controle da inflação.

Foi nesse contexto que o regime de metas de inflação passou a ser considerado pelos monetaristas como uma estratégia mais consistente de controle do nível de preços, em sintonia com a tese de independência dos Bancos Centrais.

A corrente novo-clássica manteve os dois elementos centrais do monetarismo tipo I: a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego e a concepção monetarista da inflação. Mas inovou ao propor um modelo de equilíbrio contínuo (de curto e longo prazos), que admite a existência de desequilíbrios, ou a possibilidade de os agentes (que formam expectativas adaptativas) não maximizarem suas funções-objetivo.

No monetarismo tipo II, a racionalidade dos agentes econômicos implica que, por definição, todos os resultados observados representam posições de equilíbrio, dado o conjunto de informações disponíveis para os agentes econômicos. Neste modelo, como no monetarismo tipo I, as flutuações econômicas resultam de erros expectationais. No entanto, no monetarismo tipo II não há ilusão monetária: dado o conjunto de informações disponíveis, os agentes racionais estão continuamente maximizando suas funções-objetivo (de utilidade e lucro).

Além disso, há uma exacerbação da neutralidade da moeda, pois se argumenta que políticas monetárias sistemáticas não afetam variáveis reais, mesmo no curto prazo. Assim, pode-se dizer que a moeda não é apenas neutra, como postula Friedman, mas, sim, *superneutra*.

As inovações do monetarismo tipo II derivam diretamente das três novas hipóteses adotadas pelos autores novo-clássicos: os agentes formam expectativas racionais; os postulados que explicam o comportamento da oferta agregada; e os mercados se equilibram continuamente.

Sobre a primeira hipótese, enquanto Friedman e seus seguidores supõem que se formam expectativas adaptativas, no modelo novo-clássico assume-se que os agentes formam expectativas racionais. Isto é, maximizam a utilização de toda a informação disponível ao formarem suas expectativas. Em sua versão mais forte, essa hipótese postula que a *expectativa* subjetiva dos agentes econômicos com relação a uma determinada variável coincide com a *esperança matemática objetiva* dessa mesma variável.

Isso não significa dizer que os agentes têm a capacidade de prever o futuro. Na medida em que o conjunto de informações disponíveis pelos agentes econômicos é incompleto, pode haver erros. Entretanto, supõe-se que os agentes não cometem erros sistematicamente ao formarem suas expectativas. Se, por hipótese, houvesse erros sistemáticos, os agentes (racionais) aprenderiam e reformulariam suas expectativas. Aplicando esse raciocínio para a variação de preços, significa dizer que os agentes econômicos eventualmente erram, mas: na média, a expectativa de inflação coincide com a inflação realizada; e os desvios das expectativas em relação à média possuem variância mínima.

No monetarismo tipo I, os agentes cometem erros sistemáticos porque: eles formam suas expectativas com base em informações do passado; e são incapazes de incorporar qualquer informação adicional no processo de formação de expectativas. Já no modelo novo-clássico, a expectativa de inflação não é enviesada, pois os agentes racionais maximizam a utilização de toda a informação disponível e, portanto, são capazes de reformular suas expectativas, evitando a ocorrência de erros sistemáticos.

Muitas críticas têm sido feitas quanto à plausibilidade da hipótese de expectativas racionais. Dentre elas, duas se destacam.

Em primeiro lugar, não é razoável supor que os agentes econômicos maximizam a utilização de toda a informação disponível, pois, para isso, devem incorrer em dois custos: o de obtenção e o de processamento da informação. Esses custos podem ser suficientemente elevados de forma que nem todos os agentes tenham o acesso a todas as informações relevantes para a previsão do comportamento futuro da inflação, nem a capacidade de processá-las.

Em segundo lugar, tampouco é razoável supor que os agentes econômicos se comportam (na média) exatamente como previsto pela teoria e sejam capazes de aprender o modelo que descreve o funcionamento da economia, pois mesmo entre os economistas nunca houve (e provavelmente nunca haverá) consenso quanto aos mecanismos de funcionamento da economia.

Sobre os postulados que explicam o comportamento da oferta agregada, os autores novo-clássicos supõem que: os agentes econômicos (trabalhadores e firmas) tomam decisões com base em um comportamento racional-maximizador; e as decisões de oferta (de trabalho e de produto) dependem de preços relativos, e uma elevação do preço de um bem induz seu produtor a aumentar a quantidade ofertada.

Esse raciocínio pode ser sintetizado da seguinte forma: partindo de uma situação inicial de equilíbrio em que os níveis de produto e de emprego se igualam às suas respectivas taxas naturais, supõe-se que a expectativa de inflação é zero e que uma elevação inesperada do estoque monetário determina um aumento do nível geral de preços, mantendo-se constantes os preços relativos. Diante dessa elevação inesperada da inflação, as firmas irão erroneamente interpretar uma variação no nível geral de preços como sendo uma elevação no preço relativo de seus produtos e, desse modo, irão aumentar a sua produção. Por sua vez, os trabalhadores (diante dessa elevação inesperada da inflação) irão erroneamente considerar que o salário real corrente está acima do médio e irão expandir a oferta de trabalho.

Assim, dado que há *informação imperfeita* no curto prazo, a ocorrência de uma inflação-surpresa faz com que o produto corrente se encontre além de seu nível natural e o desemprego corrente se reduza abaixo da sua taxa natural. Esta situação é, no entanto, insustentável, já que os agentes racionais, por hipótese, não cometem erros sistemáticos. Como se supõe que no longo prazo há *informação perfeita*, acredita-se que os agentes econômicos (racionais) irão corrigir suas expectativas. Os produtores reconhecerão que não houve qualquer elevação na demanda por seu produto, e sim um aumento da taxa de inflação, o que os levaria a reduzir a produção para o nível anterior. Da mesma forma, acredita-se que os trabalhadores constatarão que o salário (real) corrente está em seu nível médio e reduzirão a oferta de trabalho para o nível anterior. Consequentemente, os níveis de produto e emprego retornarão para as suas correspondentes taxas naturais.

Em resumo, na ausência de erros expectacionais (isto é, no longo prazo) o nível de produto se iguala à taxa natural. Caso a inflação supere as expectativas, o produto corrente se expande acima do nível correspondente à taxa natural; se a inflação for menor do que as expectativas, o produto corrente se situa abaixo do nível correspondente à taxa natural.

A terceira inovação dos novo-clássicos em relação ao monetarismo tipo I se refere à hipótese de que ocorre equilíbrio contínuo nos mercados de bens, serviços e fatores de produção. De acordo com essa hipótese,

todos os mercados se equilibram continuamente. Isto é, em cada mercado de uma economia, o preço é *plena-mente flexível* de forma a se ajustar, instantaneamente, a alterações na oferta e na demanda do respectivo bem, assegurando-se assim, o equilíbrio constante desse mercado. Em cada momento, a oferta e a demanda de todos os bens se igualariam, e as quantidades transacionadas resultariam do comportamento racional-maximizador dos agentes econômicos. Consequentemente, a economia se encontraria em um estado contínuo de equilíbrio, de curto e longo prazos, em que consumidores e firmas maximizariam, respectivamente, suas funções de utilidade e de lucro. Ou seja, todos os possíveis ganhos de troca teriam sido exauridos e a economia se encontraria em um estado de equilíbrio que é eficiente no sentido de Pareto.

Cabe ressaltar que a concepção segundo a qual a economia está permanentemente em equilíbrio é tautológica. Os agentes racionais, por definição, maximizam a utilização de toda a informação disponível ao formarem suas expectativas. Portanto, somente cometem erros resultantes de choques que (também por definição) não fazem parte do conjunto de informações a eles disponíveis. Dito de outra forma, os erros (expectacionais) possuem média zero e variância mínima e fazem parte, portanto, da mais precisa e eficiente regra de formação de expectativas.

Note-se que a hipótese de equilíbrio contínuo dos mercados é ainda mais controversa do que a de expectativas racionais. Muitas objeções têm sido feitas com relação à plausibilidade da hipótese de plena flexibilidade de preços (e salários) subjacente do equilíbrio contínuo dos mercados. A falta de realismo dessa hipótese se torna mais patente quando aplicada ao mercado de trabalho, uma vez que não é plausível considerar que o salário seja perfeitamente flexível, em função de fatores como a existência de sindicatos, de legislação trabalhista etc.

A combinação das hipóteses da taxa natural de desemprego, das expectativas racionais, dos postulados que explicam o comportamento da oferta agregada e do equilíbrio contínuo dos mercados gera os dois principais resultados do modelo novo-clássico: a proposição de ineficácia da política monetária; e a inconsistência temporal da política monetária e o consequente viés inflacionário.

A proposição da ineficácia da política monetária consiste na argumentação de que esta política é inócua. Acredita-se que qualquer regra de política monetária seria perfeitamente incorporada às expectativas (racionais) dos agentes, tornando-se incapaz de afetar as variáveis reais, mesmo no curto prazo.

Os autores novo-clássicos concluem que o desemprego pode desviar-se de seu nível natural somente por causa de três fatores: uma expansão inesperada do estoque monetário (inflação-surpresa); um choque de demanda; e um choque de oferta. Portanto, os únicos fatores capazes de desviar o desemprego corrente de seu nível natural são choques aleatórios. Isso significa que o nível de desemprego *flutua aleatoriamente* em torno da taxa natural de desemprego.

Ou seja, apenas os desvios inesperados de uma regra sistemática adotada pela autoridade monetária exercem impactos reais (no curto prazo). Na medida em que os agentes racionais incorporam qualquer regra monetária (utilizada sistematicamente) em suas expectativas de inflação, a autoridade monetária não teria a capacidade de afetar os níveis de produto e de emprego, mesmo no curto prazo.

Por sua vez, a inconsistência temporal da política monetária e o consequente viés inflacionário é a conclusão novo-clássica que motiva a tese da independência do Banco Central. Os autores novo-clássicos argumentam que políticas monetárias são temporalmente inconsistentes se determinada decisão de política econômica, que faz parte de um plano considerado ótimo em determinado momento, deixar de ser ótima em uma data futura, mesmo que nenhuma nova informação relevante tenha surgido.

Assim, na medida em que o poder discricionário é utilizado, a política monetária sofreria uma perda de *credibilidade* (diz respeito ao grau de confiança do público em relação à determinada política) e a autoridade monetária sofreria uma perda de *reputação* (se refere ao grau de confiança dos agentes econômicos em relação aos *policymakers*, baseado em seu comportamento progressivo).

O resultado dessa perda de credibilidade e reputação levaria a um *viés inflacionário*: os agentes (racionais) antecipariam o fato de que a autoridade monetária é incentivada a não implementar a política anunciada e produzir um choque monetário, com o intuito de gerar inflação-surpresa em troca de uma redução do nível de desemprego abaixo da taxa natural. Logo, na ausência de mecanismos de incentivo que eliminem o poder discricionário do gestor da política monetária, de forma a impedir que o viés inflacionário seja acionado pela autoridade monetária, o anúncio de uma política monetária compatível com níveis reduzidos de inflação não seria crível.

Para lidar com esse problema, os novo-clássicos apresentam duas alternativas principais: o equilíbrio considerando a reputação das autoridades monetárias, que se fundamenta no interesse de o Banco Central manter a sua reputação a longo prazo; e a tese da independência do Banco Central, que propõe que a condução da política monetária deve ser delegada a um agente independente e comprometido com a estabilidade de preços.

Sobre a primeira alternativa, Barro e Gordon (1983a e 1983b) consideram que o jogo de política monetária é um superjogo com um número infinito de rodadas. Consequentemente, a autoridade monetária enfrenta um *trade-off* entre *ganhos presentes* (decorrentes da redução temporária do desemprego no curto prazo) e *perdas futuras* (relacionadas a uma maior taxa de inflação, sem qualquer redução do desemprego no longo prazo), ambos resultantes do acionamento do viés inflacionário. A preocupação da autoridade monetária com a sua reputação tenderia assim a reduzir sua tentação em acionar o viés inflacionário. Ou seja, políticas monetárias austeras seriam implementadas como forma de sinalizar o comprometimento da autoridade monetária com o controle da inflação.

A tese da independência do Banco Central, por sua vez, consiste na defesa de que a condução da política monetária deve ser *delegada* a um agente independente, de forma a preservar a credibilidade da política monetária e a reputação da autoridade monetária. Essa tese se fundamenta em dois pilares: a aceitação da existência do viés inflacionário na condução da política monetária; e a suposição de que existe uma correlação negativa entre o grau de independência do Banco Central e a inflação.

Rogoff (1985) propôs que o problema da inconsistência temporal pode ser solucionado caso a condução da política monetária seja delegada a um Banco Central independente, comandado por um presidente conservador ou que tenha maior aversão à inflação do que a sociedade; isto é, uma pessoa que confira maior importância à estabilização de preços do que à redução do desemprego. Isso sinalizaria menor propensão ao acionamento do viés inflacionário por parte da autoridade monetária. Rogoff sugere que o Banco Central tenha independência tanto de *objetivos* quanto de *instrumentos*: isto é, o Banco Central definiria as metas finais da política monetária e quais instrumentos serão utilizados para alcançá-las.

Já Walsh (1995) sugere que seja firmado um contrato entre o Banco Central e o governo, por meio do qual se estipule uma *meta de inflação* a ser alcançada, e uma penalização caso a meta não seja cumprida. Acredita-se que isso levaria o presidente do Banco Central a internalizar os efeitos das medidas por ele tomadas (*risco moral*), o que desestimularia o acionamento do viés inflacionário. Nesse formato, o gestor da política monetária teria liberdade apenas para escolher os instrumentos necessários para se alcançar uma meta de inflação previamente estabelecida.

No entanto, diversas críticas foram feitas à tese de independência do Banco Central. Friedman (1987) afirmou ser a política monetária um instrumento demasiadamente poderoso para estar concentrada nas mãos do presidente do Banco Central. Para a maior referência teórica monetarista, em sociedades democráticas a autoridade monetária não deve possuir um poder absoluto e livre de qualquer controle social.

Levy (1995) argumentou na mesma linha, sustentando que a inflação não constitui um problema tão grave, nem a questão do desemprego é tão irrelevante, a ponto de se justificar a ameaça à democracia representada pela supressão da discussão pública desses temas, como tende a ocorrer quando se adota um Banco Central independente.

Carvalho (1995) sublinhou que um Banco Central independente só faz sentido quando se aceita a existência de uma taxa natural de desemprego e, conseqüentemente, a neutralidade da moeda. Assim, a tese da independência do Banco Central seria muito frágil, pois se baseia em hipótese extremamente restritiva e controversa: “a noção de um Banco Central independente (...) é um resultado muito peculiar de hipóteses muito restritivas” (Carvalho, 1995, p. 173).

Sicsú (1996) alertou para o risco de que a independência do Banco Central comprometa a coordenação entre as políticas fiscal e monetária.

5. Gestão macroeconômica como instrumento de promoção do desenvolvimento

Ao menos desde 1819, quando Sismonde de Sismondi (1827) publicou sua obra *Novos princípios de economia política*, é conhecido o argumento de que a demanda agregada é o que determina o nível de produção. O mesmo argumento foi mencionado na obra *Princípios de economia política*, publicada em 1820 por Thomas Malthus.

Malthus (1883) contestou a Lei de Say ao observar que nem tudo que é poupado se transforma, necessariamente, em investimento. Ao ressaltar que a insuficiência de demanda efetiva pode determinar a ocorrência de crises de superprodução, o economista britânico deu um importante passo para o reconhecimento da importância da função *reserva de valor* desempenhada pela moeda.

Na medida em que se aceita que uma das funções da moeda é ser reserva de valor, conseqüentemente é preciso reconhecer que os agentes econômicos podem optar por entesourar moeda. Logo, se nem tudo que é poupado se transforma necessariamente em investimento, pode haver insuficiência de demanda efetiva na eco-

nomia. Isto é, havendo entesouramento, parte do poder de compra potencial (gerado no processo de produção) não se transformará em demanda. Isso significa que nem toda renda criada em um determinado período se transforma em consumo nesse mesmo período, criando-se uma insuficiência de demanda efetiva e, portanto, a possibilidade de ocorrer uma crise de superprodução.

Isso ficou evidente com a crise financeira mundial de 1929 e a Grande Depressão que a seguiu. Em um mundo no qual supostamente só deveria haver desemprego voluntário, como explicar o fato de a taxa de desemprego ter alcançado 25% da força de trabalho dos Estados Unidos em 1933?

Foi observando esse laboratório da vida real que Keynes publicou, em 1936, sua *Teoria geral do emprego do juro e da moeda*. O sucesso desse livro está diretamente ligado ao reconhecimento de que o pensamento econômico convencional não era capaz de explicar – e, portanto, muito menos capaz de reverter – a dramática situação social e econômica enfrentada naquele momento:

A época em que o livro [*A Teoria Geral...*] foi lançado foi certamente uma das razões do seu sucesso. A Grande Depressão não foi apenas uma catástrofe econômica, mas também um fracasso intelectual [...] Poucos economistas tinham uma explicação coerente para a Depressão, tanto sobre a sua profundidade quanto sobre a sua duração [...] A *Teoria Geral* ofereceu uma interpretação para os eventos, um modelo lógico e uma razão clara para a intervenção do governo na economia (Blanchard, 1997, p. 610).

Keynes aprofundou as reflexões de Sismonde de Sismondi e Thomas Malthus sobre o princípio da demanda efetiva, ressaltando que o gasto realizado precede a renda e a determina. Ou seja, a renda é gerada a partir do gasto: o gasto esperado (*ex ante*) é que define a produção do período e o gasto realizado (*ex post*) define a renda.

O princípio da demanda efetiva dá à identidade contábil entre poupança e investimento uma determinação causal: a decisão de gastar é sempre autônoma e, numa sociedade onde exista crédito, não depende necessariamente de renda prévia. Isto é, o gasto agregado determina a renda, invertendo a causalidade tradicionalmente aceita. Em particular, o gasto autônomo, a partir da ação do multiplicador, é que determina a renda e o nível de emprego da economia.

Keynes alertou que as decisões de investimento dos agentes privados dependem de que as suas expectativas de rendimentos futuros sejam maiores do que os rendimentos proporcionados pelas taxas de juros vigentes. Diante de situações de elevada incerteza, a eficiência marginal do capital cai, a taxa de juros tende a subir (caso não haja ação governamental em sentido contrário) e, com isso, o investimento é inibido e o emprego e a renda da economia deixam de crescer ou mesmo caem.

Quando reconhecemos que o investimento depende fundamentalmente de dois fatores (eficiência marginal do capital > taxa de juros), ambos relacionados à incerteza, fica claro que estamos tratando de uma decisão volátil, o que significa que a produção, a renda e o emprego também são instáveis.

É o que se nota claramente nas recessões econômicas. Quanto menos as pessoas investem e consomem, mais escassas se tornam as oportunidades de vender mercadorias lucrativamente, tornando o investimento privado menos atraente, o que reforça a tendência contracionista. A redução nas rendas das famílias e empresas tende a estimular situações de instabilidade social e política, o que aumenta a imprevisibilidade do ambiente econômico e torna ainda mais valiosa a liquidez da moeda. Como a inversão do ciclo econômico passa pela remobilização da capacidade ociosa formada durante a recessão, a realização de novos investimentos privados acaba sendo adiada.

Por isso Keynes enfatizou a importância de que o Estado atue de forma anticíclica. A política econômica precisa garantir que o emprego e a produção não caiam de forma multiplicada e que, ao contrário, possam crescer, atenuando os problemas de desemprego e multiplicando a produção e a renda a partir da ampliação de gastos públicos que contribuam de forma efetiva para a melhoria das condições de vida da população.

Quando a rentabilidade esperada do capital se encontra muito baixa, indicando pessimismo dos investidores privados, torna-se ainda mais importante a ampliação dos gastos públicos. O Estado pode e deve agir assim, pois não tem o objetivo de lucro da iniciativa privada e, por isso, não precisa comparar a eficiência marginal do capital com a taxa de juros. Afinal, um dos principais objetivos da ação governamental é justamente lidar com problemas que o mercado sozinho não resolve, como o desemprego.

A ampliação dos gastos públicos em economias que estejam operando abaixo do pleno emprego possibilita multiplicar a renda e gerar novos empregos, o que é crucial para mudar o pessimismo dos agentes privados. Com os níveis de renda e de emprego subindo, os investidores privados passam a ter maior expectativa de demanda pelos seus produtos. Isso eleva a rentabilidade esperada dos seus investimentos, que passa a superar a taxa de juros e assim o investimento privado se amplia. O resultado é a retomada do crescimento econômico, ampliando a renda e gerando novos empregos, o que permite inclusive ampliar a arrecadação tributária.

Dois outros autores foram fundamentais para a consolidação dessa abordagem: Michal Kalecki e Abba Lerner.

Kalecki (1943) alertou que o maior obstáculo para que se alcance o pleno emprego é de natureza política. Entre lucrar mais em um regime de pleno emprego, no qual a demissão deixa de desempenhar o papel de medida disciplinar de hierarquização social, ou lucrar menos preservando o *status social* que o poder de demitir proporciona, Kalecki argumentou que muitos empregadores preferem a segunda opção. Consequentemente, se o Estado não agir deliberadamente para promover o pleno emprego da força de trabalho, parcelas expressivas da população seguirão desempregadas.

Lerner (1943, 1947, 1961) foi adiante: usando como referência o princípio da demanda efetiva, passou a discutir a especificidade do gasto público. Lerner identificou que o gasto público é o único gasto verdadeiramente autônomo, e cujo fluxo pode ser planejado e direcionado para o crescimento econômico, já que o investimento privado dito autônomo visa, em última instância, o lucro. Logo, se não há expectativa de lucro, não há investimento privado.

Como observado por Renata Lins,

(...) na hora em que o governo decide gastar (ou não), tributar/subsidiar (ou não), e também qual será sua política de juros, indica, no mesmo momento, qual vai ser o nível de renda daquela economia, que grupos ou categorias vão ser – direta ou indiretamente – beneficiados ou prejudicados pelos gastos do governo, qual vai ser o nível de emprego.

Foi esse o caminho traçado por Lerner para levar até as últimas consequências o princípio da demanda efetiva de Keynes e Kalecki, a partir do conceito de **finanças funcionais**: se a demanda é que move a oferta, e não o contrário; se o melhor “demandador de última instância” é o governo (já que o investimento traz embutida uma expectativa de lucro futuro, não podendo, pois, ser considerado plenamente autônomo); então, o governo é que tem que ser o “condutor” da economia, através do gasto que impulsiona o crescimento até o pleno emprego.

(...)

Assim, as finanças funcionais consideram que a administração da dívida pública e o orçamento do governo são meios para atingir um fim: o pleno emprego e o crescimento econômico.

O resultado final de déficit ou superávit no ano deveria ser consequência de decisões de política econômica, e não uma meta pré-estabelecida (LINS, 2021, grifo no original).

Essa forma de analisar as relações entre as finanças públicas e privadas permite que se conclua que:

A ideia de “Estado mínimo” é, pois, uma falácia. Não há a alternativa de “menos Estado”; há formas de atuação do Estado que são diferentes e beneficiam mais ou menos os trabalhadores ou os donos do capital.

A opção do Estado pela redução dos gastos e pelo aumento dos tributos é uma forma específica de atuação do Estado – a busca do equilíbrio das ditas “finanças saudáveis”. Na medida em que o Estado reduz seu gasto e deixa de oferecer saúde, educação, transporte público de qualidade, esses setores passam a ser tomados pela iniciativa privada, cuja lógica é sempre, em última instância, a do lucro. Isso não é uma inevitabilidade, mas uma escolha.

Em resumo, ao rejeitar a ideia de “finanças saudáveis” e afirmar a necessidade de um Estado que busque ativamente o pleno emprego, Lerner traz de volta para o centro da ribalta a economia como economia política. Na medida em que se considera que não há necessidade nem motivo para igualar receitas e despesas no setor público, abre-se espaço para o planejamento econômico visando o crescimento, a elevação do emprego e a redução da desigualdade. Assim, é necessário desconstruir o senso comum das “finanças saudáveis” para que seja possível retomar a discussão do papel do Estado no crescimento, na distribuição de renda e no desenvolvimento econômico (LINS, 2021).

Grande parte do desconhecimento sobre as especificidades das finanças públicas decorre de analogias imprecisas com a lógica que preside as finanças privadas. Uma condição necessária para superar esse obstáculo é reconhecermos que um governo monetariamente soberano emite a sua própria moeda¹⁶⁵.

¹⁶⁵ Em uma formulação mais elaborada, pode-se dizer que um governo monetariamente soberano é aquele que dispõe das seguintes prerrogativas legais: i. determinar qual a moeda de conta oficial; ii. exercer o monopólio sobre a emissão do dinheiro emitido na moeda de conta oficial; iii. estabelecer obrigações não recíprocas (principalmente impostos, mas, também, multas, taxas, tarifas dentre outros); e iv. decidir o que entregará para

Desde a criação dos bancos centrais, cerca de duzentos anos atrás, o sistema monetário se tornou mais sofisticado, mas seus conceitos básicos seguem os mesmos dos últimos cinco milênios: para que o soberano possa recolher na forma de tributos as moedas que ele mesmo cria, é preciso primeiro colocar essas moedas em circulação adquirindo bens e serviços da população local. Não é possível ocorrer o contrário, pois neste caso as famílias e empresas não teriam como obter a moeda estatal para devolvê-la na forma de tributos ao governo que a criou.

Como Minsky (2013) costumava dizer: qualquer pessoa pode criar moeda; o problema reside em ela ser aceita por outras pessoas. A moeda estatal tem ampla aceitação justamente por ela ser exigida para o pagamento de tributos cobrados pelo governo. Dado que o não pagamento de tributos pode resultar na cobrança de multas, no confisco de bens ou mesmo na prisão do devedor, o fato de muitas pessoas precisarem obter a moeda estatal para pagar tributos proporciona a sua ampla aceitação.

Logo, a principal função dos tributos é criar demanda para a moeda estatal. Não é financiar os gastos públicos, como geralmente se supõe. Ademais, os tributos são importantes para:

- Controlar a inflação, evitando que os preços aumentem em resposta a um aumento de demanda maior do que a capacidade de oferta da economia real;
- Reduzir desigualdades de patrimônio e renda, tributando mais quem tem mais; e
- Estimular determinadas atividades econômicas em detrimento de outras, tributando mais, por exemplo, os bens e serviços nocivos à saúde ou ao meio ambiente, quando consumidos em excesso.

Uma segunda condição necessária para que se entenda as diferenças entre as lógicas que presidem as finanças públicas e privadas é atentar para um princípio básico de contabilidade: todo ativo financeiro corresponde a um passivo financeiro. Em uma economia fechada, isso significa que o superávit obtido pelo setor público corresponde necessariamente a um déficit no setor privado, e vice-versa. Quando se inclui o setor externo na análise, o raciocínio é o mesmo: considerando como “resto do mundo” os governos, as empresas e as famílias dos países com os quais um determinado país possui relação financeira, temos a seguinte identidade: balanço privado doméstico + balanço público doméstico + balanço externo = 0.

Ou seja, ao menos um desses setores precisa apresentar despesas maiores do que receitas para que algum outro setor apresente receitas maiores do que despesas. Como não é possível que esses três setores apresentem receitas maiores do que despesas em um mesmo período, para que haja aumento da riqueza financeira privada (isto é, das famílias e empresas) é preciso que haja um déficit equivalente no setor público (supondo que o balanço externo esteja equilibrado, para simplificar).

É por isso que superávits devem ser evitados no setor público, caso não se pretenda provocar deliberadamente o empobrecimento das famílias e empresas. E é também por isso que o ente responsável pela emissão da moeda aceita para o pagamento de tributos deve ser deficitário, de forma a permitir que o conjunto das famílias e empresas situadas em seu território possam aumentar a sua riqueza financeira.¹⁶⁶

Isso de forma alguma significa que governos monetariamente soberanos possam ou devam gastar de forma indiscriminada. Para que um gasto público seja funcional, isto é, cumpra adequadamente uma determinada função definida pelo planejamento governamental, ao menos três aspectos precisam ser considerados em cada decisão de gasto: o *custo de oportunidade*, os *possíveis impactos inflacionários* e as *restrições externas*.

O custo de oportunidade se refere aos benefícios que deixam de ser usufruídos quando gastos públicos que não atendam necessidades concretas da população mobilizam recursos reais escassos (força de trabalho, recursos naturais, tecnologias e capacidade de gestão) que eventualmente poderiam ser melhor empregados em outras atividades.

Tendo em vista que a definição sobre como mobilizar esses recursos escassos é necessariamente um assunto de natureza política, instituições são criadas para disciplinar o exercício desse poder. Assim se busca zelar para que as decisões sobre a mobilização da força de trabalho, dos recursos naturais, das tecnologias e da capacidade de gestão disponíveis em uma determinada sociedade sejam objeto de pactuação política entre os representantes eleitos pela população, o que se traduz em leis orçamentárias que definem os limites de gastos que deverão ser observados em cada programa ou ação governamental.

realizar pagamentos e transferências ao setor privado. Não é o caso, por exemplo, dos Estados-membros da União Europeia, que renunciaram à sua soberania monetária em favor do Banco Central Europeu, ou dos entes subnacionais (estados e municípios) brasileiros, que são usuários da moeda emitida pela União (Dalto *et al.*, 2020, p.100).

¹⁶⁶ Ver Lerner (1943, 1947), Wray (2003, 2015), Mitchell, Wray e Watts (2019), Dalto *et al.* (2020) e Kelton (2020).

Isso significa que as leis orçamentárias precisam ser tratadas com a devida seriedade, pois as dotações orçamentárias nelas disponibilizadas constituem importantes escolhas sobre o que será (e o que deixará de ser) feito com os recursos reais escassos disponíveis em uma determinada sociedade.

Por isso, a aprovação e a implementação das leis orçamentárias são processos complexos que envolvem diversos atores. Afinal, embora um governo monetariamente soberano sempre possa honrar compromissos financeiros denominados na moeda que ele mesmo emite, é preciso uma autorização do Congresso para que as autoridades fiscal (Tesouro) e monetária (Banco Central) façam os procedimentos operacionais necessários para que os valores correspondentes sejam depositados nas contas bancárias das pessoas físicas e jurídicas ofertantes dos bens e serviços contratados pelo governo para viabilizar a oferta de políticas públicas. Essa autorização do Congresso se dá por meio da aprovação da Lei Orçamentária, estabelecendo limites de gasto para cada programa ou ação governamental.

Para que o gasto público seja funcional, é necessário que a análise do custo de oportunidade considere também os possíveis impactos inflacionários e as restrições externas.

Sobre os impactos inflacionários, é preciso que se tenha clareza que controlar a demanda agregada não é suficiente para controlar a inflação. O lado da oferta é tão ou mais importante que o da demanda quando se trata de controle da inflação, pois abarca os diferentes tipos de inflação de custos: a inflação de salários; a inflação de lucros; a inflação importada; e a inflação de gargalos setoriais de oferta. (Modenesi, 2005; 2008; Modenesi e Pimentel, 2020)

O primeiro tipo se refere a persistentes elevação dos salários nominais. Para que isso ocorra, duas variáveis são centrais: a aspiração salarial dos trabalhadores e o poder de barganha entre trabalhadores e empregadores. A primeira variável diz respeito à remuneração que os trabalhadores consideram justa pelo seu trabalho. A segunda se refere à capacidade deles de obterem o salário desejado. Ciclos de aceleração do crescimento econômico costumam ser acompanhados de alguma elevação de salários, como resultado da combinação entre maior capacidade de pagamento dos empregadores (decorrente do aumento verificado e/ou esperado das suas receitas) e o aumento do poder relativo de barganha dos trabalhadores (que passam a dispor de maior variedade de ofertas de trabalho).

Do ponto de vista da coletividade, esse é um bom problema: afinal, salários mais altos contribuem para maior inclusão social e o fortalecimento do mercado interno, possibilitando a ampliação das escalas de produção com consequente redução do custo unitário dos bens e serviços produzidos. Isso beneficia tanto os trabalhadores assalariados quanto os empregadores privados, pois estes podem ampliar seus lucros e reduzir os custos unitários de produção com a ampliação das suas vendas. Por isso é fundamental a ação governamental visando a promoção do pleno emprego, contrariando quando preciso a parcela dos empregadores privados que eventualmente esteja criando dificuldades para que isso ocorra.

Outro importante tipo de inflação de custos é a inflação de lucros, que está relacionada à estrutura de mercado e ao regime concorrencial. Como a elasticidade preço dos bens transacionados em mercados oligopolizados é menor, os produtores podem repassar choques de custos para os preços com maior liberdade. Ao favorecer a ampliação das margens de lucros, o poder de oligopólio pode gerar pressões inflacionárias. O combate a esse tipo de inflação exige políticas de defesa da concorrência que coíbam práticas anticompetitivas com critérios transparentes de reajustes de preços que preservem o poder aquisitivo dos cidadãos nos casos em que existam monopólios ou oligopólios naturais na oferta de serviços.

O terceiro tipo de inflação de custo a ser combatido é a inflação importada, que está relacionada aos preços dos bens e serviços que cada país importa. Ela depende tanto das estruturas de custos dos bens e serviços importados quanto da taxa de câmbio vigente. Lidar com esse tipo de inflação exige planejamento de longo prazo que contemple incentivos para a sofisticação tecnológica dos bens e serviços produzidos, de forma que se possa gradativamente exportar bens e serviços com maior complexidade tecnológica, ao mesmo tempo em que se evita que o crescimento das importações ocorra de forma mais acelerada do que o crescimento das exportações.

O quarto tipo de inflação de custos a ser combatido é a inflação de gargalos setoriais de oferta. É o que ocorre quando há uma insuficiência na oferta de determinados bens e serviços que sejam essenciais para o conjunto da economia. Combater esse tipo de inflação exige administrar estoques reguladores de produtos e serviços estratégicos, como alimentos e energia. Como os processos de crescimento econômico costumam ser acompanhados de desequilíbrios setoriais, sem adequados esforços de planejamento e coordenação governamental é de se esperar que surjam gargalos em setores específicos, o que pode resultar em aumentos de preços com potencial para impactar outros setores da economia.

Sobre as restrições externas, é preciso reconhecer que nem todos os bens e serviços demandados em uma determinada economia podem ser adquiridos com a moeda nacional. Exceto o país emissor da moeda-chave internacional, todos os demais enfrentam algum grau de restrição para contratar bens e serviços que não estejam disponíveis para venda na sua própria moeda.

Fritz, Paula e Prates (2016) argumentam que isso ocorre porque no sistema monetário internacional as moedas são hierarquicamente posicionadas de acordo com o seu grau de liquidez, que decorre da capacidade de desempenhar em âmbito internacional as três funções da moeda: reserva de valor; meio de troca; e unidade de conta e de denominação de contratos. A moeda nacional que desempenha essas três funções em âmbito internacional é considerada a moeda-chave, e por isso está posicionada no topo da hierarquia. As moedas emitidas pelos demais países avançados desempenham parcialmente essas funções: como apresentam um grau de liquidez menor do que a moeda-chave, se encontram em uma posição intermediária na hierarquia de moedas. No nível mais baixo dessa hierarquia estão as moedas emitidas por países periféricos: estas são consideradas moedas não-liquidas, pois não cumprem nenhuma das funções da moeda em âmbito internacional.

Na atual hierarquia de moedas, somente o dólar estadunidense desempenha integralmente em âmbito internacional as três funções da moeda. O dólar é a moeda mais utilizada nas transações monetárias (meio de troca) e financeiras (unidade de denominação dos contratos), bem como é o ativo mais líquido e seguro e, assim, mais desejado pelos agentes como ativo de reserva diante das incertezas econômicas.

Essa assimetria monetária se reflete em diferentes prêmios de risco atribuídos às moedas. Nos níveis mais elevados dessa hierarquia estão os países centrais (com destaque para o emissor da moeda-chave internacional), que desfrutam de ampla autonomia para definir as taxas de juros dos seus títulos públicos de acordo com seus próprios interesses de desenvolvimento. No nível mais baixo estão os países periféricos. Por serem emissores de moedas que possuem baixa liquidez internacional, estes precisam pagar, ao emitirem títulos públicos, taxas de juros superiores às praticadas pelos países centrais. Caso contrário, dificilmente os agentes econômicos terão interesse de manter em seus portfólios títulos públicos emitidos em moedas de baixa procura internacional.

Um país periférico que resolva emitir títulos públicos com taxas de juros iguais ou inferiores às dos títulos estadunidenses enfrentará dificuldades para encontrar compradores, pois a tendência dos agentes econômicos (inclusive os residentes no próprio país periférico) será direcionar parcelas maiores dos seus investimentos para os títulos estadunidenses. Isso tenderá a provocar uma desvalorização da moeda do país periférico em relação ao dólar, com consequências possivelmente indesejáveis em termos de controle da inflação doméstica e manutenção do poder de compra real dos seus residentes.

Em um sistema monetário internacional com tais características, um país que não consiga produzir internamente algo que necessita pode não ser capaz de usar sua própria moeda para pagar pelo bem ou serviço que irá importar. Para tanto, precisará adquirir moedas estrangeiras, que são geralmente obtidas por meio da exportação de outros bens ou serviços. Um país que não produz petróleo, por exemplo, é incapaz de fazê-lo brotar do solo simplesmente criando moeda.

Como a criação de moeda contribui para a ampliação da renda e do emprego, é natural que esse processo seja acompanhado pela ampliação das importações. Para que o país não enfrente dificuldades de obtenção das divisas internacionais necessárias para efetivar esse acréscimo de importações, é desejável que as suas exportações cresçam em velocidade igual ou superior à verificada nas importações. Isso exige políticas públicas com abrangência e duração suficientes para promover a diversificação e a complexificação tecnológica das suas atividades produtivas, elevando o valor agregado dos bens e serviços produzidos naquele país.

Em suma, processos bem estruturados de planejamento governamental são indispensáveis para que as decisões de gastos públicos sejam feitas de forma transparente e tecnicamente consistente, o que inclui analisar o custo de oportunidade, os possíveis impactos inflacionários e as restrições externas relacionadas a cada decisão.

Isso é fundamental inclusive porque são os gastos públicos que direcionam e concretizam as transformações sociais e econômicas pretendidas em cada sociedade. Sobre isso, Keynes costumava usar a metáfora da corda para alertar que os instrumentos tradicionais de política monetária operam de forma assimétrica: a política monetária costuma ser eficiente para puxar a economia para trás (retrair a atividade econômica); porém, sozinha ela é incapaz de empurrar a economia para a frente (estimular a atividade econômica).

Em outras palavras, reduzidas taxas de juros podem contribuir para a decisão de investimento privado, mas essa decisão só tende a ser efetivada quando os investidores observam que existem compradores (públicos e/ou privados) com poder aquisitivo suficiente para adquirirem os novos bens e serviços a serem ofertados.

É por isso que, para estimular a atividade econômica, a política fiscal é mais potente do que a política monetária. Ampliar os gastos públicos em áreas que apresentem demanda reprimida permite o atendimento a necessidades sociais concretas, ao mesmo tempo em que possibilita a elevação do nível de renda das famílias e empresas. Melhor ainda se as compras governamentais, as linhas de crédito público, os editais de financiamento de pesquisas, o sistema tributário e as demais formas de implementação das políticas públicas estimularem a sofisticação tecnológica e a adoção de padrões de produção e consumo que sejam socialmente inclusivos e ambientalmente sustentáveis.

6. Tendência¹⁶⁷

Considerando as diferentes perspectivas teóricas apresentadas nas seções anteriores, é possível argumentar que no futuro próximo tende a permanecer presente uma tendência típica das dinâmicas sociais contemporâneas:

6.1. Crises financeiras impactando a economia global

Crises financeiras podem ser desencadeadas por fatores como bolhas especulativas, falências bancárias, choques econômicos, crises de dívida soberana e eventos geopolíticos, resultando em pânico, fuga de ativos, queda na produção econômica, interrupção de fluxos de comércio internacional e aumento do desemprego. As crises financeiras muitas vezes têm o potencial de se espalhar e afetar outros países e regiões, quando problemas em um setor ou país se tornam uma ameaça para o sistema financeiro global. Isso pode levar a uma paralisação do crédito e da confiança no sistema financeiro e queda acentuada nos preços das ações, títulos e *commodities*.

O atual sistema monetário internacional tem entre as suas principais características o dólar fiduciário como a moeda-chave no topo da hierarquia de moedas, o predomínio do regime de câmbio flutuante e a livre mobilidade de capitais. Um sistema com tais características é altamente instável, com impactos profundos especialmente sobre as economias dos países periféricos. Afinal, se por um lado os agentes econômicos encontram maior facilidade para diversificar sua carteira de investimentos, mantendo ativos financeiros denominados em diferentes moedas, por outro lado esses mesmos agentes podem retirar com facilidade volumes expressivos de aplicações denominadas na moeda de um país que esteja sob ataque especulativo. E como as moedas emitidas por países periféricos apresentam liquidez menor do que a dos países centrais, são os países periféricos os que mais sofrem com os movimentos abruptos de entrada e saída de capitais, principalmente durante períodos de crise, quando os agentes buscam aumentar a liquidez e reduzir o risco de suas aplicações.

Para lidar com o risco de crises financeiras, é importante que governos, instituições financeiras, reguladores e investidores adotem políticas e práticas que promovam a estabilidade financeira, incluindo o fortalecimento dos sistemas de supervisão e regulamentação, a promoção de uma cultura de gestão de riscos sólida e a implementação de políticas macroeconômicas prudentes. Além disso, a cooperação internacional e a coordenação de políticas entre países são fundamentais para mitigar os efeitos das crises financeiras globais. Mas nada disso substitui a necessidade de que os governos adotam medidas de estímulo econômico, como políticas fiscais e monetárias expansionistas, enquanto suas economias estiverem operando abaixo do nível de pleno emprego.

7. Incertezas

A constatação de que crises financeiras provavelmente seguirão impactando a economia global coloca em evidência a importância de que o planejamento de longo prazo dos agentes públicos e privados considere as seguintes incertezas:

7.1. Brasil preparado para enfrentar grandes crises financeiras mundiais

As principais formas de prevenção em relação a crises financeiras incluem manter reservas cambiais suficientes para enfrentar choques externos, diversificar as reservas para reduzir a dependência de uma única moeda, implementar regulamentações eficazes sobre instituições financeiras, supervisionar e controlar riscos sistêmicos e garantir credibilidade, estabilidade e previsibilidade nas políticas econômicas.

O Brasil está em boa medida preparado para enfrentar crises financeiras mundiais por contar com reservas em torno de US\$ 350 bilhões, colocando o país entre os maiores detentores de divisas do mundo e assegurando uma condição melhor em relação às dificuldades enfrentadas no século passado. Isso foi resultado de uma forte acumulação de divisas a partir do aumento das exportações e dos saldos da balança comercial, bem como da entrada de investimentos estrangeiros no país.

Eventuais crises de liquidez internacional podem ser enfrentadas pelo Brasil com relativa estabilidade financeira, embora possam também deflagrar períodos de recessão, ocasionando impactos na economia real e queda no volume de comércio exterior. Isso pode ter efeitos na economia brasileira, cujo grau de abertura vem aumentando nas últimas décadas.

O Brasil conta com um sistema bancário bem regulado e dotado de mecanismos de garantias de depósitos que conferem segurança para as instituições, as pessoas e as empresas. Além disso, os bancos públicos federais e de alguns entes subnacionais participam de forma significativa no segmento, também contribuindo para reduzir a vulnerabilidade aos movimentos especulativos. Embora o Brasil venha abrindo seu sistema financeiro para novos produtos e para maior participação de capitais e instituições estrangeiras, esse processo tem ocorrido de forma gradual e regulada.

Essas características servem como proteção contra crises financeiras, mas podem ser insuficientes no caso de rupturas mais graves. Para enfrentar essas situações, são ainda mais relevantes a diversificação de reservas e a capacidade de adotar medidas anticíclicas.

7.2. Taxas de juros brasileiras estabilizadas em patamares favoráveis aos investimentos produtivos

O Brasil segue com taxas reais de juros e spreads bancários entre os mais altos do mundo, o que desestimula investimentos produtivos, aumenta os custos de vida e de produção e aumenta as desigualdades de patrimônio e renda.

A existência de diversas interpretações sobre as razões que levam à manutenção de altas taxas de juros, bem como sobre as medidas necessárias para sua redução, geram incertezas sobre o comportamento dessa variável. Uma vertente defende que o controle de gastos combinado com reformas microeconômicas cria um ambiente de expectativas favoráveis para a redução da taxa básica de juros. Outra vertente argumenta que altas taxas de juros constituem a principal causa de incerteza sobre a sustentabilidade fiscal, pois mantêm em patamares elevados as despesas com a rolagem da dívida pública e impactam negativamente no crescimento econômico e na arrecadação tributária.

Para além dessas controvérsias, existem dificuldades adicionais relacionadas à concentração bancária e ao uso da taxa de juros como principal instrumento de controle do nível de preços no âmbito do regime de metas de inflação adotado no Brasil.

7.3. Inflação brasileira mantida abaixo da média mundial

Inflações moderadas (de até 5% ao ano, por exemplo) são um fenômeno recorrente em economias complexas. Os processos inflacionários impactam de forma diferenciada os diversos setores produtivos e segmentos sociais. O que é motivo de maior preocupação, pelos impactos que podem provocar no conjunto da economia, são as situações extremas de deflação e de hiperinflação. Ambas raramente se verificam na realidade, mas o temor de que elas possam vir a acontecer é capaz de impactar as decisões de investimento e consumo dos agentes privados.

A deflação está geralmente associada à tendência dos agentes privados de postergar suas decisões de gasto, para que possam se beneficiar de preços menores no futuro. Além disso, o investimento na produção de bens e serviços se torna menos lucrativo, uma vez que as vendas futuras ocorrerão a preços mais baixos. A persistência da deflação tende a causar recessão e aumentar o desemprego, o que reduz ainda mais a demanda agregada. No outro extremo, quando há uma percepção de que os preços de uma economia irão aumentar de forma acelerada e contínua, isso tende a elevar o grau de incerteza sobre o futuro, o que também leva os agentes econômicos a postergar decisões mais arrojadas de consumo ou de investimento, o que aumenta o desemprego, reduz a demanda agregada e assim por diante. Por isso, é importante que as economias funcionem com patamares moderados de inflação para estimular as decisões de consumo e investimento em ambientes de negócios com alguma previsibilidade.

Desde a vigência do Real como moeda no Brasil, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) tem oscilado entre 1,7% e 12,5% ao ano, mantendo uma média anual próxima de 6%. A inflação brasileira vem se mostrando estável, embora em alguns períodos fique em taxas um pouco acima das metas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional. Nos países da OCDE, a inflação atualmente se encontra em patamar próxi-

¹⁶⁷ A tendência e as incertezas listadas neste capítulo, bem como os textos que as acompanham, foram adaptados do documento *Estratégia Brasil 2050 – texto base*, elaborado por Márcio Gimene, Suripongse Naibert Chimpliganond, Rafael Pereira Torino, Thomaz Fronzaglia e Tarcísio Henke Fortes no âmbito da Subsecretaria de Planejamento de Longo Prazo da Secretaria Nacional de Planejamento do Ministério do Planejamento e Orçamento.

mo de 6% ao ano. No mundo, a inflação média ficou em 8,7% em 2022 e 6,9% em 2023. Já no Brasil, a inflação ficou em 5,8% em 2022 e 4,6% em 2023. Não está claro, no entanto, se a inflação brasileira será mantida abaixo da média mundial no futuro próximo.

7.4. Sistema tributário brasileiro menos complexo e com maior previsibilidade e segurança jurídica para o ambiente de negócios

A simplificação do sistema tributário contribui para garantir maior previsibilidade e segurança jurídica ao ambiente de negócios. A redução da complexidade das regras e procedimentos tributários estimula a ampliação de investimentos, o empreendedorismo, a eficiência econômica e o cumprimento das obrigações fiscais. A reforma tributária no Brasil foi impulsionada, em 2023, pela aprovação da Emenda Constitucional (EC) nº 132, que estabelece as bases para que, entre 2026 e 2032, haja a unificação de cinco tributos – ICMS, ISS, IPI, PIS e Cofins – em uma cobrança única, que será dividida entre os níveis federal (CBS: Contribuição sobre Bens e Serviços) e estadual/municipal (IBS: Imposto sobre Bens e Serviços). A EC prevê que impostos serão cobrados no destino final, onde o bem ou serviço será consumido, e não mais na origem, o que evita “guerra fiscal”. A conclusão desse processo depende de regulamentações, que devem ocorrer nos próximos meses e anos.

7.5. Sistema tributário brasileiro mais progressivo (maior tributação sobre patrimônio e renda e menor sobre consumo)

O sistema tributário de um país está relacionado ao papel que a sociedade atribui ao Estado. A Constituição brasileira estabelece que são objetivos fundamentais da República a construção de uma sociedade justa, livre e solidária, a promoção do desenvolvimento nacional e a erradicação da pobreza e da marginalização e a redução das desigualdades sociais e regionais. Isso impõe a necessidade de ajustar o sistema tributário para garantir ao Estado os instrumentos necessários e suficientes para o cumprimento destes compromissos.

No entanto, o sistema tributário brasileiro é caracterizado pela regressividade, onerando proporcionalmente mais os mais pobres. A alíquota máxima do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF), atualmente em 27,5%, é baixa comparada aos países da OCDE. Além disso, as alíquotas efetivas incidentes sobre a totalidade das altas rendas são menores do que as alíquotas efetivas que incidem sobre as rendas mais baixas. Ou seja, proporcionalmente à renda total de cada um, os mais ricos pagam menos imposto de renda do que os mais pobres.

A construção de um sistema tributário progressivo demanda uma realocação da carga tributária, de forma a aumentar a tributação sobre as altas rendas e as grandes riquezas e a reduzir a sua incidência sobre o consumo. Não está claro, no entanto, se haverá apoio político nos parlamentos municipais, estaduais e federal para a aprovação de projetos de lei e atos administrativos com essa orientação.

Referências

BARRO, R.J. & GORDON, D. B. **Rules discretion and reputation in a model of monetary policy.** *Journal of Monetary Economics*, Jun., 1983a.

_____. **A positive theory of monetary policy in a natural-rate model.** *Journal of Political Economy*, v.91(4), Aug., 1983b.

BERNANKE, B. S. & MISHKIN, F. S. **Inflation targeting: a new framework for monetary policy?** *NBER Working Paper*, n.5893, Jan. 1997.

BLANCHARD, O. **Macroeconomics.** Nova Jersey: Prentice Hall, 1997.

BRASIL. **Avaliação de políticas públicas: guia prático de análise ex ante, volume 1.** Casa Civil da Presidência da República, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília: Ipea, 2018.

CARVALHO, F.J.C. **The independence of Central Banks: a critical assessment of the arguments.** *Journal of Post Keynesian Economics*, v.18(2), p.159-75, 1995.

DALTO, F.; GERIONI, E.; OZZIMOLO, J.; DECCACHE, D.; CONCEIÇÃO, D. **Teoria Monetária Moderna – MMT: a chave para uma economia a serviço das pessoas.** Fortaleza: Nova Civilização, 2020.

EDWARDS, S. **Exchange rate regimes, capital flow and crises prevention.** *NBER Working Papers*, n.8529, outubro, 2001.

EDWARDS, S. & SAVASTANO, M. A. **Exchange rates in emerging economies: what do we know? What do we need to know?** *NBER Working Papers*, n.7228, julho, 1999.

FISHER, I. **The Purchasing Power of Money.** *American Statistical Association*, Vol. 12 (3), pp. 818-829, 1911.

FRIEDMAN, M. **A monetary and fiscal framework for economic stability.** *The American Economic Review*, v.XXXVIII(3), p.245-64, 1948.

_____. **The quantity theory of money – a restatement.** In: FRIEDMAN, M., (ed) *Studies in the quantity theory of money.* Chicago, Chicago University Press, 1956.

_____. **The demand for money: some theoretical and empirical results.** *Journal of Political Economy*, v.LVII(4), p.327-51, 1959.

_____. **The role of monetary policy.** *The American Economic Review*, VIVINCE), qui 17, 1968.

_____. **Should there be an independent monetary authority?** In: *The essence of Friedman.* Stanford, Hoover Institution Press, 1987.

_____. **Inflação e desemprego: a novidade da dimensão política.** In: *Clássicos de literatura econômica.* Rio de Janeiro, Ipea/Inpes, 1988.

_____. **Quantity theory of money.** In: EATWELL, J.; MILGATE, M. & NEWMAN, P. (eds.). *The new Palgrave: money.* Londres, Norton, 1989.

RIEDMAN, M. & SCHWARTZ, A. J. **Money and business cycles.** *Review of Economics and Statistics*, v.45(1), supplement, Fev., p.32-64, 1963a.

_____. **A monetary history of the United States, 1867-1960.** Princeton, Princeton University Press, 1963b.

FRITZ, B.; PAULA, L.F.; PRATES, D. **Hierarquia de moedas e redução da autonomia de política econômica em economias periféricas emergentes: uma análise keynesiana-estruturalista.** In: FERRARI FILHO, F.; TERRA, F.H.B.T. (Org.). *Keynes: Ensaio sobre os 80 Anos da Teoria Geral.* Porto Alegre: Tomo Editorial, 2016, p. 177-202.

GIMENE, M. **Economia de guerra e gasto público.** *Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento – RBPO*, Brasília, v. 10 (1), 2020a.

_____. **Planejamento e sustentabilidade fiscal.** In: GIMENE, M. (org). *Planejamento, orçamento e sustentabilidade fiscal.* Brasília: Assecor, 2020b.

HAYEK, F.A. **Individualism and Economic Order.** Chicago: The University of Chicago, 1948.

KALECKI, M. **Political aspects of full employment.** *The Political Quarterly*, 1943.

KELTON, S. **The deficit myth: Modern Monetary Theory and the birth of the people's economy**. New York: Public Affairs, 2020.

KEYNES, J. M. **The Treatise on Money, II. The Applied Theory of Money**. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. VI. Cambridge: Cambridge University Press (edition published in 2013), 1930, pp.189-367.

_____. **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. D. Moggridge (Ed). London: Macmillan, 1980.

_____. **Activities 1941-46: Shaping the Post-War World, Bretton Woods and Reparations**. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XXVI. Cambridge: Cambridge University Press (edition published in 2013), 1944, pp. 1-238.

_____. **The general theory of employment, interest and money**. London: Harcourt, 1964.

LERNER, A. **Functional Finance and the Federal Debt**. Social Research, no. 10, 1943.

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

_____. **The Burden of Debt**. *The Review of Economics and Statistics*, p. 139-141, 1961.

LEVY, D. **Does an independent Central Bank violate democracy?** *Journal of Post Keynesian Economics*, v.18(2), p.189-210, 1995.

LINS, R. **Finanças Funcionais: A contribuição de Abba Lerner**. Rede MMT Brasil, 2021.

LUCAS, R. E. & RAPPING, L. A. **Real wages, employment and inflation**. *Journal of Political Economy*, setembro-outubro, 1969.

MALTHUS, T. R. **Princípios de economia política**. Coleção Os Economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

MINSKY, H. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco: Novo Século Editora, 2013.

MISHKIN, F. S. **International experiences with different monetary policy regimes**. *NBER Working Paper*, n.7044, Mar. 1999.

MITCHELL, W.; WRAY, L. R.; WATTS, M. **Macroeconomics**. Macmillan/Red Globe Press, 2019.

MODENESI, A. M. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri: Manole, 2005.

_____. **Três ensaios sobre política monetária e cambial**. Tese de doutorado. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia, 2008.

MODENESI, A. M.; PIMENTEL, D. **O Banco Central Ideal: meta de emprego e financiamento ao Tesouro**. Texto para Discussão nº 17, 2020.

PRATES, D. **Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa**. Tese de doutorado. Universidade de Campinas, Instituto de Economia, 2002.

ROGOFF K. **The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target**. *Quarterly Journal of Economics*, novembro, p.1169-89, 1985.

SICSU, J. **Uma crítica à tese da independência do Banco Central**. *Nova Economia*, v.6(2), p.133-42, 1996.

_____. **Os keynesianos e o regime de metas de inflação**. *VI Encontro Nacional de Economia Política*, 2001.

_____. **Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana**. *Análise Econômica*, v.21(39), 2003.

_____. **A Relevância do Orçamento de Capital e do Planejamento no pensamento de Keynes**. *Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento – RBPO*, Brasília, v. 11 (2), 2021.

SISMONDI, S. **Nouvenax principes d'économie politique**. Paris: Delaunay, 1827.

SKIDELSKY, R. **John Maynard Keynes: Fighting for Britain – 1937-1946**. London: Macmillan, v. 3, 2000.

TOBIN, J. **Asset accumulation and economic activity**. Chicago, The University of Chicago Press, 1980.

WALSH, C. **Optimal contracts for Central Bankers**. *The American Economic Review*, v.85(1), p.150-67, 1995.

WRAY, L. R. **Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços**. Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Contraponto Editora, 2003.

_____. **Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary**. University of Missouri-Kansas City, 2015.

WRAY, L. R.; DANTAS, F; FULLWILER, S; TCHERNEVA, P; KELTON, S. **Public Service Employment: a path to full employment**. Levy Economics Institute of Bard College, 2018.