

OS LIMITES DA POLÍTICA FISCAL EM SISTEMAS MONETÁRIOS SOBERANOS

Enzo Matono Gerioni¹
Nikolas Alexander Van De Bilt Schiozer²
Julia Alencar Omizzolo³

Área 6: Dinheiro, finanças internacionais e crescimento

Resumo: Países com plena soberania monetária possuem amplo controle sobre a realização de políticas macroeconômicas domésticas. Isso não significa, no entanto, que políticas fiscal e monetária não encontrem qualquer tipo de limitação além da oposição política. A inflação, fenômeno sistêmico que afeta as economias capitalistas desde o pós-guerra, pode ser uma importante delimitação do raio de manobra para governos que procuram sustentar altos níveis de emprego. Portanto, este trabalho buscou contemplar diferentes cenários teóricos que relacionam gastos deficitários do governo com diferentes categorias de inflação.

Palavras-chave: Soberania Monetária; Inflação; Gastos do Governo.

Abstract: Countries with full monetary sovereignty have ample control over domestic macroeconomic policy. This does not mean, however, that fiscal and monetary policies do not suffer constraints other than political opposition. Inflation, as a systemic phenomenon that affects capitalist economies since the after war can be an important delimitation for government maneuvering with the goal of obtaining high level of employment. Thus, this paper sought to contemplate different theoretical scenarios that relate deficit government expenditures with different inflation categories.

Key-words: Monetary Sovereignty; Inflation; Government Expenditure.

Classificação JEL: E62; E32; E41

¹ Doutorando no Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Unicamp. e-mail: enzogerioni@gmail.com.

² Mestrando no Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Unicamp. e-mail: nikolas.schiozer@hotmail.com.

³ Mestranda no Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Unicamp. e-mail: ju.alencar18@gmail.com.

INTRODUÇÃO

Atualmente, o espaço para a realização de políticas macroeconômicas se encontra no centro do debate econômico para as principais economias, principalmente, após a constatação de que a política fiscal pode voltar a figurar entre os instrumentos utilizados para alentar a recuperação econômica, que ainda se processa vagarosamente passada uma década da crise 2007/2008, como demonstrado por Nikiforos & Zezza (2017: 4-5). Alguns autores, entre as vertentes Pós Keynesianas, têm utilizado a ideia da soberania monetária para argumentar que há mais espaço para realização de políticas macroeconômicas domésticas do que é comumente aceito nessa literatura. Posto isto, buscamos analisar os possíveis limites teóricos da política fiscal em um sistema monetário soberano.

De acordo com as finanças funcionais, princípio sugerido por Abba Lerner e, em grande medida utilizado em proposições de condução da política fiscal em sistemas monetários soberanos, os gastos do governo e a tributação devem levar em consideração apenas o seu efeito sobre a economia, mais especificamente, sobre emprego e inflação. Em outras palavras, a adoção de tal princípio implica que o resultado fiscal não deve ser ele próprio o objetivo dos *policy makers*, mas deve ter um objetivo a ser atingido (1943: 39). As leis das finanças funcionais estão assentadas sobre a abordagem chartalista da moeda, adotada por Keynes e, posteriormente, utilizada em variadas vertentes Pós Keynesianas. A doutrina de que moeda é uma criatura do Estado, cujo valor está associado à imposição de obrigações não-recíprocas, significa que tributação e emissão de títulos da dívida pública não possuem caráter de financiamento dos gastos governamentais, mas sim de guiar a demanda por moeda e de regular a taxa de juros do *overnight*, respectivamente. Não haveria, portanto, constrangimento referente à capacidade do governo de honrar seus compromissos de pagamento.

Apesar de a política fiscal não enfrentar restrição por necessidade de financiamento, em economias com plena soberania monetária, podemos entender que a inflação pode ser um limitador dos gastos do governo, porém, de maneira distinta daquela apresentada pela Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) ou pelo “Novo Consenso Macroeconômico”. Em um momento em que o debate sobre gastos governamentais ocupa lugar de destaque, tanto no Brasil quanto nas principais economias, procuramos oferecer uma perspectiva sobre como a inflação se relaciona com a soberania monetária e, conseqüentemente, com a capacidade de governos executarem políticas que visem o pleno emprego.

Para isso, discutimos a interpretação Pós Keynesiana do fenômeno inflacionário, adotando a teoria Kaleckiana da distribuição como base para compreender a formação dos preços e assumindo a inflação como um fenômeno decorrente do conflito-distributivo inerente às economias capitalistas. Esta teoria tem como pressuposto que diferentes grupos sociais se utilizam do poder de barganha como forma de manter ou, preferencialmente, aumentar suas participações na divisão do produto

social. Tendo por base esta concepção sobre o fenômeno, categorizamos diferentes regimes de inflação, qualitativamente diversos, que influenciam a ação dos agentes e afetam diretamente a demanda por moeda estatal e, portanto, a soberania monetária do Estado.

Além da presente introdução e da conclusão, dividimos o trabalho em 3 seções. Na primeira seção, apresentamos o conceito de soberania monetária e a sua relação com as finanças funcionais e suas implicações sobre o entendimento da política fiscal. A segunda seção trata sobre a teoria Kaleckiana da formação de preços, além de uma categorização entre inflação sistêmica, alta inflação e hiperinflação. A terceira seção, por fim, apresenta quatro cenários possíveis em que relacionamos os gastos deficitários do governo com as diferentes categorias de inflação, estabelecidas na seção anterior, e com a soberania monetária.

1 A CENTRALIDADE DA SOBERANIA MONETÁRIA NA POLÍTICA FISCAL

A ideia de soberania está associada a uma forma de poder absoluto e exclusivo que, usualmente, é exercido pelo Estado. Esse poder absoluto e exclusivo se expressa de diversas formas, inclusive sob a forma da prerrogativa de determinar o padrão monetário da economia. Essa capacidade do Estado de clamar o direito de determinar a “coisa” que será usada como dinheiro é o que entendemos como soberania monetária, em sentido amplo. O conceito de soberania monetária, central no atual debate sobre o espaço para realização de políticas macroeconômicas domésticas, baseia-se na abordagem chartalista da moeda, à qual Keynes era explicitamente alinhado. Em seu *Treatise on Money*, Keynes destacou a importância do Estado na definição da moeda de conta – entendida como uma unidade que mede a dívida – e também como detentor do direito de declarar que “coisa” deve ser entregue para liquidar dívidas.

The State, therefore, comes in first of all as the authority of law which enforces the payment of the thing which corresponds to the name or description in the contract. But it comes in doubly when, in addition, it claims the right to determine and declare what thing corresponds to the name, and to vary its declaration from time to time—when, that is to say, it claims the right to re-edit the dictionary. This right is claimed by all modern States and has been so claimed for some four thousand years at least. It is when this stage in the evolution of money has been reached that Knapp's chartalism—the doctrine that money is peculiarly a creation of the State—is fully realized (1930: 4).

Compartilhando de tal abordagem, autores como Wray (2013; 2015), Kregel (2009), Tcherneva (2016) e Mosler (1998) definem a soberania monetária como a prerrogativa do Estado Nacional de tributar e realizar gastos na moeda que ele próprio emite. Ademais, a plena soberania monetária está condicionada à inconvertibilidade da moeda nacional, seja em mercadorias ou em moeda estrangeira. Sendo assim, a escolha de um regime cambial que impõe convertibilidade à moeda nacional limita sua soberania, pois permite a possibilidade de *default* na promessa de

conversão. Considerando uma economia aberta, portanto, surgem diferentes possibilidades de graus de soberania monetária, tratados em maior detalhe ainda nesta seção (Wray, 2013: 2) (Tcherneva, 2016: 17).

A partir dessa perspectiva, a moeda é uma promessa de pagamento, que resulta em uma operação de emissão de dívida/crédito entre os balanços de duas unidades econômicas. Para que uma unidade seja capaz de emitir uma dívida, deve haver uma contraparte disposta a receber tal dívida como um crédito em sua própria carteira de ativos. Isso, porém, não significa que todas as dívidas são igualmente aceitas e/ou relevantes para a economia como um todo. Como argumenta Minsky, há uma hierarquia entre as dívidas emitidas pelas diversas unidades econômicas (1986: 255). Um aspecto chave nessa ideia é que unidades econômicas em posição mais baixa na hierarquia utilizam a moeda emitida por unidades em posições mais próximas ao topo para liquidar as suas próprias dívidas.

A emissão, por exemplo, das unidades famílias e firmas são aceitas apenas muito limitadamente, a fim de liquidar as dívidas dessas unidades cabe o uso da moeda emitida pelos bancos e pelo Estado. Os bancos por sua vez, ocupam uma posição peculiar, pois ao mesmo tempo que têm emissão amplamente aceita pelo público, utilizam moeda estatal (reservas bancárias) para realizar compensação entre si. Em outras palavras, bancos comerciais aceitam dívidas das famílias e firmas (usualmente de baixa aceitação) e em troca entregam a própria dívida (moeda bancária) para que estes usem como meio de pagamento (Minsky, 1986: 257-258; Wray, 2015: 76-80). Por fim, a moeda estatal se encontra no topo da hierarquia de moedas dentro de um sistema monetário soberano, pois possui capacidade de liquidar todas as dívidas dentro do setor privado e entre o setor privado e o Estado⁴ (Bell, 2001: 159). O conjunto hierarquizado das dívidas denominadas na moeda de conta do Estado compõe o que chamamos de sistema monetário soberano.

A existência de um sistema monetário baseado em uma hierarquia em que todas as dívidas são denominadas na mesma moeda de conta é especialmente relevante em uma economia permeada pela incerteza fundamental (Carvalho, 1990). Apenas com a existência de uma moeda de conta é possível que contratos e dívidas sejam denominados de maneira estável e, conseqüentemente, que as unidades econômicas realizem transações econômicas entre si. Isso é essencial em uma economia monetária cujo futuro é incerto, pois a existência de um padrão de denominação estável ameniza a incerteza das unidades econômicas. A existência de contratos denominados em moeda de conta aumenta a previsibilidade sobre o futuro, permitindo que os agentes realizem cálculos acerca da rentabilidade e custos de seus empreendimentos e orientem suas decisões econômicas. A existência de uma moeda de conta comum na economia viabiliza a generalização do sistema de contratos e de dívidas que, por sua vez, dão base para o surgimento e crescimento dos mercados. Logo, podemos

⁴ hierarquia de moedas dividida em quatro grupos - famílias, firmas, bancos e governo - é apenas uma versão simplificada. Poderíamos estabelecer uma divisão mais exata, sem, no entanto, que houvesse ganho para o argumento proposto.

dizer que a soberania monetária está diretamente relacionada à emergência do sistema contratual que dá sustentação às relações econômicas entre os agentes (1990: 66).

1.1 A Natureza da Moeda e a Política Fiscal

No âmago da concepção de sistema monetário soberano exposto anteriormente está um entendimento característico sobre a moeda. Por isso, a compreensão dessa abordagem apresenta importantes implicações sobre as possibilidades das políticas fiscal e monetária. A imposição de obrigações tributárias denominadas na moeda estatal garante que os agentes estarão dispostos a vender bens e/ou serviços ao Estado em troca da moeda que podem utilizar para redimir tais obrigações⁵. Isso responde à questão de como uma moeda passa ter aceitação geral na economia, antes mesmo que se estabeleçam retornos de adoção pelas vantagens que cada agente possui em utilizar a mesma moeda que os demais estão utilizando⁶. Em outras palavras, mesmo que uma parcela dos agentes não possua obrigações a cumprir com o Estado, a moeda continua tendo aceitação geral, porque aqueles que precisam dela para pagar impostos estarão dispostos a ofertar bens e/ou serviços para os demais em troca do único ativo na economia capaz de redimir tal obrigação (Wray, 1998: 169-170; Wray, 2015: 53). Assim, a demanda por moeda estatal, normalmente, é maior que a necessária para pagar tributos, o que garante ao Estado a capacidade de demandar produtos num valor maior do que impõe em tributação (Wray, 2015: 53). De outro modo, quanto mais generalizado o uso da moeda estatal dentro de uma economia, maior a capacidade do Estado de mover recursos reais.

A forma sugerida, por Lerner, de como as políticas fiscal e monetária devem ser conduzidas, recebe o nome de *Finanças Funcionais* e exalta que elas devem ser avaliadas apenas pelos seus efeitos sobre o emprego e inflação. O resultado orçamentário do governo não deve ser ele próprio o objetivo da política econômica, pois apenas reflete as ações do governo para garantir pleno emprego e controle inflacionário. Essa é a “primeira lei” das Finanças Funcionais (1943: 39-40). Para realizar os gastos necessários para atingir esses dois objetivos - pleno emprego e inflação sob controle - o governo nunca precisa se financiar através do setor privado, seja através de tributação ou da venda de títulos de dívida. Enquanto a tributação está relacionada à criação de demanda pela moeda do Estado, a venda de títulos está relacionada à chamada “segunda lei” das finanças funcionais, que diz que o governo deve vender títulos apenas na medida em que desejar que o setor privado detenha mais títulos que rendem juros (Ibid: 40).

⁵ Utilizaremos o termo “obrigações tributárias” como sinônimo de obrigações não-recíprocas, apesar desta última incluir outros tipos de obrigações que vão além de tributos.

⁶ Para uma discussão sobre retorno de adoção ver Dequech (2013: 89).

Isso significa que a venda de títulos é apenas um instrumento de política monetária que possibilita ao Banco Central atingir sua meta de taxa de juros de curto prazo. A coordenação entre Banco Central e Tesouro Nacional é realizada diariamente com o objetivo de controlar as reservas sob posse dos bancos comerciais. Gastos do governo significam que o Tesouro Nacional está realizando pagamentos e, portanto, transferindo reservas para os bancos comerciais, onde o público mantém suas contas. Da mesma maneira, quando impostos são pagos, os bancos comerciais transferem ao Tesouro Nacional parte de suas reservas (na mesma quantidade em que os impostos são pagos). Alterações na quantidade de reservas detidas pelos bancos comerciais significam pressão para cima ou para baixo sobre a taxa de juros de curto prazo (Bell, 2000: 604-606).

A venda de títulos de dívida pública implica em uma drenagem das reservas bancárias “excessivas” que forçam a taxa de juros no mercado interbancário para baixo. Da mesma forma, o governo pode gastar ou emprestar reservas caso haja “escassez” de reservas pressionando a taxa de juros para cima no mercado interbancário. Resumindo, a venda de títulos não implica em uma operação de financiamento dos gastos do governo, mas sim em uma drenagem de reservas do mercado interbancário, com o objetivo de controlar a taxa de juros de curto prazo (Wray, 1998: 111-117; Wray, 2015: 89; Forstater & Mosler, 2005: 538-539).

Portanto, em um sistema monetário soberano, a autoridade monetária possui controle sobre a taxa de juros de curto prazo e o governo não enfrenta limites de gastos devido à escassez de moeda ou pela falta de disposição do setor privado em comprar títulos da dívida pública. Ao considerarmos uma economia aberta, no entanto, a adoção de regimes cambiais específicos pode alterar o grau de soberania monetária. Se o regime cambial adotado, por exemplo, determinar uma taxa de câmbio fixo, a política monetária estará comprometida com a manutenção da paridade entre a moeda nacional e alguma moeda estrangeira, portanto, limitando a perseguição de outros objetivos através dessa política. Em uma situação ainda mais radical, a adoção de *currency board* implica a necessidade de entrada de moeda estrangeira para que possa haver emissão de moeda nacional, limitando a capacidade de gastos do governo à capacidade de atrair fluxos de capital estrangeiro e/ou gerar superávit em transações correntes.

Assim, há um espectro de graus de soberania monetária a depender do regime cambial adotado pelo governo. O regime que garante o maior grau de soberania seria o de flutuação livre do câmbio, em que não há comprometimento das políticas monetária e fiscal com conversibilidade em moeda estrangeira ou manutenção de paridade cambial. Em outras palavras, o regime de flutuação livre garante plena soberania monetária. Por outro lado, a adoção de regimes que imponham a necessidade de conversibilidade ou até mesmo a substituição da moeda nacional por alguma moeda estrangeira (caso da dolarização voluntária), implica em drástica redução do grau de soberania monetária e,

consequentemente, reduzem o espaço para política doméstica visando pleno emprego e controle da inflação (Tcherneva, 2016: 17-20).

A limitação sobre as políticas fiscal e monetária, levando em consideração a adoção de regimes cambiais, depende ainda de outro fator relevante, que é a condição das reservas internacionais da economia. Isso, porque as reservas internacionais podem possibilitar o manuseio da taxa de câmbio sem que o Banco Central tenha de recorrer à política monetária. Portanto, em países com grande acúmulo de reservas internacionais, mesmo que seja adotado um regime de câmbio fixo, as políticas monetária e fiscal podem ser conduzidas com outros objetivos para além do controle cambial. Essa situação, porém, não se sustenta no caso contrário, em que a economia não possui quantidade relevante de reservas internacionais, pois falta à autoridade monetária os meios necessários para sustentar a taxa de câmbio na patamar desejado e resta somente a política monetária como instrumento viável para tal objetivo (Angrick, 2017; Wray, 2015: 172-176). A forma como ocorre o acúmulo de reservas internacionais, através de superávits em transações correntes ou pela entrada de fluxos estrangeiros de capital na conta financeira, pode suscitar debates sobre a sustentabilidade da situação, porém, tal debate foge ao escopo do presente trabalho.

2 CONFLITO-DISTRIBUTIVO E INFLAÇÃO

Posto que a necessidade de financiamento não é um limitador da política fiscal, buscamos compreender outros caminhos de restrição para os gastos do governo que visam o pleno emprego. De maneira distinta daquela apresentada pela TQM, identificamos na inflação um possível caminho de limitação para política fiscal na economia. Assim como o conceito de soberania da moeda, o fenômeno da inflação está diretamente relacionado à moeda de conta. A definição que utilizamos no decorrer deste trabalho é que a inflação consiste de um aumento dos preços difundido e prolongado ao longo do tempo, ou, equivalentemente, é a queda prolongada do poder de compra da moeda (Parkin, 2008). Sendo assim, a inflação está diretamente relacionada à desvalorização da moeda que denomina os preços dos bens e serviços de uma determinada economia.

Para os propósitos deste trabalho, utilizamos a categorização estabelecida por Carvalho (1990), entre inflação sistêmica, alta inflação e hiperinflação, também adotada em outros trabalhos (Bastian & Setterfield, 2015; Charles & Marie, 2016). A inflação sistêmica surgiu no Pós-Segunda Guerra Mundial, quando houve um gradual aumento dos preços e a inflação foi incorporada à situação de normalidade (Carvalho, 1990: 68). Em outras palavras, a inflação deixou de ser considerada um fenômeno de recorrência episódica para sistemática, levando os agentes a incorporarem tal situação em suas expectativas e agirem tomando posições defensivas, buscando antever a taxa de inflação futura e atuando de forma a minimizar os custos econômicos decorrentes da mesma.

A inflação sistêmica pode ser compreendida a partir da teoria kaleckiana da distribuição, pois ela explica a precificação dos bens e serviços pelas firmas. Assumindo que as empresas precificam sua produção adicionando um *mark-up* sobre seus custos e despesas (Shapiro e Sawyer, 2003), podemos interpretar a inflação como resultado do conflito-distributivo entre as partes envolvidas no processo produtivo (Minsky, 1986: 284). Isso, porque parte do custo das firmas é composto pelos salários, preço do trabalho denominado na moeda de conta corrente, que remunera os trabalhadores. O *mark-up*, por sua vez, existe como forma das firmas buscarem suas metas de receitas necessárias para validar seus financiamentos passados, remunerando o capital aplicado nelas (idem).

A inflação, então, surge como uma das soluções ao conflito-distributivo entre trabalho e capital por parcelas do valor adicionado gerado dentro das firmas (Carvalho, 1990). A teoria da inflação baseada no conflito-distributivo afirma que esta surge quando há discrepância entre salário desejado pelos trabalhadores e salário efetivo bem como entre taxa de lucro desejada pelas firmas e taxa de lucro observada (Sarantis, 1994; Smithin, 2003). Portanto, quando o salário efetivo é menor do que o desejado, dado o poder de barganha dos trabalhadores, eles pressionam por aumentos salariais, podendo elevar o custo médio por produto das firmas, caso não haja compensação por outros fatores (Carvalho, 1990: 69).

As firmas, por sua vez, para protegerem suas margens de lucro, podem repassar o aumento do custo aos seus preços. Caso a discrepância provenha inicialmente das firmas, elas podem decidir elevar seus *mark-ups* e, conseqüentemente, seus preços. Após a reação das firmas de elevar seus preços, a depender das instituições existentes no mercado de trabalho e do poder de barganha dos trabalhadores, pode haver demanda para que os salários sejam reajustados pela inflação passada, com o objetivo de preservar o valor real de seus salários (Minsky, 1986). Após o reajuste dos salários, as firmas podem decidir repassar o novo aumento dos custos aos seus preços. Como podemos ver, este processo pode se repetir seguidamente, dando origem à inflação sistêmica (Bastian & Setterfield, 2015).

Podemos expandir o modelo teórico acima e torná-lo mais realista ao considerar a tributação e o setor externo (Sarantis, 1994). No primeiro caso, a existência de tributos diretos sobre a produção é tratado pelas empresas da mesma forma que os salários, como um custo. Logo, a criação de impostos diretos pelo Estado pode elevar os custos das firmas e, conseqüentemente pressionar para cima o nível de preços destas. Neste caso, podemos identificar um conflito entre as empresas e o Estado por parcelas do produto nacional.

Quando consideramos uma economia aberta, a discussão se torna mais complexa pois adicionamos a taxa de câmbio como um componente da determinação dos preços internos (Bastian & Setterfield, 2017). Usualmente, empresas importam produtos, seja como um insumo à sua produção ou para revenda direta aos consumidores. Para a importação de um bem, dois preços devem ser

considerados: o preço do produto denominado em alguma unidade de conta de outro país e a taxa de conversão entre as moedas. No caso das importações que são insumos à produção, a taxa de câmbio afeta diretamente o montante de custos das firmas importadoras. Assumindo que o *mark-up* é constante sobre os custos, desvalorizações da taxa de câmbio são diretamente repassadas aos preços. A capacidade das firmas de repassar o aumento dos custos oriundo da desvalorização cambial suscita o conflito distributivo, em que quanto maior o grau de oligopólio das firmas envolvidas, maior a capacidade de repassar aos consumidores, via aumento dos preços, o aumento de tais custos (Bastian & Setterfield, 2017).

Outro canal pelo qual a taxa de câmbio pode alterar os preços vigentes é pela regulação da concorrência entre produtores internos e externos, sendo este o caso típico das importações que tem como fim o consumidor final. Podemos pensar em uma firma cujos custos são inteiramente denominados na moeda nacional e, portanto, variações da taxa de câmbio não afetam seus custos, mas que produz bens comercializáveis. Nesse caso, a taxa de câmbio pode ser um importante determinante de seus preços por conta da concorrência de seus produtos com aqueles produzidos no exterior. Ainda que a taxa de câmbio não influencie diretamente seus custos, ao afetar o preço de seus concorrentes, pode alterar a formação de preços da firma local. Na eventualidade de desvalorizações cambiais, os produtos dos concorrentes externos se tornam mais caros, abrindo a possibilidade da firma local elevar seus preços e aumentar seu *mark-up*, ou manter ambos constantes. A segunda opção é o mesmo que entrar em guerra de preços com os concorrentes, evento que ocorre raramente, pois leva a um resultado final pior para todos os produtores do mercado (Lee, 2003). Assim, firmas produtoras de bens comercializáveis, mesmo que não importem bens intermediários, precificam seus produtos considerando a taxa de câmbio por ela regular a concorrência de preço do mercado em que atuam.

Por fim, firmas cujo estoque de dívida externa é relevante também têm motivos para considerar as variações cambiais na formação de preço dos seus produtos (Charles & Marie, 2016). Simples variações na taxa de câmbio - entre a moeda em que a dívida foi contratada e a moeda nacional - podem alterar o serviço da dívida medido na moeda nacional sem que a taxa de juros contratual tenha sido alterada. A elevação do serviço da dívida reduz a rentabilidade da firma caso ela não tome nenhuma ação. Uma das medidas que a firma pode tomar é elevar seu preços, buscando manter seu lucro constante. Logo, mesmo uma firma produtora de bens não comercializáveis (sem concorrência externa) e que não necessita de bens intermediários importados, mas que possui passivo externo, pode elevar seus preços devido ao aumento do serviço de sua dívida externa.

A taxa de juros é outra variável que exerce papel importante na determinação dos preços, uma vez entendida como uma variável distributiva entre os devedores e credores da economia. Como argumentado na seção inicial, a taxa de juros de curto prazo é exogenamente determinada pela

autoridade monetária, afetando os encargos financeiros das firmas devedoras - normalmente devido ao financiamento de sua atividade produtiva. Com efeito, a remuneração do capital de terceiros (credores) pelas firmas é um componente relevante do custo e, conseqüentemente, aumento da taxa de juros pode levar à uma alta dos preços (Hein e Stockhammer, 2010; Lavoie, 2014: 189; Serrano, 2010: 412).

Adicionalmente, a taxa de juros funciona como um custo de oportunidade do capital, ao consistir de um piso para a rentabilidade esperada pelo capital empregado na produção, de tal forma que as firmas ajustam o retorno esperado de seu capital à taxa de juros básica da economia. Em resposta a um eventual aumento da taxa de juros, as firmas aumentam o retorno esperado de seu capital, resultando em aumento dos preços de seus produtos. Fica explícito o caráter distributivo da taxa de juros, regulando o conflito entre parcelas distintas da classe capitalista bem como entre capitalistas e trabalhadores (Serrano, 2010: 412; Pivetti, 1991: 21).

Quando consideramos todos os possíveis grupos que disputam fatias da renda nacional e todas as variáveis que regulam o conflito-distributivo (poder de barganha dos trabalhadores, taxa de câmbio e taxa de juros) percebemos que se trata de um fenômeno complexo, em que a ação de qualquer classe (trabalhadores, firmas, Estado, rentistas) para elevar sua participação na renda pode desencadear reações das demais. Ou seja, “choques” de preço podem ter efeitos permanentes sobre a dinâmica da inflação (Bastian & Setterfield, 2017). A descrição do conflito-distributivo apresentada é adequada para explicar os processos inflacionários sistêmicos, porém, insuficiente para explicar dinâmicas de alta inflação ou hiperinflacionárias (Charles & Marie, 2016).

Carvalho (1990) delimita a diferença entre inflação sistêmica e alta inflação pelo impacto sobre o sistema de contratos, sobre a capacidade de medir adequadamente as dívidas de toda economia e também sobre a preferência pela liquidez do público. Em uma economia marcada pela inflação sistêmica, apesar da pressão constante sobre os preços, a convenção existente entre os agentes é de estabilidade macroeconômica. Isto é, os agentes veem a inflação como um fenômeno que não tem potencial de trazer custos econômicos ao ponto de precisarem ajustar o sistema contratual. Por isso, a moeda de conta da economia não é colocada em xeque como a representante do valor (Carvalho, 1990), permitindo assim, mesmo com a existência da inflação sistêmica, que a moeda continue possuindo a característica que lhe dá o mais elevado grau de liquidez dentro de uma economia (Carvalho, 1995), a saber: de ser aquilo que liquida todas as dívidas⁷.

Em contraposição, em uma economia passando por uma dinâmica de alta inflação, há ruptura da convenção de estabilidade e com as bases mínimas de previsibilidade econômica. A instabilidade gerada pela alta inflação adiciona incerteza sobre os contratos denominados na moeda de conta. Logo,

⁷ Para uma discussão mais aprofundada acerca a relação entre liquidez da moeda e o fato dela denominar e quitar obrigações contratuais ver Carvalho (1995) e Davidson (2002, cap.4).

a solução dos agentes é modificar a forma como são feitos os contratos, indexando os valores monetários pela inflação passada, por variações da taxa de câmbio ou mesmo utilizando diretamente uma moeda de conta estrangeira no lugar daquela definida pelo Estado. Evidentemente, a alteração dos contratos implica em adição de custos, pois se está alterando uma convenção criada pela força e tamanho do Estado. No entanto, a alta inflação pode levar os agentes a concluir que os benefícios da alteração da unidade de conta dos contratos (seja de forma direta ou indireta pela indexação) supera os custos. Enquanto a inflação não ultrapassar este ponto de ruptura dos agentes, eles continuarão adotando a unidade de conta estatal, mesmo com a existência da inflação (Mitchell, 1993).

Assim, caso a inflação supere o ponto de ruptura que afeta a denominação dos contratos, gradualmente, a moeda do Estado perde a sua principal função, de unidade de conta, pois deixa de denominar dívidas e contratos, sofrendo concorrência de moedas estrangeiras mais estáveis (Carvalho, 1995). A perda dos atributos fundamentais que dão liquidez à moeda, de ser aquilo que contabiliza e deve ser entregue para liquidar dívidas, reduz a liquidez da moeda estatal.

A relação entre a estabilidade dos preços e a liquidez da moeda é algo que também foi observada por Keynes em sua *opus magnum*⁸. Para que se estabeleça tal relação é necessário, segundo este autor, que os valores dos salários monetários sejam estáveis - “*sticky*”. Com efeito, a vantagem de carregar o ativo que é utilizado para redimir todas as dívidas existe apenas se esses passivos tiverem um valor estável. Na ocasião de emergência de outro ativo que seja uma medida mais estável em termos salariais do que a moeda, cujo prêmio de liquidez supere o custo de carregamento, pode surgir um rival da moeda do Estado. Porém, trata-se de um fenômeno incomum, mas que pode ser relacionado a países que passaram por severa restrição de financiamento.

No caso limite, espirais inflacionárias podem desencadear casos de hiperinflação, em que há perda extrema da liquidez da moeda. É um momento de crise em que a convenção da estabilidade do valor da unidade de conta é radicalmente rompida. Nesse caso, a formação dos preços é determinada, principalmente, senão unicamente, pelas expectativas sobre a inflação futura (Carvalho, 1990). Há, assim, uma ruptura em relação ao regime de alta inflação, porque enquanto neste ambiente existe uma grande inércia inflacionária, na hiperinflação são as expectativas acerca do futuro que afetam diretamente o presente. Essa ruptura leva os agentes a se defenderem de forma individual, através da aquisição de ativos diversos que possam preservar o valor do seu estoque riqueza. Kalecki definiu hiperinflação como “*a very rapid rise in prices and a general tendency to convert money into goods. These two features are closely interlinked*” (Kalecki *apud* Charles & Marie, 2015). Assim, a perda da função da moeda de conta se processa rapidamente.

⁸ Este fato foi apontado por Keynes: “*the expectation of a relative stickiness of wages in terms of money is a corollary of the excess of liquidity-premium over carrying-costs being greater for money than for any other asset*” (1936[1964]: 238).

Não há definição clara sobre quando uma economia passa de um regime de alta inflação para hiperinflação, mas, de forma geral, ela ocorre quando os agentes passam a se defender da inflação não mais indexando os preços, mas buscando antecipá-la (Carvalho, 1990). De acordo com Wray (2015), um dos fatos estilizados da grande maioria dos casos de países que enfrentaram casos de alta inflação ou hiperinflação foi a existência conjugada de grandes estoques de passivos externos denominados em moeda estrangeira e a dificuldade de obtenção de novos financiamentos externos⁹. A falta de reservas internacionais e a restrição de financiamento externo faz com que os agentes antecipem uma desvalorização cambial e reajustem os preços de seus produtos (Carvalho, 1990; Charles & Marie, 2016). Na próxima seção tratamos mais detalhadamente como ocorre este processo.

3 A DINÂMICA DOS GASTOS DEFICITÁRIOS DO GOVERNO E INFLAÇÃO

Mesmo considerando um sistema monetário plenamente soberano, a ampla capacidade de realizar política fiscal não significa que o governo possa gastar sem consequências para a economia ou para a própria soberania monetária. A inflação surge como uma importante consequência desses gastos, discutida no decorrer desta seção. Estabelecemos quatro cenários hipotéticos de gastos governamentais deficitários e suas possíveis consequências para a inflação e para a soberania monetária.

A utilização dos quatro cenários é um instrumento para evidenciar a relação entre gastos deficitários do governo, inflação e soberania monetária. Os três primeiros cenários são hipotéticos e pensados como argumentos teóricos universais, ou seja, que se aplicariam à todas as economias que sejam sistemas monetários soberanos, independentemente de sofrerem restrições externas ou não. O último cenário apresentado considera uma economia com estrutura produtiva incompleta e cuja moeda não é aceita internacionalmente para liquidação de dívidas, ou seja, uma economia com importante restrição externa.

3.1 Cenário de Gerenciamento de Demanda Agregada

No primeiro cenário, temos uma economia que possui plena soberania monetária, que está abaixo do pleno emprego e com o governo ativamente gerando gastos deficitários, em uma estratégia que é conhecida como gerenciamento de demanda agregada (DA)¹⁰. Essa estratégia não é estranha aos Pós Keynesianos, ao contrário, é comumente parte do conjunto de políticas macroeconômicas

⁹ Charles e Marie (2016) desenvolveram um modelo neo-kaleckiano em que é demonstrado a interrelação entre a fragilidade das contas externas e a possibilidade de ocorrência da hiperinflação.

¹⁰ Daqui em diante, DA foi utilizado para abreviar “demanda agregada”

sugeridas para elevar o nível de emprego, especialmente em períodos de crise¹¹. O efeito esperado é que o aumento dos gastos do governo aumente a DA e, conseqüentemente, o volume de emprego na economia cresça. Em suma, o gerenciamento de DA é inspirado no princípio da demanda efetiva, em que o aumento de gastos implica em aumento da renda e do emprego.

O impacto do aumento dos gastos sobre a geração de empregos, no entanto, deve ser mediado pela elasticidade-emprego de cada setor, como foi sugerido por Keynes (1964: 286). A elasticidade-emprego é definida como a variação na contratação de força de trabalho por um setor causada pela variação nos gastos com a compra de produtos produzidos no mesmo. Assim, setores com elasticidade-emprego mais elevada são aqueles em que os gastos mais impactam positivamente na geração de emprego. Devemos considerar também que as decisões de gasto do governo apresentam um caráter dual, pois ao mesmo tempo que ocupam capacidade produtiva podem desencadear criação de capacidade produtiva através do Princípio de Ajustamento do Estoque de Capital. Enquanto o estoque de capital se ajusta lentamente a mudanças no grau de utilização da capacidade, o aumento de demanda agregada afeta diferentemente setores da economia que trabalham com distintos graus de ociosidade da capacidade produtiva instalada.

Conforme o governo executa gastos que aumentam a DA, a economia se aproxima gradualmente do pleno emprego, a elasticidade-emprego dos setores cai e o grau de utilização aumenta. Temos, então, que são necessários gastos cada vez maiores do governo para gerar a mesma quantidade de empregos, ao passo que setores que possuíam menor ociosidade da capacidade se aproximam da plena utilização. A consequência é que o governo continua com gastos deficitários (assumindo que persista em seu objetivo de pleno emprego), porém, pressões inflacionárias surgem em setores cuja produção atingiu o limite ou se aproximou dele (Tcherneva, 2011a: 14; Tcherneva, 2011b: 6; Tcherneva, 2008: 9). De acordo com Kalecki (1980), um dos pré-requisitos para o pleno emprego é a existência prévia da relação adequada entre o equipamento existente e a força de trabalho disponível na economia. A depender dos equipamentos instalados e da composição da DA, a tentativa de assegurar o pleno emprego pode levar a tendências inflacionárias em vários setores da economia pela insuficiência do estoque de capital instalado.

A força de trabalho, por sua vez, possui características que dificultam a obtenção do pleno emprego e, principalmente, a sua manutenção através de gastos não direcionados para setores de maior elasticidade-emprego. A baixa mobilidade e a demora a ser qualificada para funções específicas fazem com que força de trabalho não seja adequada a todos os postos de trabalho que são criados pela expansão da DA. Os empregos criados podem simplesmente estar em locais em que não há força de trabalho ociosa ou exigir qualificação que não está disponível. O desencontro entre as características

¹¹ Ver Palley (2011) para recomendação de gerenciamento de DA.

da força de trabalho e as características demandadas pelas firmas contratantes também geram pressões inflacionárias que se espalham pela economia antes que haja pleno emprego (Minsky, 1965: 188).

Sendo assim, identificamos neste cenário, duas possíveis fontes de inflação. A primeira, oriunda do aumento do emprego, diretamente relacionada ao conflito-distributivo e que pode ser considerada compatível com o conceito de inflação sistêmica estabelecido na seção anterior. A segunda fonte, por outro lado, relacionada às condições de oferta, como o descompasso entre os diferentes setores e às características da força de trabalho, não pode ser enquadrada como inflação sistêmica. Ao contrário, a persistência do governo em perseguir o pleno emprego através do gerenciamento de DA, pode possivelmente gerar uma dinâmica de alta inflação. Vale ressaltar, no entanto, que não é o tamanho do déficit verificado nas contas do governo, mas sim a falta de direcionamento dos gastos com objetivo primário de geração de empregos que impede uma política bem-sucedida de sustentação de pleno emprego sem descontrole inflacionário.

3.2 Cenário de Gastos Direcionados à Geração de Empregos

O segundo cenário consiste em uma economia que possui plena soberania monetária, com demanda efetiva abaixo do nível de pleno emprego e gastos deficitários do governo direcionados aos setores com elasticidade-emprego mais elevadas ou à criação direta de empregos. Em outras palavras, o cenário consiste em gastos diretos do governo com o intuito de criação de empregos, seja estimulando os setores que mais contratam na economia ou ele próprio contratando a força de trabalho disponível e ociosa através de programas governamentais. Assim, podemos diferenciar esse cenário do gerenciamento DA, pois não há uma estratégia pró-investimento/pró-crescimento em detrimento de uma estratégia pró-emprego. Essa forma de gasto deficitário foi sugerida tanto por Minsky (1986: cap.13) quanto por Kalecki, como observamos:

The government spending programme should be devoted to public investment only to the extent to which such investment is actually needed. The rest of government spending necessary to maintain full employment should be used to subsidize consumption (through family allowances, old-age pensions, reduction in indirect taxation, and subsidizing necessities) (1943: 326).

O mecanismo pelo qual esse gasto pode vir a gerar inflação é o acirramento do conflito-distributivo, uma vez que o gasto deficitário do governo, neste cenário, possui grande impacto positivo sobre a geração de emprego. Conforme a economia se aproxima e finalmente atinge o nível de pleno emprego, a disciplina imposta aos trabalhadores pelo desemprego arrefece e estes aumentam seu poder de barganha, permitindo maior pressão por aumentos salariais. Esse aumento dos custos (para as firmas) salariais pode ser compensado por ganhos de produtividade do trabalho (Kalecki, 1980: 81), fazendo com que o custo salarial por unidade de produto se mantenha constante e não

exista razão para elevação de preços. Caso o aumento do emprego e dos salários não seja acompanhado por aumento da produtividade, as firmas podem aumentar os preços de seus produtos para proteger a sua margem de lucro (Kalecki, 1943: 325).

A inflação resultante desse tipo de gasto deficitário se enquadra no conceito de inflação sistêmica e pode ser incorporada pelas unidades econômicas à situação de normalidade, portanto, não se espera que possa causar perda de estabilidade da moeda de conta e tampouco ameaça a soberania da moeda nacional. Há, porém, a possibilidade de que o acirramento do conflito-distributivo gere pressões inflacionárias crescentes, uma vez que os trabalhadores aumentam seu poder de barganha e podem demandar aumentos reais dos salários. Considerando essa dinâmica do conflito-distributivo, autores como Sawyer, sugerem que a inflação sistêmica possa evoluir para uma dinâmica de alta inflação devido ao arrefecimento da disciplina imposta aos trabalhadores através do desemprego (2003: 898).

Essa possibilidade, no entanto, deve levar em consideração a existência de fatores que vão na direção contrária. No caso de criação direta de empregos, o salário pago aos trabalhadores contratados é exogenamente determinado pelo governo. Assim, aumentos reais dos salários ocasionados pelo poder de barganha dos trabalhadores não podem seguir ilimitadamente, pois a remuneração do programa constitui uma âncora para os salários reais no setor privado. Além disso, manter os trabalhadores desempregados pelo setor privado exercendo outras funções produtivas aumenta a estrutura de oferta da economia, bem como tem efeitos esperados positivos sobre a produtividade dos trabalhadores (Mitchell & Wray, 2005).

3.3 Gastos Deficitários Durante Pleno Emprego do Trabalho

O terceiro cenário consiste em uma economia que possui plena soberania monetária, que já se encontra em pleno emprego, porém, com contínuos gastos deficitários por parte do governo. Esse é um cenário plausível em circunstâncias específicas. Pode se tratar de um gerenciamento de DA em que o governo coordenou seus gastos além do necessário, ou mesmo um cenário de guerra, em que o governo precisa realizar gastos cada vez maiores para mover recursos que já estão plenamente empregados. Caso o Estado decida prosseguir com seus gastos para além do pleno emprego, a inflação sistêmica dá lugar à alta inflação e observamos que uma das características que dá liquidez à moeda estatal, a estabilidade dos salários nominais, passa a ser progressivamente erodida.

Na presença de alta inflação, a demanda por moeda estatal é progressivamente reduzida ao necessário para o cumprimento de obrigações tributárias. Mesmo que o Estado tenha capacidade de cobrar integralmente todos os seus tributos, a demanda excedente do setor privado por moeda estatal, existente pelos ganhos de adoção na economia, tende a ser reduzido. Com isso, a própria capacidade

do Estado de movimentar recursos reais na economia tende a diminuir. Nesta situação, para o Estado ser capaz de continuar adquirindo bens e/ou serviços terá que aceitar comprar as mesmas quantidades por um preço mais elevado (Wray, 2015: 53).

A moeda de conta deixa de ser uma unidade de medida estável para dívidas e contratos, não fornecendo, portanto, um refúgio contra a incerteza. Os agentes, ao se depararem com a perda da estabilidade da unidade que mede dívidas e contratos, procuram uma nova medida - mais estável - que normalmente é uma moeda estrangeira que possui grande aceitação em nível internacional. A demanda pela moeda nacional permanece apenas na medida em que há necessidade de pagar impostos. Essa possibilidade é prontamente apontada por Wray:

Until government can impose and collect more taxes, its real spending will be constrained by the population's willingness to sell for domestic currency. And that, in turn, can be caused by a preference for use of foreign currency for domestic purposes other than paying taxes (2015: 54).

Se o Estado tem dificuldade para que sua moeda seja aceita além da demanda para cumprir obrigações tributárias, sua capacidade de movimentar recursos reais através de gastos com a mesma quantidade de moeda nacional é reduzida, pois o público demandará moeda estrangeira ou uma maior quantidade de moeda doméstica para entregar bens e/ou serviços. Com efeito, a soberania da moeda nacional é erodida pela existência de alta inflação. Em resposta, se o governo desejar continuar movimentando recursos reais, terá duas opções: (1) aumentar o gasto nominal em moeda nacional, gerando ainda mais inflação ou; (2) financiamento em moeda estrangeira, que em outras palavras, significa formar um estoque de passivo externo denominado em outra moeda de conta.

Assim, a alta inflação originada inicialmente por gastos deficitários do governo, nas situações especificadas pelos cenários um e três, reduzem a soberania monetária e, conseqüentemente, forçam o aumento do gasto nominal do governo para continuar movimentando a mesma quantidade de recursos reais. O aumento do gasto nominal gera mais inflação e compromete ainda mais a estabilidade da moeda de conta e a soberania monetária. Logo, alta inflação e perda de soberania monetária se retroalimentam para gerar uma espiral inflacionária.

3.4 Cenário com Países que Sofrem Restrição Externa

Esse cenário consiste em uma economia com plena soberania monetária, porém, com moeda de baixa aceitação internacional, ou seja, dependente de receitas em moeda estrangeira para pagar importações. Além disso, nossa economia hipotética se encontra com demanda efetiva abaixo do nível de pleno emprego e com uma estrutura produtiva incompleta, dependente de importações. De maneira mais direta, a taxa de câmbio é um importante determinante dos preços no mercado interno e,

portanto, desvalorizações cambiais podem impactar a inflação. Assumiremos, por fim, que a autoridade monetária opta por um regime de flutuação cambial, sem interferências com compra e venda de moeda estrangeira para influenciar a taxa de câmbio. Procuramos debater, nesses termos, a relação entre gastos deficitários do governo e desvalorização cambial gerando inflação.

Quando o governo realiza um gasto deficitário, a quantidade de reservas no mercado interbancário cresce e há pressão de queda da taxa de juros. Apesar da autoridade monetária não ter como objetivo controlar o câmbio (em nossa economia hipotética), atingir a meta da taxa de juros do mercado interbancário continua sendo sua atribuição. Através da venda de títulos públicos, o Banco Central (e se necessário o Tesouro emite novos títulos) drena as reservas bancárias excessivas que pressionam a taxa de juros. Logo, déficits estatais não levam a variações da taxa de juros e, portanto, a variações da taxa de câmbio por este motivo.

Sendo assim, um gasto estatal deficitário apenas irá levar a alterações na taxa de câmbio caso este altere a percepção de solvência externa do país. Todavia, mesmo este canal de transmissão do gasto deficitário para a taxa de câmbio é indireto e incerto.

O gasto estatal pode ser atendido de diferentes formas pelas firmas: aumentando a produtividade no uso dos insumos importados e do trabalho, contratando novos empregados ou ampliando as importações. No caso do aumento da produtividade, não há motivo para os preços subirem, pois os custos tendem a permanecer estáveis. Quanto ao aumento do número de empregados, isso pode levar a uma queda da taxa de desemprego, trazendo os possíveis efeitos sobre a dinâmica dos preços já discutidos nos cenários anteriores. A novidade é no caso de aumento das importações. Teria esta variável um efeito relevante sobre a inflação no curto ou médio prazo? Caso uma economia apresente consistentemente déficits em transações correntes ela terá duas opções: (1) financiamento através da entrada de capital externo através de sua conta financeira, elevando seu estoque de dívida externa, ou (2) observar uma queda de suas reservas internacionais. Caso estas variáveis sejam utilizadas como indicadores da solvência do país deficitário, então existe a possibilidade de afetarem a taxa de câmbio.

A relação entre déficit do governo e déficit em transações correntes não acontece de forma automática. Ao contrário, muitos fatores devem ser levados em consideração, como a propensão a importar a partir dos gastos do governo, os resultados da balança de serviços e das transferências unilaterais, além das exportações. Por fim, mesmo que seja verificado um déficit em transações correntes, ainda deve ser considerado como os financiadores externos interpretam esta informação. Considerando todas as variáveis envolvidas, dificilmente podemos dizer que os gastos deficitários do governo são determinantes para desvalorização cambial.

A elevação do risco-país é uma das possíveis causas de desvalorização cambial, podendo ser consequência de déficits em transações correntes (discutidos acima) ou de um aumento da relação

dívida pública/PIB. Para que o déficit do governo eleve tal relação, é necessário que o PIB cresça a uma taxa menor do que a taxa de juros real incidente sobre a dívida. Assumindo que a taxa de juros é exogenamente controlada pelo Banco Central e não por respostas do mercado ao resultado orçamentário do governo, também não há razões para acreditar que a relação dívida/PIB cresça como consequência de déficits do governo. Acreditamos, portanto, que existem muitas etapas a serem concretizadas para que impedem uma argumentação convincente a favor de uma efetiva relação entre déficits do governo e desvalorização cambial.

Conforme apresentamos nos cenários desta seção, os gastos deficitários do governo, em quantidade e, principalmente, por falta de direcionamento específico, podem gerar alta inflação e, portanto, comprometer a soberania da moeda ao desestabilizar a moeda de conta e reduzir a demanda relativa por moeda estatal. Não há, entretanto, uma restrição operacional que impeça o gasto do governo de continuar liquidando seus compromissos de pagamento, mesmo em uma situação de alta inflação, desde de que seja mantido algum grau de soberania monetária. Somente na situação extrema, em que a soberania monetária se encontra completamente erodida, a capacidade de realizar política monetária e fiscal fica limitada pela quantidade de moeda estrangeira disponível¹².

CONCLUSÃO

Em um sistema monetário soberano, em que o Estado possui a autoridade para determinar tanto a moeda de conta quanto aquilo que deve ser entregue para liquidar dívidas e contratos, é a capacidade de estabelecer obrigações não-recíprocas que dá valor à moeda do Estado. O governo, então, nunca se torna insolvente em sua própria moeda. Esse posicionamento teórico não é o mesmo que negligenciar a existência do conflito-distributivo em economias capitalistas ou o efeito inflacionário que pode surgir como consequência de gastos deficitários do governo. Procuramos apontar no decorrer do trabalho, que há uma relação entre soberania monetária, gastos governamentais e inflação, que vai além de uma correlação positiva entre quantidade de moeda e aumento dos preços.

Desenvolvemos quatro cenários hipotéticos para diferentes formas de gastos deficitários do governo e os diversos impactos que possuem sobre a dinâmica inflacionária e, possivelmente, sobre a soberania monetária. A depender, principalmente, do direcionamento dos gastos, o déficit pode gerar alta inflação e desestabilizar a moeda de conta doméstica, levando à erosão da soberania

¹² A quantidade de moeda estrangeira disponível é dada pela capacidade de gerar superávit em transações correntes ou atrair fluxo líquido de capital externo.

monetária. Sendo assim, a perda de soberania monetária implica em perda de capacidade do governo de mover os recursos reais, mesmo dentro da economia doméstica.

Referências Bibliográficas

Angrick, S. (2017). Global liquidity and monetary policy autonomy: an examination of open-economy policy constraints. *Cambridge Journal of Economics*, doi:10.1093/cje/bew059.

Bastian, E.F & Setterfield, M. (2015). A simple analytical model of the adverse real effects of inflation, *Journal of Post Keynesian Economics*, 38:4, 637-665.

Bastian, E.F & Setterfield, M. (2017). Nominal exchange rate shocks and inflation in an open economy: towards a structuralist inflation targeting agenda. *Working Paper 20/2017. The New School for Social Research. June 2017*

Bell, S. (2001). The role of the state and the hierarchy of money. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 25, No. 2, pp. 149-163.

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

Carvalho, F. J. C. (1995). “Post Keynesian Developments of Liquidity Preference Theory”. In: *Post-Keynesian Economic Theory*. Editor. Wells, P. Ed. Kluwer Academic Publishers.

_____. (1990). Alta Inflação e Hiperinflação: uma visão Pós-keynesiana. *Revista de Economia Política*, vol. 10, Nº4.

Charles, S & Marie, J. (2016). Hyperinflation in a small open economy with a fixed exchange rate: a post Keynesian view, *Journal of Post Keynesian Economics*, 39:3, 361-386, DOI: 10.1080/01603477.2016.1200950

Davidson, P. (2002). “Financial Markets, Money and the Real World”. Ed. Edward Elgar.

Dequech, D. (2013), “Economic institutions: explanations for conformity and room for deviation”, *Journal of Institutional Economics*, 9(1), 81-108.

Forstater, M. & Mosler, W. (2005). The Natural Rate of Interest is Zero. *Journal of Economic Issues*, Vol. 39, No. 2, pp. 535-542.

Hein, E & Stockhammer, E. (2010). Macroeconomica Policy Mix, Employment and Inflation in a Post-Keynesian Alternative to the New Consensus Model. *Review of Political Economy*, Vol. 22:3, pp. 317-355.

Kalecki, M. (1980). “Três caminhos para o pleno emprego”. In Kalecki: *Economia*. Ed. Miglioli, J. Editora Ática. 1º edição.

_____. (1943). Political Aspects of Full Employment. *Political Quarterly*, Volume 14, Issue 4, pages 322–330, October.

Keynes, J. M. (1936[1964]). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt-Brace & World, Inc.

- _____. (1930[1971]) *Treatise on Money: Vol. 1: The Pure Theory of Money*. Palgrave Macmillan.
- Knapp, F. G. (1924[2003]). *The State Theory of Money*. Simon Publications, Inc.
- Kregel, J. (2009). The Value of Money. *Social Scientist*, Vol. 37, N°3/4, pp. 4-15.
- Lavoie, M. (2014). *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Aldershot, UK and Brookfield, VT: Edward Elgar.
- Lee, F. (2003) “Pricing and prices”. In *The Elgar Companion to Post-Keynesian Economics*. Org. King, J. Editor Edward Elgar.
- Lerner, A. P. (1947). Money as a Creature of the State. *The American Economic Review*, Vol.37, n°2, *Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association*, pp.312-317.
- _____. (1943). Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research* 10: 38-51.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- _____. (1965). The Role of Employment Policy. *Hyman P. Minsky Archive. Paper 270*.
- Mitchell, W. & Wray, L. R. (2005). In Defense of Employer of Last Resort: A Response to Malcolm Sawyer. *Journal of Economic Issues*, Vol. 39, No. 1, pp. 235-244.
- Mitchell, D, J, B. (1993). Keynesian, Old Keynesian and New Keynesian Wage Nominalism. *Industrial Relations*. Vol. 32. No.1.
- Mosler, W. (1998). Full Employment and Price Stability. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 20, No. 2, pp. 167-182.
- Nikiforos, M., & Zezza, G. (2017). The Trump Effect: Is This Time Different?. *Levy Institute Strategic Analysis, April. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College*.
- Palley, T. (2011), “The Fiscal Austerity Trap”, *Challenge*, 54(1): 6-31.
- Parkin, M. (2008) “Inflation”. In: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Second Edition. Edited by Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Ed. Palgrave Macmillan
- Pivetti, M. (1991). *An Essay on Money and Distribution*. Londres: Macmillan, 1991.
- Tcherneva, P. (2016). Money, Power, and Monetary Regimes. *Working Paper N°861*. The Levy Economics Institute of Bard College.
- _____. (2011a). Fiscal Policy Effectiveness: Lessons from the Great Recession. *Working Paper N°649*. The Levy Economics Institute of Bard College.
- _____. (2011b). Fiscal Policy: why aggregate demand fails and what to do about it. *Working Paper N°650*. The Levy Economics Institute of Bard College.

_____. (2008). Keynes's Approach to Full Employment: aggregate or targeted demand? *Working Paper N°542*. The Levy Economics Institute of Bard College

Sarantis, N. (1994) "Inflation". In: *The Elgar Companion for Radical Political Economy*/ ARESTIS, P e SAWYER, M. Vermont:Edward Elgar.

Sawyer, M. (2003). Employer of Last Resort: Could It Deliver Full Employment and Price Stability? *Journal of Economic Issues, Vol. 37, No. 4, pp. 881-907*.

Serrano, F. (2010). O Conflito Distributivo e a Teoria da Inflação inercial. *Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, 14(2): 395-421*.

Shapiro, N. & Sawyer, M. (2003). "Post Keynesian Price Theory". *Journal of Post Keynesian Economics, 25(3), 355-365*.

Smithin, J (2003) "Inflation". In: *The Elgar Companion to Post-Keynesian Economics*/ KING, J. E, Vermont : Edward Elgar.

Wray, L. R. (2015). *Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. Palgrave Macmillan, Second edition.

_____. (2013) Modern Money Theory 101: a reply to critics. *Working Paper N°778*. The Levy Economics Institute of Bard College.

_____. (1998). *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Northampton, MA: Edward Elgar.