



TESOURO NACIONAL

REVISTA
CADERNOS DE
FINANÇAS PÚBLICAS
02 | 2022

Apoio:



LIMITES PARA O EXERCÍCIO DA SOBERANIA MONETÁRIA EM PAÍSES PERIFÉRICOS

Márcio Gimene

Secretaria de Orçamento Federal do Ministério da Economia

Daniel Negreiros Conceição

Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional da
Universidade Federal do Rio de Janeiro

André de Melo Modenesi

Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

Resumo

O objetivo desta monografia é analisar os limites ao exercício da soberania monetária em países periféricos. Discute-se a existência de uma hierarquia de moedas no sistema monetário internacional e as suas possíveis consequências para a gestão das políticas cambial, monetária e fiscal em países periféricos. Argumenta-se que a condição periférica não é imutável. E que diante do reconhecimento de que um país se encontra em posição desfavorável na hierarquia de moedas, ao menos dois caminhos podem ser adotados: aceitar que cabe a esse país seguir apresentando baixa relevância internacional, altos índices de pobreza e estrutura produtiva voltada para atividades primário-exportadoras de baixo valor agregado; ou investigar quais providências precisam ser adotadas para que o país assuma maior relevância internacional, ofereça melhores condições de vida para a sua população e desenvolva uma estrutura produtiva mais diversificada e sofisticada tecnologicamente.

Palavras-chave: soberania monetária, hierarquia de moedas, países periféricos, desenvolvimento.

JEL: E62, E63, O23.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	4
HIERARQUIA DE MOEDAS DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL.....	7
LIMITES DA POLÍTICA CAMBIAL EM PAÍSES PERIFÉRICOS.....	13
LIMITES DA POLÍTICA MONETÁRIA EM PAÍSES PERIFÉRICOS.....	17
LIMITES DA POLÍTICA FISCAL EM PAÍSES PERIFÉRICOS.....	23
DESENVOLVIMENTO PRODUTIVO E REGIONAL.....	33
CONCLUSÃO.....	43
REFERÊNCIAS.....	47

INTRODUÇÃO

O conhecimento sobre as potencialidades e as limitações das finanças públicas avançou significativamente desde a crise financeira mundial de 2008. Para evitar uma depressão de grandes proporções, os bancos centrais dos países economicamente mais avançados aumentaram a base monetária em uma escala até então inédita. Desde então, os países apoiados pelo afrouxamento quantitativo (quantitative easing) apresentaram taxas básicas de juros e taxas de inflação próximas de zero. Essa constatação provocou um debate internacional sobre a necessidade de aperfeiçoamento dos modelos teóricos que até então vinham orientando a formulação de políticas macroeconômicas.

Esse debate ganhou relevância no Brasil a partir de janeiro de 2019, por meio de uma série de artigos publicados por André Lara Resende no jornal Valor Econômico. O fato de o autor dos artigos ser um ex-presidente do Banco Central do Brasil com ampla experiência no mercado financeiro e reconhecida competência acadêmica provocou a curiosidade de públicos mais amplos do que os usualmente interessados no assunto. No entanto, uma relevante indagação se impôs neste debate: até que ponto países como o Brasil, que não emitem moeda de ampla circulação internacional, podem adotar políticas fiscais e monetárias expansionistas, sem que isso resulte em aceleração da inflação e perda de controle na gestão dos custos distributivos da dívida pública?

É nesse contexto que a presente monografia tem como objetivo analisar os limites ao exercício da soberania monetária em países periféricos. Parte-se do entendimento de que um governo é monetariamente soberano quando emite a sua própria moeda¹, mas o pleno exercício dessa soberania é prejudicado por limites que precisam ser avaliados ex-ante pelos formuladores de políticas econômicas. Caso contrário, experimentalismos mal concebidos podem provocar retrocessos com graves consequências econômicas e sociais.

A primeira seção do trabalho discute a existência de uma hierarquia de moedas no sistema monetário internacional, que se refletiria em diferentes prêmios de risco atribuídos às moedas nacionais. Nos níveis mais elevados dessa hierarquia estariam 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 estariam os países periféricos. Por serem emissores de moedas pouco líquidas internacionalmente, estes precisariam pagar taxas de juros superiores às praticadas pelos países centrais. Caso contrário, dificilmente os agentes econômicos teriam interesse de manter em seus portfólios títulos públicos emitidos em moedas de baixa procura internacional. Dessa assimetria monetária e financeira resultariam uma maior vulnerabilidade dos países periféricos à volatilidade dos fluxos de capitais e a

1 De forma mais precisa, o 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 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).

tendência desses países de se endividarem em moeda estrangeira e de dolarizarem suas economias.

A partir dessa perspectiva, a segunda seção aborda os limites da política cambial em países periféricos. Argumenta-se que na ausência de acordos e instituições internacionais capazes de conter movimentos bruscos de entrada e saída de capitais, adotar regime de câmbio flexível com intervenções pontuais (flutuação suja) para conter excessos de volatilidade tende a ser a opção de regime cambial economicamente menos onerosa, inclusive para os países periféricos. Assume-se que o regime de câmbio flutuante tende a oferecer aos países que o adotam mais liberdade para exercerem a sua soberania monetária funcionalmente, pois não estabelece o compromisso de conversibilidade da moeda estatal em outras moedas ou mercadorias. Assim, não há risco de o governo descumprir uma promessa sua, pois simplesmente não há promessa de conversão. Como o regime flutuante não precisa alcançar uma taxa de câmbio determinada, as políticas monetária e fiscal podem ser conduzidas com foco na promoção do desenvolvimento, reduzindo a necessidade de montantes muito elevados de reservas cambiais e de excesso de rigidez no controle dos gastos públicos para assegurar a estabilidade cambial, evitando desequilíbrios disruptivos no Balanço de Pagamentos.

A terceira seção argumenta que os países periféricos também enfrentam dificuldades específicas na gestão da política monetária. Além de precisarem manter taxas básicas de juros acima das praticadas pelos países centrais, as economias dos países periféricos geralmente apresentam maiores problemas estruturais pelo lado da oferta. Isso exige ampla coordenação governamental para lidar com os diversos tipos de inflação de custos, tais como: inflação de salários, inflação de lucros, inflação importada e inflação de gargalos setoriais de oferta. Se, ao invés disso, o governo se limitar a controlar a inflação pelo lado da demanda, manipulando os gastos públicos e a taxa básica de juros de forma a provocar desemprego involuntário da força de trabalho, as causas concretas dos aumentos de custos deixam de ser enfrentadas e o resultado acaba sendo altos índices de desemprego e pobreza.

A quarta seção aborda os limites da política fiscal em países periféricos. Argumenta-se que embora governos monetariamente soberanos não dependam de arrecadação prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem, isso não significa que possam ou devam gastar sem limites. Decisões de gasto precisam atentar para ao menos três aspectos cruciais: o risco de aceleração da inflação, as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias e as restrições externas.

Sobre o risco de aceleração da inflação, observa-se que a autoridade monetária, sozinha, não dispõe de instrumentos suficientes para assegurar a estabilidade monetária. É preciso que haja planejamento e coordenação do conjunto das ações governamentais, de maneira que as políticas públicas possam convergir para a implementação de uma estratégia de desenvolvimento previamente definida, que lide não apenas com a inflação de demanda, mas também com os diferentes tipos de inflação de custos.

Em relação às restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, discute-se as dificuldades de se instituir um arcabouço institucional de planejamento e gestão orçamentária que seja funcional do

ponto de vista econômico, ao mesmo tempo em que favoreça a cooperação entre os poderes da República e os entes federados nos processos de elaboração, implementação, monitoramento e avaliação das políticas públicas.

Quanto às restrições externas, argumenta-se que o desafio mais difícil de ser superado pelos países periféricos consiste na implementação de políticas públicas com abrangência e duração suficientes para promover a diversificação e a complexificação tecnológica das suas atividades produtivas.

A quinta seção trata justamente da necessidade de políticas de promoção do desenvolvimento produtivo e regional que ofereçam aos países condições mais favoráveis para o exercício da sua soberania monetária. Observa-se que a condição periférica não é imutável. Logo, diante do reconhecimento de que um país se encontra em posição desfavorável na hierarquia de moedas do sistema monetário internacional, ao menos dois caminhos podem ser adotados: aceitar que cabe a esse país seguir apresentando baixa relevância internacional, altos índices de pobreza e estrutura produtiva voltada para atividades primário-exportadoras de baixo valor agregado; ou investigar quais providências precisam ser adotadas para que o país assuma maior relevância internacional, ofereça melhores condições de vida para a sua população e desenvolva uma estrutura produtiva mais diversificada e sofisticada tecnologicamente.

Em seguida, uma seção conclusiva encerra o trabalho.

HIERARQUIA DE MOEDAS DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

Fritz, Paula e Prates (2016) argumentam que 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: meio de troca; unidade de conta e de denominação de contratos; e reserva de valor. 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-líquidas, pois não cumprem nenhuma das funções da moeda em âmbito internacional.

Esse caráter hierárquico do sistema monetário internacional foi apontado por Keynes (1930) na sua obra *Treatise on Money*; e retomado em suas contribuições para a Conferência de Bretton Woods. Como destacado por Skidelsky (2000), durante os preparativos para Bretton Woods, Keynes estava especialmente preocupado com a condição da Inglaterra enquanto país devedor no pós-Segunda Guerra Mundial. Tal preocupação o levou a propor a criação de uma moeda internacional (Bancor) e de uma espécie de Banco Central Internacional (Internacional Clearing Union).

As recomendações de Keynes foram apenas superficialmente contempladas com criação do Fundo Monetário Internacional, em 1945. O sistema monetário internacional permaneceu hierarquizado e assimétrico, com o dólar estadunidense assumindo o papel de moeda-chave internacional no pós-guerra. Situação essa que se agravou a partir do fim do padrão-ouro, em 1971, quando os estadunidenses anunciaram que a sua moeda não seria mais lastreada em quantidades previamente definidas de ouro.

Ao anunciarem o abandono unilateral do padrão-ouro, os Estados Unidos reforçaram sua condição de hegemom. Como observado por Teixeira (2000, p. 9-10):

Ao impor ao mundo a soberania do dólar (e de um dólar desvinculado do ouro), a economia americana passou a uma situação em que não está mais sujeita a restrições de balanço de pagamentos. Pode com isso importar livremente e, dessa forma, reestruturar seu parque industrial, praticando déficits comerciais gigantescos: o problema é do resto do mundo. Pode adotar as estratégias que bem entender, tendo em vista a manutenção de seu crescimento interno, desconhecendo – se assim o quiser – os problemas que cria para seus parceiros; estes que se ajustem como puderem. E, diante de qualquer ameaça externa, pode reativar a fórmula mágica salvadora, elevando a taxa de juros e fazendo refluir para os ativos denominados em dólar a riqueza líquida espalhada pelo mundo.

Com o dólar fiduciário² o sistema monetário internacional se tornou mais dependente das escolhas de políticas econômicas do país emissor da moeda-chave internacional, o que intensificou a volatilidade dos fluxos de capitais em uma economia mundial caracterizada pela subordinação dos sistemas produtivos à lógica financeira dos negócios.

Essa tendência de descolamento entre as dinâmicas produtiva e financeira já havia sido observada por Veblen (1899, 1904, 1914, 1921). O economista estadunidense notou que nas fases iniciais da indústria mecânica moderna, enquanto os processos mecanizados achavam-se ainda isolados e possuíam pequenas escalas, os empresários eram os proprietários e os supervisores diretos dos equipamentos industriais (muitas vezes eram eles os próprios inventores ou inovadores), além de serem também os responsáveis pela supervisão das transações financeiras de seus negócios. Na medida em que a indústria mecanizada cresceu, em função das técnicas progressivamente mais complexas, e a concatenação dos diversos processos industriais e dos mercados fizeram-se presentes, as conjunturas dos negócios tornaram-se mais variadas e mais sistêmicas.

O aspecto financeiro dos empreendimentos passou a exigir maior atenção na medida em que surgiam possibilidades de lucros ou de prejuízos por meio de expedientes meramente comerciais, independentemente da eficiência industrial e tecnológica da empresa. Dessa forma, o sistema pro-

2 Isto é, sem lastro em objetos físicos (como o ouro) que atestem o seu valor.

duto ficou cada vez mais suscetível de sofrer manipulações astuciosas. Afinal, o objetivo principal dos homens de negócio transferiu-se gradativamente da gerência de processos industriais para uma perspicaz redistribuição de investimentos de empresas menos lucrativas para outras mais lucrativas, e também para o controle das conjunturas comerciais por meio de investimentos e coligações.

Veblen destaca que muitas vezes é de interesse dos homens de negócio que o fluxo natural necessário à conservação eficiente do sistema industrial sofra perturbações, pois assim podem obter lucros superiores. Isso inclui forçar flutuações dos preços das ações e dos títulos públicos de acordo com seus interesses de compra ou de venda, independentemente das consequências para a economia real e a vida das pessoas.

Isso é especialmente preocupante para os países que emitem moedas de baixa aceitação internacional. Como observado por Fritz, Paula e Prates (2016), as principais características do atual sistema monetário internacional são: o dólar fiduciário como a moeda-chave no topo da hierarquia de moedas; o regime de câmbio flutuante; e a livre mobilidade de capitais. Nesse sistema, a interação entre a moeda-chave fiduciária e o ambiente de alta mobilidade de capital impulsionou a integração dos mercados financeiros domésticos e as inovações financeiras (securitização, derivativos etc.), que resultaram no ambiente de globalização financeira, caracterizado por uma alta volatilidade – com os fluxos de capitais, taxas de câmbio, taxas de juros e preços dos ativos sujeitos a grandes flutuações de curto prazo – e um elevado grau de contágio.

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 seus portfólios de investimentos, mantendo em suas carteiras 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 em que os agentes buscam aumentar a liquidez e reduzir o risco de suas aplicações.

Na atual hierarquia de moedas, somente o dólar 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.

Prates (2002) ressalta que as moedas dos demais países centrais também são utilizadas como meio de denominação dos contratos em âmbito internacional, além de serem demandadas, de forma secundária, como ativo de reserva nos portfólios de investidores internacionais. Nisso se distinguem das moedas dos países periféricos, que raramente são utilizadas em contratos internacionais e mantidas como ativos de reserva nos portfólios dos não residentes.

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 não conversíveis internacionalmente, 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.

Como será discutido adiante, governos monetariamente soberanos não dependem de arrecadação prévia nem da emissão de títulos públicos para realizarem gastos nas moedas que eles mesmos emitem. Ainda assim, a capacidade dos países periféricos de exercerem sua soberania monetária é afetada por decisões tomadas pelos governos dos países centrais. Por exemplo, se um país periférico emitir títulos públicos com taxas de juros iguais ou inferiores às dos títulos estadunidenses, 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.

Outro exemplo: quando os países centrais se encontram em recessão ou com baixas taxas de juros, os agentes econômicos se veem estimulados a direcionarem uma parcela maior dos seus investimentos para os países periféricos. É o que muitas vezes ocorre com os reinvestimentos de lucros de empresas sediadas nos países centrais, mas que possuem filiais em países periféricos. No entanto, em momentos de maior dinamismo nos países centrais, ou quando suas autoridades monetárias decidem aumentar as taxas de juros referenciais das suas economias, ou ainda quando há um aumento da preferência pela liquidez (em função do aumento das incertezas na economia mundial, por exemplo), os agentes econômicos tendem a redirecionar para os países centrais investimentos que haviam sido diversificados para os países periféricos. Tais movimentos ocorrem muitas vezes de forma independente dos fundamentos macro e microeconômicos das economias dos países periféricos e dos balanços das suas empresas.

Os efeitos desestabilizadores desses fluxos explicitaram-se nas crises financeiras da década de 1990. Prates (2002) nota que essas crises atingiram principalmente os chamados países emergentes, ou seja, os países periféricos que se inseriram no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, a partir do final dos anos 1980, mediante a liberalização de seus sistemas financeiros e de suas contas de capital, tomando-se mercados emergentes. A autora argumenta que a forma de inserção desses países em um ambiente intrinsecamente instável – no qual o dólar fiduciário é a moeda-chave, a finança de mercado liberalizada e globalizada é dominante e a financeirização é o padrão sistêmico de gestão da riqueza – os tomou mais vulneráveis às crises financeiras.

A recorrência de crises financeiras (cambiais, bancárias, financeiras internas etc.) é um fenômeno característico do sistema de finanças liberalizadas e globalizadas, no qual os choques são facilmente transmissíveis através das fronteiras (e, assim, manifestam-se nos mercados cambiais) e de um mercado a outro (mercados de capitais e de crédito), resultando em fortes flutuações dos fluxos de capitais, dos preços dos ativos e das taxas de câmbio. Contudo, ressalta Prates (2002), no caso dos países emergentes as crises cambiais foram mais frequentes e as crises bancárias mais severas. Além disso, as crises bancárias tenderam a se converter em crises cambiais, da mesma forma que essas últimas ameaçaram a estabilidade dos sistemas financeiros domésticos.

É importante notar que as chamadas falhas dos mercados financeiros (informações imperfeitas e/ou assimétricas) e os fenômenos delas decorrentes (acionamento de crédito, situações de pânico e comportamento de manada) são aspectos intrínsecos às economias contemporâneas (MINSKY, 2013).

Nesse contexto intrinsecamente instável, a volatilidade dos fluxos de capitais em busca de valorização na esfera financeira é problemática especialmente para os países periféricos. A absorção desses capitais originou ou alimentou ciclos de crédito e bolhas de consumo (países latino-americanos) ou especulativas no mercado de ativos (países asiáticos), resultando, na maioria dos casos, na fragilização tanto das contas externas como dos sistemas financeiros domésticos.

De forma geral, as crises financeiras dos países emergentes foram geradas a partir da absorção dos intensos fluxos de capitais atraídos pelos diferenciais de taxas de juros, associados a políticas monetárias restritivas e regimes de câmbio administrado, em um contexto de liberalização financeira e excesso de liquidez internacional. Esses fluxos de capitais resultaram em valorização cambial nos países emergentes, déficits em suas contas correntes, fragilização do sistema bancário, deterioração da situação financeira das suas empresas e bolhas de consumo ou especulativas nos mercados de ativos.

Como observado por Prates (2002), um fator adicional de instabilidade nos países emergentes decorre do fato de que vários desses países permitem empréstimos bancários em (ou denominados em) moeda estrangeira. Isto possibilita aos bancos transferirem o risco cambial para os tomadores domésticos, pois os recursos captados no mercado financeiro internacional podem ser repassados seja na mesma moeda de captação, seja com correção cambial. Quando esses empréstimos são direcionados para setores não-comercializáveis (como serviços e construção civil) ou para a aquisição de ativos (ações, imóveis) ou bens de consumo, o risco cambial não é de fato neutralizado. Ele se converte em um maior risco de crédito, pois uma desvalorização tem impactos deletérios sobre a capacidade de pagamentos dos devedores, que geralmente não têm receitas em moeda estrangeira.

O aparente menor risco implícito nos empréstimos em moeda estrangeira motiva os bancos a expandirem essa modalidade de crédito, encontrando respaldo na demanda das empresas e famílias devido à subestimação do risco cambial (dado o contexto de estabilidade ou valorização da taxa de câmbio). Consequentemente, aumenta o volume de transações com descasamento de moeda e, assim,

há maior fragilidade financeira da economia às desvalorizações cambiais que costumam acompanhar a reversão desses fluxos.

Reversões súbitas dos fluxos podem provocar crises financeiras de grandes dimensões, pois a desvalorização cambial que acompanha essa reversão provoca um aumento automático da fragilidade financeira dos bancos, das empresas e das famílias com passivos em moeda estrangeira, o que reforça a crise cambial, pois os esforços para quitar a dívida externa ou efetuar hedge para as posições descobertas em moeda estrangeira acentuam as pressões sobre a taxa de câmbio. Além disso, os instrumentos tradicionais de política para conter ou minimizar crises cambiais, como o aumento da taxa de juros e a desvalorização cambial, perdem sua eficácia, pois acabam agravando a situação financeira desses agentes.

Apesar das especificidades que distinguem as crises enfrentadas pelos países latino-americanos e asiáticos, Prates (2002) observa a existência de pontos em comum tanto em relação à sua origem (a forma de inserção no sistema financeiro internacional globalizado) quanto no que diz respeito à sua dinâmica interna (a interação entre crises cambiais e bancárias internas, resultando na eclosão das chamadas crises gêmeas). Dentre os fatores explicativos para a ocorrência dessas crises, destacam-se: o potencial desestabilizador dos fluxos de capitais; o endividamento externo; e a denominação em moeda estrangeira das transações financeiras domésticas, que criam o vínculo entre as crises cambial e bancária.

No entanto, esses aspectos não são suficientes para explicar as causas da maior vulnerabilidade dos países periféricos em relação aos países centrais no enfrentamento da instabilidade do sistema monetário e financeiro. A maior vulnerabilidade desses países à instabilidade sistêmica que caracteriza o ambiente de globalização financeira estaria associada à sua posição subordinada e periférica no sistema monetário internacional. Segundo Prates (2002), são as assimetrias monetárias e financeiras desse sistema que explicam não apenas a maior vulnerabilidade dos países periféricos à volatilidade intrínseca aos fluxos de capitais, mas também a tendência desses países de se endividarem em moeda estrangeira e dolarizarem suas economias. Esses dois fatores resultariam, por sua vez, em descasamento de moedas e em feedbacks recíprocos entre as crises cambiais e bancárias, o que explicaria o caráter predominantemente gêmeo das crises financeiras nesses países, ao contrário do que ocorre nos países centrais.

Na ausência de acordos e instituições internacionais capazes de conter os movimentos bruscos de entrada e saída de capitais, seriam mais limitados do que nos países centrais os instrumentos que os países periféricos dispõem para defenderem suas economias.

Partindo dessa reflexão sobre a existência de uma hierarquia de moedas no sistema monetário internacional, as próximas seções discutirão possíveis limites enfrentados pelos países periféricos na gestão de suas políticas cambiais, monetárias e fiscais.

LIMITES DA POLÍTICA CAMBIAL EM PAÍSES PERIFÉRICOS

Um aspecto crucial para a formulação de políticas econômicas em todos os países é a definição do regime de câmbio a ser adotado. Optar pelo regime de câmbio fixo significa prometer a conversão da moeda estatal em algo que não é criado pelo Estado: normalmente uma quantidade de objeto físico (como o ouro) ou de moeda emitida por outro país. Os países que escolhem esse caminho geralmente o fazem: na expectativa de se beneficiarem de uma maior aceitação da sua moeda pelos agentes econômicos internos e externos; para usar sua política cambial como instrumento de controle da inflação; ou para mitigar incertezas decorrentes da volatilidade cambial.

Vernengo e Caldentey (2019) recordam que o crescimento acelerado dos países latino-americanos nas décadas de 1950 e 1960 ocorreu com taxas de câmbio relativamente rígidas e apreciadas, o que contribuiu para a redução dos preços de máquinas importadas e para o aumento dos salários reais.

No entanto, desde o fim do padrão-ouro, em 1971, o regime cambial mais utilizado no mundo é o flutuante³. Isso ocorre em grande medida porque, na ausência de instituições que exerçam as funções de Banco Central e Tesouro em âmbito internacional, como proposto sem sucesso por Keynes durante a Conferência de Bretton Woods, a manutenção de regimes de câmbio fixo é altamente problemática. Ou se obtém superávits em transações correntes muito elevados (como os praticados atualmente pela China, mobilizando uma quantidade enorme de pessoas para produzir bens e serviços que serão usufruídos em outros países) ou se implementam seguidos ajustes recessivos (o que tende a provocar um círculo vicioso de aumento do desemprego e queda na renda doméstica).

Como discutido na seção anterior, as principais características o atual sistema monetário internacional são: o dólar fiduciário como a moeda-chave no topo da hierarquia de moedas; o regime de câmbio flutuante; e a livre mobilidade de capitais. Em um sistema com tais características, o custo de se adotar regime de câmbio fixo tende a ser alto.

3 É importante notar que o desafio da fixação da taxa de câmbio só se verifica quando esta taxa está artificialmente valorizada, ou seja, abaixo do seu nível na ausência da intervenção cambial. Neste caso, é preciso que a autoridade monetária interventora incremente a oferta e/ou reduza a demanda da/por moeda estrangeira, que ela não emite, no mercado cambial. Para tal, o governo poderá reduzir suas reservas até o limite do seu esgotamento, oferecer ativos financeiros suficientemente atraentes (normalmente pagadores de taxas de juros excepcionalmente elevados), ou reduzir a renda dos importadores. Já um governo que busque o resultado inverso, da desvalorização cambial, através da fixação da taxa de câmbio não enfrenta o mesmo tipo de dificuldades. Afinal, tal objetivo pode ser muito mais facilmente atingido por meio da oferta da moeda doméstica que a autoridade monetária interventora cria. É o caso Chinês, por exemplo, cuja estratégia de desenvolvimento incluiu o acúmulo estatal de reservas internacionais. Para que este acúmulo de reservas fosse possível, foi necessário o desenvolvimento de um setor exportador extremamente competitivo, combinado à intervenção cambial por meio da compra pública de reservas. Por um lado, a demanda por mercadorias chinesas excepcionalmente baratas para consumidores estrangeiros gerou uma generosa e persistente oferta de dólares em troca dos remímbis chineses. Por outro, a compra de dólares pelo Banco Central Chinês representava uma oferta infinitamente preço elástica de remímbis por um preço perfeitamente conhecível a quem quisesse comprá-los com dólares. Como a vasta maioria dos remímbis obtidos em troca de dólares era utilizada para adquirir mercadorias chinesas, o acúmulo de reservas pelo Bacen chinês se manifestou como superávit comercial chinês (e déficit comercial americano). Finalmente, é importante notar que o simples acúmulo de moedas estrangeiras em troca de mercadorias materialmente valiosas ao país emissor da moeda estrangeira não tem como configurar, em si, uma estratégia de desenvolvimento econômico funcional. A funcionalidade desta estratégia se manifesta no uso dado a estas reservas internacionais. No caso chinês, as elevadas reservas foram constituídas para a eventual aquisição de recursos produtivos indisponíveis no território chinês e indispensáveis ao desenvolvimento econômico daquele país (como terras férteis, reservas energéticas e minerais), compráveis apenas em moedas estrangeiras. Outros países materialmente mais ricos certamente não precisam de sacrifícios tão extremos como no caso Chinês, uma vez que o acúmulo de reservas internacionais não é necessário para a aquisição de recursos produtivos disponíveis domesticamente.

O problema do regime de câmbio fixo é que ele exige a acumulação de reservas cambiais (como ouro e moedas estrangeiras) suficientes para suprimir desconfiças sobre a capacidade de o governo cumprir a promessa de conversão. Como as economias nacionais estão sujeitas a incertezas diversas, essa desconfiça pode se transformar rapidamente em uma corrida dos detentores da moeda doméstica para a sua conversão antes que as reservas cambiais do país se esgotem, o que pode dificultar ou mesmo impossibilitar a manutenção da paridade cambial.

Como observado por Dalto et al (2020), para acumular as reservas cambiais necessárias para a manutenção do regime de câmbio fixo, quando o câmbio está valorizado existem basicamente duas alternativas:

- obter superávit em transações correntes; e/ou
- captar empréstimos no exterior.

Acontece que obter superávit em transações correntes envolve complexas questões estruturais, como a capacidade de exportar, as necessidades de importação e a renda líquida enviada/recebida do exterior. Diante de uma possível corrida pela conversão da moeda doméstica, a saída usual costuma ser a adoção de políticas monetária e fiscal que desacelerem o crescimento econômico para reduzir a necessidade de importações e, assim, gerar superávit em transações correntes. Só que isso tende a manter parcela significativa da população em situação de desemprego involuntário e gerar baixo crescimento econômico, em um ciclo recessivo que provoca mais desemprego e menos crescimento econômico.

Captar empréstimos no exterior, por sua vez, exige que instituições financeiras ou outros governos estejam dispostos a concedê-los. E mesmo quando isso acontece, o governo que capta o empréstimo fica sujeito ao risco de não conseguir honrar a dívida contraída na moeda que ele não emite.

Diante dessas dificuldades, uma terceira alternativa é o governo alterar a taxa pela qual garante a conversão da sua moeda. O governo pode deliberada e unilateralmente anunciar a desvalorização da sua moeda frente às demais, de forma que a mesma quantidade de moeda doméstica passe a ser convertida por uma quantidade menor de moeda estrangeira. O problema dessa alternativa é que ela tende a gerar desconfiça ainda maior sobre a capacidade do governo em honrar a conversibilidade, o que pode acelerar a corrida pela conversão e, conseqüentemente, dificultar ainda mais a manutenção das reservas cambiais necessárias para manter a taxa de câmbio fixa.

Fritz, Paula e Prates (2016) observam que as políticas de câmbio administrado – em regimes de câmbio fixo ou semifixo – adotadas pelos países periféricos emergentes nos anos 1990 revelaram-se vulneráveis a ataques especulativos, que culminaram em sucessivas crises cambiais. Como as moedas desses países posicionam-se na extremidade inferior da hierarquia de moedas, a volatilidade dos fluxos de capitais é maior do que no caso dos países centrais. Além disso, esses fluxos são ainda mais

sensíveis às políticas monetárias adotadas nos países centrais, conforme discutido na seção anterior. Como as taxas de câmbio tendem a ser mais voláteis nos países periféricos, as intervenções por parte dos bancos centrais são frequentemente necessárias, o que reforça a interação entre as taxas de câmbio e de juros.

Existem outras possibilidades de regimes cambiais, tais como:

- Bandas cambiais – a autoridade monetária estabelece uma faixa dentro da qual aceita a flutuação cambial. Adotado no Brasil logo após o Plano Real, até 1999;
- Currency board – forma mais rígida de câmbio fixo, na qual o governo garante a conversibilidade a uma taxa fixa de câmbio ao se comprometer a emitir moeda doméstica somente na medida em que haja entrada de moeda estrangeira. Adotado pela Argentina na década de 1990;
- Dolarização – adoção de moeda estrangeira para uso doméstico direto. Como ocorre atualmente no Equador; e
- União monetária – um grupo de países renuncia à sua soberania monetária em favor de uma entidade supranacional. Atualmente praticada pela União Europeia.

No entanto, o regime de câmbio flutuante tende a oferecer aos países que o adotam maior capacidade de exercerem a sua soberania monetária, pois não estabelece conversibilidade da moeda estatal em outras moedas ou mercadorias. Assim, não há risco de o governo falhar na promessa de conversão, pois simplesmente não há tal promessa.

Na prática, a maioria dos governos atuais pratica a chamada flutuação suja. Isto é, o governo anuncia que seu regime de câmbio é flexível, mas adota medidas regulatórias e de controle dos fluxos de capitais, além de realizar, via Banco Central, intervenções pontuais no mercado de câmbio, com o intuito de evitar:

- Excessos de volatilidade cambial;
- Redução de salários reais e aumento nos custos de importação de bens e serviços, no caso de movimentos de forte desvalorização cambial; ou
- Pressões deflacionárias e perda de competitividade dos seus produtos e serviços frente aos similares internacionais, no caso de movimentos de forte apreciação cambial.

Dado que o sistema político mundial é caracterizado pela competição e a guerra (inclusive por meios não convencionais) entre Estados e economias nacionais (FIORI, 2007, 2014), não há que se esperar dos governos plena transparência em relação às estratégias e aos instrumentos por eles adotados na defesa dos interesses da sua população (ou de segmentos sociais específicos da sua população).

Logo, ainda que se reconheça que desde o fim do padrão-ouro o regime de câmbio flutuante é o mais praticado no mundo, é igualmente forçoso reconhecer que os governos dos países que adotam tal regime frequentemente fazem intervenções no mercado de câmbio, além de eventualmente utilizarem medidas regulatórias e de controle dos fluxos de capitais para atenderem aos seus objetivos de desenvolvimento.

Não é razoável supormos, no entanto, que diante da alta volatilidade internacional dos fluxos de capitais as autoridades monetárias devam se comprometer publicamente em perseguir parâmetros rígidos para orientar suas intervenções no mercado de capitais.

Os governos mantêm reservas cambiais e fazem intervenções pontuais no mercado de câmbio, porém, sem estabelecer taxa fixa de conversão (a venda/compra de reservas cambiais é feita ao preço de mercado). Como o regime flutuante não precisa alcançar uma taxa de câmbio determinada, as políticas monetária e fiscal podem ser conduzidas de acordo com outros objetivos que não o de acúmulo de reservas cambiais. Com regime de câmbio flexível (ou de flutuação suja), manter estoques elevados de reservas cambiais funciona basicamente como um seguro contra ataques especulativos. Os estoques de reservas necessários para garantir essa segurança tendem a ser menores, no entanto, do que aqueles que seriam necessários para garantir a manutenção do regime de câmbio fixo.

Outra importante forma que os países dispõem para se precaverem de ataques especulativos contra as suas moedas é evitar se endividarem em moedas emitidas por outros países. Dependendo das condições de financiamento (taxa de juros cobradas e prazos de pagamento), empréstimos em moedas estrangeiras podem ser uma alternativa interessante para viabilizar a importação de máquinas e equipamentos que incrementem a estrutura produtiva nacional, ampliando a capacidade de exportação e/ou reduzindo necessidades futuras de importação. É recomendável evitar o endividamento externo, no entanto, quando as atividades a serem contempladas não contribuam para o incremento da estrutura produtiva nacional, ou quando não forem atrativas as condições de financiamento disponíveis para viabilizar esse incremento. Afinal, o governo que se endivida na moeda que ele mesmo emite desfruta de maior autonomia para gerir sua política econômica do que o governo que se endivida em moedas emitidas por outros.

Em resumo, na ausência de acordos e instituições internacionais capazes de conter movimentos bruscos de entrada e saída de capitais, e enquanto o sistema monetário internacional seguir com as características atuais, adotar regime de câmbio flexível com intervenções pontuais (flutuação suja) para conter excessos de volatilidade tende a ser a opção de regime cambial mais interessante, inclusive para os países periféricos.

Ainda assim, como veremos a seguir, existem limites para as políticas monetária e fiscal que precisam ser observados pelos formuladores de políticas econômicas.

LIMITES DA POLÍTICA MONETÁRIA EM PAÍSES PERIFÉRICOS

Inflações moderadas (de até 5% ao ano, por exemplo) são um fenômeno recorrente em economias complexas. Identificar eventuais beneficiados ou prejudicados por processos inflacionários demanda análises específicas para cada setor da economia, de forma que se possa ponderar em qual proporção cada segmento social se apropriou de determinados aumentos de preços, bem como o quanto isso pode ter impactado o custo de vida⁴ ou de produção em cada setor.⁵

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.⁶ 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.

Afinal, se em determinada economia há uma percepção generalizada de que o nível geral de preços tende a cair (deflação), a tendência dos agentes privados é 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 representa a aquisição futura de mercadorias vendíveis cada vez mais baratas. Se essa percepção de tendência de queda dos preços for muito elevada, o impacto macroeconômico acaba sendo recessivo. Isso provoca aumento do desemprego, o que reduz ainda mais a demanda agregada e assim por diante.

No outro extremo, quando há uma percepção generalizada 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 postergarem decisões mais arrojadas de consumo ou de investimento (como financiar a compra de um imóvel ou adquirir equipamentos para a ampliação da capacidade instalada de uma empresa), o que também aumenta o desemprego, reduz a demanda agregada e assim por diante.

É por isso que os governos geralmente trabalham para que suas economias funcionem com patamares moderados de inflação, de forma a estimularem as decisões de consumo e investimento em ambientes de negócios com alguma previsibilidade.

Nas raras situações em que a economia de um país se encontra com pleno emprego das suas forças produtivas, o que se espera do seu governo é que administre os gastos públicos e os estímulos aos gastos privados de forma a evitar acelerações indesejadas da inflação por excesso de demanda. Essas situações são raras, pois quando as empresas se aproximam da ocupação máxima da sua capa-

4 Ver, por exemplo, as Cartas de Conjuntura do IPEA sobre inflação por faixa de renda, disponíveis em <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/tag/inflacao-por-faixa-de-renda/>.

5 Ver Modenesi (2005, 2008), Modenesi e Pimentel (2020), Wray (2003, 2015), Mitchell, Wray e Watts (2019), Dalto et al (2020) e Kelton (2020).

6 As hiperinflações são fenômenos raros, associados a rupturas políticas e/ou institucionais como, por exemplo, no caso da Europa pós Primeira Guerra Mundial. Desde a crise financeira de 2008, o risco de deflação tem preocupado mais do que o de hiperinflação.

cidade instalada, a expectativa de poder ampliar suas vendas motiva a ampliação dessa capacidade, contribuindo para a formação de um círculo virtuoso de crescimento.

Nestes casos, com pleno emprego da força de trabalho, o setor público pode reduzir algumas despesas (como as referentes ao seguro-desemprego e as transferências de renda para os mais pobres), além de ampliar as alíquotas de determinados impostos (o que reduz a renda disponível dos agentes) e ampliar a taxa básica de juros da economia e as taxas de juros cobradas pelos bancos públicos (o que eleva o custo de novas decisões de consumo e investimento, desacelerando sua velocidade).

Note-se que tanto o aumento do gasto público quanto o do gasto privado podem ter impactos inflacionários em uma economia que esteja operando em situação de pleno emprego. É por isso que, do ponto de vista macroeconômico, o gasto público e os estímulos aos gastos privados precisam ser calibrados mirando o pleno emprego da força de trabalho. Isto é, mirando o patamar em que todos que estejam dispostos e aptos a trabalhar em troca de determinado salário-mínimo politicamente pactuado naquela sociedade possam encontrar oportunidades dignas de trabalho no setor privado ou no setor público.

Não é desejável estimular a ampliação dos gastos (públicos ou privados) em situações de pleno emprego, pois isso tenderá a gerar inflação de demanda. Como também não é desejável administrar o nível geral de gastos (públicos e privados) de uma economia em patamares abaixo do pleno emprego, pois isso significa uma subutilização da capacidade produtiva daquela sociedade, com consequências sociais indesejáveis: desemprego involuntário, pobreza etc.

Com maior ou menor preocupação com os impactos da política monetária sobre o nível de emprego, desde o início da década de 1990 diversos países adotaram regimes de metas de inflação (RMI) no intuito de manter a inflação em patamares baixos. Uma meta numérica para a inflação com prazo predeterminado é anunciada publicamente e o Banco Central fica encarregado de administrar as taxas de juros de forma a assegurar o cumprimento dessa meta de inflação previamente definida.

Apesar desse regime contribuir para a convergência de expectativas sobre a inflação futura, existem dificuldades (e consequências) práticas que precisam ser consideradas. Um primeiro aspecto a ser destacado é que a apreciação nominal da moeda é mais conveniente para um banco central comprometido com metas de inflação do que uma depreciação, devido ao efeito negativo que esta tende a ter sobre a inflação. Isso leva os agentes econômicos a internalizarem a expectativa de que os bancos centrais dos países que adotam RMI serão mais tolerantes com movimentos de apreciação cambial do que com os de depreciação, o que acaba reforçando os movimentos de apreciação cambial.

Fritz, Paula e Prates (2016) alertam que os países periféricos em especial enfrentam desafios específicos quando adotam o RMI:

- O pass-through da variação cambial para a inflação tende a ser maior nas economias dos países periféricos. Como movimentos da taxa de câmbio desempenham nos países periféricos

um papel mais crucial do que nas economias avançadas, os bancos centrais recorrem frequentemente a mudanças de taxas de juros para conter a volatilidade cambial;

- Nos países periféricos há maior dificuldade na previsão da inflação, porque os choques são maiores e têm efeitos mais fortes, a diversificação produtiva é menor e os mercados financeiros domésticos são menos desenvolvidos;
- Os passivos externos de grande parte dos países periféricos são predominantemente denominados em moeda externa, criando o problema do “medo da flutuação”;
- A credibilidade da política monetária costuma ser questionada com maior ênfase nos países periféricos; e
- O impacto dos choques externos sobre a inflação doméstica é mais intenso nas economias periféricas, o que pode contribuir para uma inflação mais elevada em comparação às economias centrais.

Situações como essas levam os países periféricos a adotarem políticas monetárias geralmente mais restritivas do que os países centrais. O problema é que os instrumentos tradicionais de política monetária operam de forma assimétrica. Keynes usava a metáfora da corda para ilustrar essa assimetria: 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).

Como observado por Modenesi e Pimentel (2020), a garantia do nível de emprego não pode ser obtida simplesmente pela manutenção da taxa básica de juros estabilizada em níveis reduzidos. Mesmo diante de um baixo custo de captação (decorrente de reduzidas taxas de juros), o investimento não necessariamente se ampliará. 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 possibilita o atendimento a necessidades sociais concretas, ao mesmo tempo em que permite a elevação do nível de renda das famílias e empresas. Isso motiva os empresários a ampliarem seus investimentos, na expectativa de que encontrarão compradores (públicos ou privados) para os bens e serviços que ofertam.

No entanto, quando se verifica a ocorrência simultânea de câmbio valorizado com políticas monetária e fiscal restritivas, o resultado acaba sendo baixo crescimento, alto desemprego e perda de competitividade das empresas dos países periféricos frente aos seus concorrentes nos países centrais.

Além disso, controlar a demanda agregada não é suficiente para controlar a inflação. Especialmente nos países periféricos é necessário atentar para o lado da oferta. Afinal, nesses países a inflação de custos costuma ser mais relevante do que a inflação de demanda. Como exemplos de inflação de custos, destacam-se: inflação de salários; inflação de lucros; inflação importada; e inflação de gargalos setoriais de oferta. (MODENESI, 2005; 2008; MODENESI e PIMENTEL, 2020)

A inflação de salários é aquela resultante de persistentes elevações dos salários nominais. Duas variáveis são centrais para que isso ocorra: a aspiração salarial dos trabalhadores e o poder de barganha entre trabalhadores e empregadores. A primeira variável refere-se à remuneração que os trabalhadores consideram justa pelo seu trabalho. O segundo ponto diz respeito à capacidade deles de obterem o salário desejado. Como nos países periféricos os salários médios são significativamente inferiores aos verificados nos países centrais, é natural que ciclos de aceleração do crescimento econômico sejam acompanhados de alguma elevação de salários, como consequência 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 e melhores ofertas de trabalho).

Embora em um primeiro momento isso possa pressionar os custos de atividades intensivas em trabalho, trata-se de um bom problema. Afinal, salários mais altos contribuem para maior inclusão social e o fortalecimento do mercado interno, o que possibilita a ampliação das escalas de produção com ganhos de produtividade que reduzem o custo unitário dos bens e serviços ofertados. Ou seja, beneficiam tanto os trabalhadores assalariados quanto os empregadores privados, pois estes podem ampliar seus lucros e reduzir os custos unitários de produção na medida em que suas vendas crescem.

Apesar disso, como observado por Kalecki (1943), o maior obstáculo para que se alcance o pleno emprego não é de natureza técnica, e sim política. Por motivações diversas, e de forma nem sempre consciente, muitos empregadores preferem preservar o status social que o poder de demitir proporciona; ao invés de lucrarem mais em um regime de pleno emprego, no qual a demissão deixa de desempenhar o papel de medida disciplinar de hierarquização social. Esse é um dos motivos pelos quais o Estado precisa agir deliberadamente no sentido de promover o pleno emprego, enfrentando resistências da parcela dos empregadores privados que esteja empenhada em evitar que isso ocorra, caso se pretenda construir uma sociedade de fato inclusiva.

A inflação de lucros, por sua vez, 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 (como cartelização e conluio na formação de preços) 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 (como nos setores de saneamento e energia elétrica, por exemplo).

Já a inflação importada está relacionada aos preços dos bens e serviços (intermediários e finais) que cada país importa. Depende tanto das estruturas de custos dos bens e serviços importados quanto da taxa de câmbio vigente. Como discutido nas seções anteriores, no atual sistema monetário internacional os países periféricos são mais vulneráveis do que os países centrais a variações de preços

decorrentes de choques cambiais. Como sustentar regime de câmbio fixo nesse sistema exige enorme acúmulo de reservas cambiais para fazer frente a possíveis ataques especulativos, o mais recomendável é combinar regime de câmbio flexível com controles do fluxo de capitais e intervenções pontuais do Banco Central para impedir excessos de volatilidade. Ademais, como será discutido adiante, o combate à inflação importada exige planejamento de longo prazo e 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.

A inflação de gargalos setoriais de oferta, por sua vez, ocorre quando há uma insuficiência na oferta de determinado bem ou serviço que seja essencial para o conjunto da economia. É o que ocorre, por exemplo, quando há uma quebra de safra agrícola ou um apagão elétrico, motivados ou não por causas naturais. Para combater esse tipo de inflação é preciso 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 planejamento e coordenação governamental é de se esperar que surjam gargalos em setores específicos, o que pode provocar aumentos de preços com potencial para impactar outros setores da economia.

Serviços de infraestrutura caros e de baixa qualidade e sistemas tributários que incidem mais sobre a produção e o consumo do que sobre o patrimônio e a renda são exemplos de situações em que a falta (ou insuficiência) de planejamento governamental impacta diretamente a estrutura de custos de setores específicos ou da economia como um todo. Sem adequado planejamento, as economias ficam vulneráveis ao surgimento de gargalos produtivos, dificuldade de acesso a linhas de financiamento, formação de cartéis, crises de abastecimento, apagões de energia, infraestrutura insuficiente para transportes e logística etc. Tudo isso impacta diretamente nos custos de produção, que em grande medida são repassados aos consumidores intermediários e finais.

Para evitar que isso ocorra, os governos precisam identificar e agir sobre as causas de cada potencial fator gerador de pressões inflacionárias. Isso pode ser feito do ponto de vista regulatório (estabelecendo determinados parâmetros legais a serem observados pelos agentes privados), por meio de estímulos tributários e/ou creditícios (mediante o cumprimento de metas de interesse coletivo que justifiquem tais estímulos) ou mesmo pela ação direta de empresas estatais e/ou paraestatais (com foco em atividades de infraestrutura e de fronteira tecnológica, por exemplo).

Note-se que nada disso pode ser feito apenas pela autoridade monetária. A estabilidade de preços depende do planejamento e da coordenação do conjunto das ações governamentais, de maneira que as políticas públicas possam convergir para a implementação de uma estratégia de desenvolvimento previamente definida. É por isso que os governos (não somente, mas especialmente nos países periféricos) precisam diversificar seus instrumentos de controle da inflação, o que inclui providências como:

- No regime de câmbio flexível, implementar controles do fluxo de capitais e realizar intervenções no mercado de câmbio para impedir excessos de volatilidade e ataques especulativos contra a moeda nacional;
- Impedir aumentos abusivos de preços em setores que demandam regulação administrativa, tais como os sujeitos a monopólios, oligopólios e formações de cartéis;
- Assegurar a manutenção de estoques de alimentos e outros bens de primeira necessidade em patamares que impeçam aumentos abusivos de preços em períodos de oferta menor do que a demanda;
- Realizar despesas contínuas em infraestrutura econômica e social, em patamares suficientes para proporcionar a redução dos custos de produção e subsistência;
- Adotar sistema tributário progressivo, com maior incidência de tributos diretos sobre o patrimônio e a renda dos super-ricos e alíquotas mais baixas sobre a produção e o consumo de bens e serviços essenciais; e
- Manter a taxa básica de juros e as taxas de juros cobradas pelos bancos públicos em patamares pouco acima das praticadas pelo país emissor da moeda-chave internacional, de preferência com condições de financiamento mais vantajosas para as cooperativas e as micro, pequenas e médias empresas, bem como para as empresas de qualquer porte que assumam contrapartidas em termos de sofisticação tecnológica, geração de empregos e práticas de sustentabilidade ambiental.

Se, ao invés disso, o governo se limitar a controlar a inflação manipulando os gastos públicos e a taxa básica de juros de forma a provocar desemprego involuntário da força de trabalho, as causas concretas dos aumentos de custos deixam de ser enfrentadas e o custo social dessa escolha de política econômica acaba sendo demasiado. Afinal, além de inviabilizarem a formação de mercados internos dinâmicos, que permitam às atividades econômicas ampliarem suas escalas de produção, contribuindo para o fortalecimento dos encadeamentos produtivos e das sinergias intersetoriais e territoriais, altos índices de desemprego geram múltiplos problemas que afetam o conjunto da sociedade.

LIMITES DA POLÍTICA FISCAL EM PAÍSES PERIFÉRICOS

Como demonstrado por Lerner (1943, 1947), Wray (2003, 2015), Mitchell, Wray e Watts (2019), Dalto et al (2020) e Kelton (2020), governos monetariamente soberanos não dependem de arrecadação prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem. Isso era mais claro até cerca de 200 anos atrás, quando os reis ordenavam a cunhagem de moedas para gastá-las e, em seguida, recolhê-las de volta por meio da cobrança de tributos.

Com a criação dos bancos centrais e a separação patrimonial das autoridades fiscal (realizadora de pagamentos estatais e arrecadadora de impostos) e monetária (emissora da moeda estatal e reguladora do sistema monetário e financeiro), essa sequência de eventos não é mais tão evidente. No entanto, embora o sistema monetário atual seja mais sofisticado, e em grande medida dispense o uso de objetos físicos como as moedas metálicas, os conceitos básicos são os mesmos nos últimos quatro milênios: para que o soberano possa recolher na forma de tributos as moedas que ele mesmo emite, é preciso primeiro colocar essas moedas em circulação adquirindo bens e serviços da população local. Do ponto de vista lógico, não é possível ocorrer o contrário, pois neste caso os agentes privados não teriam como obter a moeda para devolvê-la na forma de tributos ao governo que a criou.

Minsky (2013) costumava dizer que embora qualquer pessoa possa criar moeda, o problema reside em ela ser aceita por outras pessoas. O que faz com que a moeda estatal tenha ampla aceitação é o fato de ela ser exigida para o pagamento de tributos cobrados pelo governo.

A função primordial dos tributos não é financiar os gastos públicos; e sim criar demanda para a moeda estatal. Dado que o não pagamento de tributos pode resultar em sanções diversas, tais como a cobrança de multas, confisco de bens ou mesmo a prisão do devedor, a demanda pela moeda estatal faz com que ela seja amplamente aceita dentro dos domínios daquele Estado. Além disso, os tributos também são importantes para:

- Reduzir a renda dos agentes econômicos para reduzir pressões inflacionárias por excesso de demanda⁷;
- Reduzir desigualdades extremas 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 excesso⁸.

⁷ Como o total arrecadado pela política tributária normalmente não tem como ser determinado ex ante, especialmente quando o Estado estabelece alíquotas tributárias incidentes sobre fluxos de renda, a eficácia da política monetária como ferramenta reguladora da demanda agregada tende a ser reduzida, e certamente menor do que ajustes no próprio gasto estatal, muito mais facilmente redimensionável e direcionável.

⁸ Aqui também é preciso cuidar para que o uso dos impostos como ferramenta desestimuladora de comportamentos indesejáveis não tenha consequências ainda mais indesejáveis. Por exemplo, ao invés de promoverem a redução dos comportamentos insalubres, impostos que tornem mais caro o consumo de substâncias nocivas à saúde (cigarros e bebidas alcoólicas) podem provocar a substituição de produtos de qualidade superior por produtos inferiores ainda mais nocivos à saúde. Além disso, em sociedades economicamente desiguais, comprometem desproporcionalmente o poder de compra de consumidores

Recordar um princípio básico de contabilidade é fundamental para que se entenda como funcionam os gastos públicos de governos monetariamente soberanos: 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 o setor externo é incluído 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:

$$\text{balanço privado doméstico} + \text{balanço público doméstico} + \text{balanço externo} = 0$$

Logo, ao menos um desses setores deverá 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).

Isso quer dizer que os governos monetariamente soberanos podem ou devem gastar sem limites? Com certeza não! Decisões de gasto precisam atentar para ao menos três aspectos cruciais: as restrições externas; o risco de aceleração e descontrole da inflação; e as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias.

Vimos nas seções anteriores que os governos de países periféricos enfrentam maiores dificuldades para gerir suas políticas econômicas do que os países centrais. Vimos também que os países periféricos que adotarem regime de câmbio flutuante, acumularem reservas cambiais e emitirem títulos públicos denominados em suas próprias moedas reunirão condições mais favoráveis para lidar com os desafios impostos pelo atual sistema monetário internacional. Vimos ainda que, em relação às contas externas, o desafio mais difícil de ser superado pelos países periféricos consiste na implementação de políticas públicas com abrangência e duração suficientes para promover a diversificação e a complexificação tecnológica das suas atividades produtivas. Este ponto será discutido em maior profundidade na próxima seção.

Sobre o risco de aceleração da inflação, há que se ter em mente que a autoridade monetária, sozinha, não dispõe de instrumentos suficientes para assegurar a estabilidade monetária. Como discutido na seção anterior, é preciso que haja planejamento e coordenação do conjunto das ações governamentais, de maneira que as políticas públicas possam convergir para a implementação de uma estratégia de desenvolvimento previamente definida. Estratégia essa que precisa considerar, especialmente nos países periféricos, a existência de diferentes tipos de inflação de custos: inflação de salários;

mais pobres forçados a lidar com dilemas alocativos cruéis (como, por exemplo, alguém que decida comer menos ou deixar de comprar remédios para continuar comprando cigarros ou bebidas alcoólicas) inexistentes para os consumidores mais ricos.

inflação de lucros; inflação importada; e inflação de gargalos setoriais de oferta.

Conduzindo as políticas cambial e monetária em sintonia com as preocupações aqui elencadas, os limites inflacionários ao desenvolvimento soberano se concentram em como gerir a escassez de recursos reais (força de trabalho, recursos naturais, tecnologias e capacidade de gestão), sem provocar pressões indesejadas sobre o nível de preços.

De forma sucinta, pode-se dizer que se uma obrigação financeira é devida em reais, por exemplo, o governo federal brasileiro sempre tem os meios financeiros para pagá-la. É preciso uma autorização do Congresso para que o Tesouro Nacional e o Banco Central façam os depósitos, mas só depende de um comando da União a disponibilização dos reais necessários para que tais pagamentos sejam efetivados.

No entanto, se um país não tem os recursos reais de que necessita, como uma vacina que precisa ser importada, pode não ser capaz de usar sua própria moeda para pagar por essas necessidades, pois tais recursos podem não estar disponíveis para venda na moeda daquele país. Nestes casos, o governo precisa de moedas estrangeiras, geralmente obtidas por meio da exportação de bens e serviços. Da mesma forma que um país que não produz vacina é incapaz de fazê-la surgir simplesmente criando moeda, existem diversas outras restrições do mundo real que precisam ser consideradas antes de se decidir por determinado gasto público.

Para ilustrar este ponto, digamos que o governo brasileiro decida contratar um milhão de trabalhadores para construir uma rede de túneis subterrâneos que integre todas as capitais do país. Chamaremos essa iniciativa de Programa Minhocão⁹. A primeira consideração a ser feita é se existem um milhão de trabalhadores disponíveis para contratação com as habilidades necessárias para viabilizar tal empreendimento. Em seguida, é preciso saber se estão disponíveis os insumos, a infraestrutura, a tecnologia e o conhecimento necessários para o alcance do objetivo do programa. Supondo que essas condições sejam atendidas, é preciso analisar o custo de oportunidade de contratar um milhão de trabalhadores para essa iniciativa. Isto é, avaliar as alternativas disponíveis para o uso dos mesmos recursos.

Caso esses um milhão de trabalhadores estejam desempregados, o custo de oportunidade de contratá-los será próximo de zero. No entanto, é provável que muitos já estejam trabalhando em outras atividades. Uma vez que o governo brasileiro não enfrenta uma restrição financeira como os agentes privados, ele poderá vencer uma guerra de preços contra os empregadores privados se assim desejar. Neste caso, o salário dos trabalhadores que disponham das qualificações necessárias para o Programa Minhocão poderá aumentar tanto que o setor privado precisará buscar trabalhadores com outras credenciais, ou empresas privadas serão fechadas. Os impactos no setor privado poderão ser complexos – provavelmente levando a salários mais altos, custos mais altos do produto e produção

9 Analogia com a “Missão Plutão”, mencionada por Wray (2015) para exemplificar a necessidade de que os governos sejam criteriosos na definição dos gastos que irão realizar.

menor nos setores que demandam trabalhadores com habilidades semelhantes às dos que foram deslocados para o mirabolante programa governamental. No mínimo, o Programa Minhocão poderia levar a gargalos (escassez relativa de recursos-chave) e alguns aumentos de preços. Logo, a política pública deve considerar o custo de oportunidade de contratar esses um milhão de trabalhadores para o Programa Minhocão, afastando-os de outros empregos.

Além disso, outros salários e preços podem ser aumentados em decorrência dos efeitos de repercussão. Na ausência de mecanismos de racionamento e/ou controle de salários e preços, programas como esse podem pressionar o nível de preços a ponto de provocarem uma inflação generalizada. Ao mesmo tempo, alto emprego e renda domésticos podem – em algumas circunstâncias – levar a um déficit comercial, na medida em que a demanda interna por importações aumenta em relação à demanda externa por exportações. Isso pode também pressionar a taxa de câmbio, embora a correlação entre déficits comerciais e a depreciação da taxa de câmbio dependa de outros fatores¹⁰.

O exemplo do Programa Minhocão visa enfatizar a importância de que os processos de formulação, expansão ou reformulação de cada política pública passem por criteriosas avaliações, conforme indicado no Guia prático de análise ex ante (BRASIL, 2018). Isso se faz necessário não porque faltem a governos monetariamente soberanos condições de financiar políticas públicas que demandem a contratação de bens e serviços que estejam a venda na moeda emitida pelo próprio governo. E sim porque os recursos reais (força de trabalho, recursos naturais, tecnologias e capacidade de gestão) são escassos e, sendo assim, precisam ser geridos com parcimônia para: não mobilizarem recursos reais que poderiam ser mais bem aproveitados de outras formas; nem provocarem efeitos indesejados sobre o nível de preços e o Balanço de Pagamentos.

Por isso a importância do planejamento governamental como orientador da definição dos montantes de recursos que os orçamentos públicos destinarão para cada atividade. Ou seja, embora do ponto de vista financeiro o governo monetariamente soberano em tese sempre possa gastar mais na moeda que ele mesmo cria, isso não significa que todo e qualquer gasto público seja desejável. Afinal, programas que não atendam necessidades concretas da sociedade mobilizam recursos reais que poderiam ser melhor empregados em outras atividades.

10 O impacto cambial de um aumento desequilibrado da demanda por dólares para aquisição de artigos importados em razão de um aumento no nível de renda/produto da economia dependerá do comportamento da oferta de dólares no mercado cambial, determinado não somente pela demanda por produtos domésticos, mas também por ativos compráveis na moeda doméstica. Mesmo na ausência de crescimento nas exportações é possível complementar a oferta de dólares para satisfazer uma demanda crescente por artigos importados por meio de um aumento no saldo da conta de capital e financeira. No entanto, diferentes composições da conta de capital e financeira podem se mostrar substancialmente mais ou menos sustentáveis. Por exemplo, um aumento no saldo da conta de capital e financeira que resulte da venda de dívidas denominadas em moedas estrangeiras será quase inevitavelmente insustentável, uma vez que ocasionará aumentos futuros na demanda pelas moedas estrangeiras necessárias para o cumprimento das obrigações contratadas. Já um aumento no mesmo saldo que resulte de um aumento nos investimentos externos diretos pode se mostrar sustentável, especialmente durante períodos de crescimento econômico capazes de garantir taxas de retorno mais do que suficientes para compensar eventuais desvalorizações cambiais (amenizadas pelo próprio investimento externo direto).

O mesmo pode ser dito de orçamentos feitos de maneira inercial, que se limitem a projetar para o futuro os gastos passados, sem avaliações técnicas sobre a conveniência da manutenção daquelas despesas. Isso muitas vezes acaba dificultando a mobilização dos recursos reais necessários para a implementação de outros programas que possam gerar resultados mais concretos para a sociedade. Trata-se de um problema técnico, tendo em vista a necessidade de estudos e avaliações que subsidiem os processos decisórios, mas também político, já que a definição de prioridades para a alocação dos recursos públicos implica em escolhas subjetivas sobre quais iniciativas devem receber maior ou menor apoio governamental.

Isso nos leva ao terceiro ponto anteriormente mencionado como limitador dos gastos públicos: as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias. Trata-se aqui de ponderar as dificuldades de se instituir um arcabouço institucional de planejamento e gestão orçamentária que seja funcional do ponto de vista econômico, ao mesmo tempo em que favoreça a cooperação entre os poderes da República e os entes federados nos processos de elaboração, implementação, monitoramento e avaliação das políticas públicas¹¹.

Seguindo a abordagem proposta por Matus (1993, 2007), planejamento será aqui entendido como o cálculo que precede e preside a ação. Nessa formulação é importante destacar o termo *preside*, pois ele indica a necessidade de um efetivo comprometimento dos dirigentes e de seus colaboradores com o que foi planejado. Para que o planejamento preceda, mas também presida a ação, é indispensável que o plano ou projeto de governo considere os aspectos político-institucionais e de gestão que limitam as possibilidades da sua implementação. Conforme ilustrado na Figura 1, o triângulo de governo proposto por Matus (1993) é composto por três vértices: projeto de governo, governabilidade do sistema e capacidade de governo.

Figura 1 – Triângulo de governo



Fonte: Matus (1993).

11 Dado que existe grande variedade de formas de organização político-institucional entre os países, optou-se nesta monografia por tratar desse tema a partir da realidade brasileira. No entanto, a maior parte do que será discutido a seguir pode ser adaptado a países com outras formas de organização político-institucional.

O projeto do governo indica as transformações que o governante pretende implementar, considerando a governabilidade do sistema e a capacidade de governo. A governabilidade do sistema diz respeito às variáveis que o governo controla e as que não controla. E a capacidade de governo se refere aos recursos necessários à realização do projeto de governo: competências das equipes, métodos e técnicas de trabalho, sistemas de informação etc.

Projetos de governo que não atentem para os limites de governabilidade e de capacidade de governo tendem a serem percebidos como declarações genéricas de intenções, sem suficiente clareza e/ou compromisso dos dirigentes com a identificação e o enfrentamento dos obstáculos que afetam a sua implementação. Como resultado, decisões relevantes são tomadas sem que relações de causa e efeito sejam devidamente consideradas. Para evitar que isso ocorra, os projetos de governo precisam ser ambiciosos, mas factíveis de serem efetivados no horizonte temporal a que se referem. E devem contar com processos estruturados de monitoramento e avaliação que proporcionem os subsídios necessários para ajustar a condução das ações na medida em que forem surgindo novos obstáculos e oportunidades. Isso significa dizer que o planejamento não pode ser entendido como uma mera lista descompromissada de desejos, muito menos como algo estático, supostamente capaz de ser concretizado sem o efetivo comprometimento dos atores necessários à sua implementação.

Note-se que tanto a formulação quanto a implementação de iniciativas de planejamento governamental exigem cooperação continuada de atores sociais com visões de mundo e prioridades muitas vezes distintas, inclusive dentro de um mesmo grupo dirigente. Consequentemente, dificuldades de natureza política tendem a limitar as possibilidades de ação. Alguns exemplos: nenhum governante, por mais sábio e bem-intencionado que seja, dispõe de tempo e apoio político ilimitados; além de precisar lidar com restrições normativas/legais e diversas dificuldades práticas alheias à sua vontade, para conseguir governar é preciso fazer composições políticas e realizar entregas de curto prazo nem sempre coerentes com planejamentos de médio e longo prazo; e níveis avançados de transparência e rigor técnico no trato de temas sensíveis tendem a gerar notícias negativas, que podem ser usadas por opositores para fragilizar a capacidade de liderança do governante.

Some-se a isso as dificuldades práticas de coordenação entre os federados e os poderes da República; e o resultado acaba sendo um complexo conjunto de restrições práticas e legais para a ação governamental. As restrições legais em particular são compreensíveis do ponto de vista republicano (instituem mecanismos de freios e contrapesos nas relações entre poderes) e federalista (partilham poderes e atribuições entre entes que atuam em um mesmo território). Por outro lado, tais restrições legais criam uma série de embaraços, inclusive financeiros, para a implementação do plano ou projeto de governo.

Como discutido por Barcelos (2012), o conjunto de regras (instituições formais e informais) que orientam as relações políticas, econômicas e sociais subjacentes ao processo de alocação de recursos no setor público estabelece restrições e incentivos para o emprego dos recursos públicos. Como

essas regras são concebidas, implementadas e fiscalizadas por seres humanos, podem existir diversas formas de interpretá-las. Se, por exemplo, os recursos orçamentários não são disponibilizados em quantidades suficientes ou se não chegam oportunamente às organizações envolvidas em sua realização, então dificilmente os objetivos pretendidos pelo Estado poderão ser alcançados. De quem é a responsabilidade quando situações como essas ocorrem? O que deve ser feito para evitar que elas aconteçam?

Responder a essas questões não é tarefa simples. Afinal, os diversos atores envolvidos nos processos orçamentários geralmente possuem distintas preocupações e partem de diferentes pressupostos teóricos sobre a natureza da moeda e do gasto público nas sociedades contemporâneas.

Para os adeptos das teorias de inspiração neoclássica, por exemplo, os governos devem focar seus esforços em promover um estado de confiança quanto à solvência das suas dívidas públicas e um ambiente favorável aos negócios, o que contribuiria para o crescimento econômico conduzido pelas decisões de investimento dos agentes privados.¹² Nessa perspectiva, a moeda desempenha única e exclusivamente a função de meio de troca: é um mero facilitador das transações econômicas. Se o Estado não atrapalhar o livre funcionamento dos mercados, dizem os neoclássicos, o pleno emprego será alcançado e não haverá recessões. Logo, seria desejável estabelecer certos limites financeiros para os gastos públicos, mesmo que isso impeça o pleno cumprimento das atribuições institucionais de determinadas organizações governamentais.

No entanto, ao invés de apresentarem avaliações e estudos técnicos que demonstrem ser possível reduzir determinadas dotações orçamentárias sem prejudicar a qualidade das políticas públicas por elas financiadas, de forma que debates públicos possam ser feitos com transparência a partir de evidências empíricas, a saída usual dos neoclássicos é defender a adoção de restrições fiscais autoimpostas que impeçam o aumento dos gastos públicos ou forcem a sua redução. O pressuposto é que isso induzirá os agentes políticos e técnicos a serem mais seletivos e criteriosos nos processos alocativos. O problema é que esse tipo de conduta tende a afetar especialmente o financiamento de políticas públicas que atendam a interesses difusos e não contem com grupos organizados capazes de pressionar politicamente os poderes executivo e legislativo a disponibilizarem dotações orçamentárias suficientes para a adequada implementação dos programas e das ações sob sua responsabilidade.

Uma perspectiva distinta é oferecida pelos adeptos da abordagem Keynesiana. Estes alertam que além de ser um meio de troca que facilita transações econômicas, a moeda cumpre outras duas funções de grande importância: reserva de valor; e unidade de conta e de denominação de contratos¹³. Como vimos na primeira seção desta monografia, é justamente por desempenhar essas três funções

12 Ver Fisher (1911), Hayek (1948) e Friedman (1956). Para discussões mais recentes sobre austeridade expansionista, ver Alesina, Favero e Giavazzi (2019).

13 Ver Keynes (1964), Lerner (1943, 1947), Wray (2003, 2015), Mitchell, Wray e Watts (2019), Dalto et al (2020) e Kelton (2020).

com mais facilidade em âmbito internacional que o dólar estadunidense se encontra no topo da hierarquia de moedas do atual sistema monetário internacional. Reconhecer a importância dessas outras funções da moeda implica em aceitar que o entesouramento de moeda não é um ato irracional. Como a moeda é o ativo mais líquido da economia¹⁴, essa preferência pela liquidez em situações de incerteza motiva o entesouramento ou a retenção de moeda, o que pode inibir tanto o consumo quanto o investimento.

Nessa perspectiva, não faz sentido supor que na equação de troca $M^s V \equiv PY$, a velocidade-renda de circulação da moeda (V) seja estável, calculável ou previsível. A percepção de incerteza leva os agentes econômicos a desejarem se proteger. E para isso eles retêm moeda, justamente porque a moeda é o ativo mais líquido da economia. Logo, sempre que a oferta de moeda (M^s) cresce, não necessariamente haverá crescimento dos preços (P), isto é, da inflação, e menos ainda na mesma proporção, porque a produção (Y) também tende a crescer.

Ademais, todo pagamento pelo governo central é inevitavelmente acompanhado da criação de moeda, bem como cada concessão de um novo empréstimo por um banco comercial. Ao contrário do que sugere a lógica neoclássica, nem todo pagamento estatal ou empréstimo bancário têm impacto inflacionário, assim como nem todo pagamento de imposto e amortização de empréstimo bancário têm impacto deflacionário. A verdade é que qualquer incremento na demanda agregada, seja este incremento acompanhado ou não de aumento no estoque de moeda da economia, depende da sua relação com o comportamento da oferta de bens e serviços.

Carece de lógica, portanto, a suposição dos neoclássicos de que ações governamentais visando dinamizar economias que estejam operando abaixo do pleno emprego das suas forças produtivas provocam necessariamente aumento da inflação, pois tendem a ser acompanhadas por incrementos no próprio produto.

Como vimos anteriormente, controlar a demanda agregada não é suficiente para controlar a inflação. Especialmente nos países periféricos, os diferentes tipos de inflação de custos decorrentes de problemas econômicos estruturais pelo lado da oferta costumam impactar mais o nível de preços do que a demanda agregada.

Note-se 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. Quando a incerteza é grande, a eficiência marginal do capital cai, o valor da liquidez aumenta e com ele sobe a taxa de juros (caso não haja ação governamental em sentido contrário). Com isso, o investimento é inibido e o emprego e a renda da economia deixam de crescer ou mesmo caem.

14 A qualquer momento a moeda pode ser trocada por qualquer bem ou serviço ou ativo real ou financeiro, sem que, em função da celeridade da operação, os preços da transação se modifiquem.

Quando reconhecemos que o investimento privado depende fundamentalmente de dois fatores (eficiência marginal do capital $>$ taxa de juros), ambos relacionados à incerteza, é forçoso reconhecer que estamos lidando com uma decisão volátil, o que significa que a produção, a renda e o emprego também são de certa forma instáveis.

Em situações de recessão econômica, por exemplo, os agentes privados reduzem significativamente seu ímpeto de investimento e consumo. Quanto menos as pessoas investem e consomem, mais escassas se tornam as oportunidades de vender mercadorias lucrativamente, o que torna o investimento privado menos atraente e reforça a tendência contracionista. Um cenário de rendas em queda e instabilidade social e política acentua a imprevisibilidade do ambiente econômico, tornando cada vez mais valiosa a liquidez da moeda. Como nesse contexto faz-se necessário remobilizar a capacidade ociosa formada durante a recessão, a realização de novos investimentos privados tende a ser adiada.

Esse é um dos motivos pelos quais os mercados não funcionam bem sem a ação do poder público atenuando os ciclos econômicos. 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, ao ampliar o investimento, multiplicando a produção e a renda.

Especialmente quando a rentabilidade esperada do capital se encontra baixa, indicando pessimismo dos investidores privados, o poder público precisa ampliar seus gastos. Ele 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. Ao contrário, um dos principais objetivos da ação governamental é justamente lidar com problemas que o mercado sozinho não resolve, em particular o desemprego.

Ao gastar, o Estado multiplica a renda e o emprego, o que contribui para a reversão do pessimismo dos investidores privados. Afinal, eles passam a ter maior expectativa de demanda pelos seus produtos, pois o emprego e a renda estão crescendo. Isso eleva a rentabilidade que esperam do investimento, que passa a superar a taxa de juros, e o investimento privado se amplia. Assim é possível retomar o crescimento econômico, a geração de empregos e, conseqüentemente, ampliar a arrecadação tributária.

No entanto, embora forneça um arcabouço teórico mais adequado para o entendimento das economias contemporâneas do que as teorias de inspiração neoclássica, seguir a abordagem Keynesiana implica em um desafio que poucos atores políticos e técnicos envolvidos nos processos orçamentários se dispõem a enfrentar: assumir que grande parte das decisões de redução ou ampliação de gastos públicos carecem de avaliações e estudos técnicos que as justifiquem.

O que é mais simples: tratar o orçamento público de forma inercial, definindo limites de gastos para cada órgão com base na execução passada corrigida pela inflação, ou estruturar processos de planejamento e gestão transparentes, que explicitem os motivos pelos quais cada política pública receberá determinada dotação orçamentária? Não restam dúvidas de que a primeira alternativa é mais simples,

ainda que resulte em processos decisórios pouco transparentes e programas governamentais de baixa qualidade.

Como observado por Paul Samuelson, um dos principais economistas liberais do século 20, a crença de que é sempre preciso equilibrar o orçamento fiscal é uma superstição, um mito, cuja função é mais ou menos a mesma das religiões primitivas: assustar as pessoas para que se comportem de maneira compatível com a vida civilizada. Segundo Samuelson (1998), uma vez desmascarada essa superstição, tenderia a ocorrer um aumento das pressões políticas e sociais pelo aumento dos gastos públicos, o que poderia impulsionar despesas de necessidade questionável.

A presente monografia parte de uma premissa distinta: para que os gastos públicos sejam mais eficientes, eficazes e efetivos, eles precisam ser orientados por esforços contínuos de aperfeiçoamento dos instrumentos e das atividades de planejamento e gestão, o que inclui incentivar iniciativas de articulação federativa, transparência e participação social na elaboração e execução dos orçamentos públicos.

Nesse sentido, reconhecer que governos monetariamente soberanos não estão submetidos às mesmas restrições financeiras que as famílias e empresas é condição necessária, mas não suficiente para o trato responsável da coisa pública.

Há que se reconhecer, por exemplo, que um Parlamento que não disponibilize em suas leis orçamentárias dotações suficientes para a adequada execução de determinadas políticas públicas inviabiliza na prática o cumprimento das leis aprovadas por esse mesmo Parlamento. Contudo, como no jogo político é comum existirem atores que criam dificuldades para venderem facilidades, não é trivial a busca por arcabouços institucionais de planejamento e gestão orçamentária que sejam funcionais do ponto de vista econômico, ao mesmo tempo em que favoreçam a cooperação entre os poderes da República e os entes federados nos processos de elaboração, implementação, monitoramento e avaliação das políticas públicas.

A complexidade do desafio não pode ser tratada, no entanto, como justificativa para o seu não enfrentamento. Cabe aos efetivamente interessados em contribuir para a melhoria da qualidade dos serviços públicos a responsabilidade de estudarem a fundo e debaterem com honestidade intelectual e rigor técnico as alternativas de aperfeiçoamentos normativos e gerenciais passíveis de serem implementados em cada país.

DESENVOLVIMENTO PRODUTIVO E REGIONAL

Ao analisarmos os limites ao exercício da soberania monetária em países periféricos é preciso observar que a condição periférica não é imutável. Diante do reconhecimento de que um país se encontra em posição desfavorável na hierarquia de moedas do sistema monetário internacional, ao menos dois caminhos podem ser adotados: aceitar que cabe a esse país seguir apresentando baixa relevância internacional, altos índices de pobreza e estrutura produtiva voltada para atividades primário-exportadoras de baixo valor agregado; ou investigar quais providências precisam ser adotadas para que o país assuma maior relevância internacional, ofereça melhores condições de vida para a sua população e desenvolva uma estrutura produtiva mais diversificada e sofisticada tecnologicamente.

Quando os Estados Unidos surgiram como país independente, por exemplo, a capacidade de exercerem a sua soberania monetária era muito menor do que a atual. Não basta constatar que, sendo o emissor da moeda-chave internacional, os Estados Unidos dispõem de maior capacidade para exercerem sua soberania monetária do que os países periféricos. É preciso compreender como que os Estados Unidos e os demais países centrais construíram trajetórias de desenvolvimento que lhes permitem na atualidade exercerem de forma mais intensa suas respectivas soberanias monetárias. Isso inclui analisar as políticas econômicas de fato utilizadas por esses países em suas trajetórias de desenvolvimento; o que não necessariamente coincide com as políticas por eles recomendadas aos países periféricos.

Avançar nessa linha de investigação exige reconhecermos que o sistema político mundial é caracterizado pela competição e a guerra (convencional e não convencional) entre seus Estados e economias nacionais (FIORI, 2007, 2014).

No front econômico, isso envolve permanentes esforços de dissimulação acerca das estratégias e dos instrumentos adotados por cada país na defesa dos interesses da sua população. Como a prática corrente nesse jogo é o “faça o que eu digo, mas não faça o que eu faço”, não há que se esperar dos governos nacionais plena transparência em relação aos objetivos que orientam suas políticas econômicas.

Essa postura analítica se faz necessária diante de um sistema político mundial no qual não existem países satisfeitos; todos estão sempre se propondo a aumentar seu poder e sua riqueza, e, nesse sentido, todos são expansivos – em particular as grandes potências que já ocupam o topo da hierarquia do poder e da riqueza mundiais. Todas as grandes potências foram expansivas desde o momento de consolidação de seus centros de poder internos e utilizaram suas economias nacionais como instrumento de poder a serviço de suas estratégias políticas. Isto é, definiram as grandes metas de suas economias nacionais e de sua própria política econômica a partir de objetivos estratégicos situados no campo do poder. Por isso, a luta dessas potências está diretamente ligada à expansão contínua dos seus territórios econômicos supranacionais e ao controle monopólico de novos mercados. (FIORI, 2007, 2014)

A Inglaterra, por exemplo, desde o final do século 15 utilizou tarifas de exportação sobre as matérias-primas locais como forma de encarecer a produção de têxteis em outros países e, assim, tornar mais competitiva a sua própria indústria. Como observado por Reinert (2016), na medida em que a fabricação de lã cresceu na Inglaterra, as tarifas de exportação foram aumentadas até o país ter condições de processar toda a lã produzida. Diversos incentivos foram criados para atrair profissionais especializados de localidades como Veneza e Holanda. Além disso, aos fabricantes de lã recém-estabelecidos na Inglaterra, concederam-se isenções fiscais por certo período e monopólio em determinadas regiões. Destacam-se ainda os Atos da Navegação (editados logo após a Revolução de 1648, fechando os portos ingleses aos navios estrangeiros), o controle do Banco da Inglaterra, a estatização das alfândegas e a nacionalização das finanças e do crédito, que se somaram à mobilização permanente para a guerra e à criação dos sistemas de endividamento público e de tributação estatal como fatores fundamentais de sucesso do poderio militar e econômico inglês.

Os ingleses só flexibilizaram suas práticas protecionistas no século 19, quando já exerciam ampla liderança no sistema político interestatal.

Assim como os ingleses, os estadunidenses utilizaram e seguem utilizando o poderio militar para impor seus interesses sobre outros países (ou persuadi-los a se submeterem aos seus interesses). Desde 1783, os Estados Unidos fizeram ou participaram de aproximadamente 85 guerras. Em média, uma a cada três anos: mesmo padrão da Inglaterra, que fez ou participou de aproximadamente 110 guerras entre o final do século 17 e meados do século 20. (FIORI, 2014)

Desde a sua origem como país independente, os Estados Unidos pautaram sua política econômica pelas recomendações de Alexander Hamilton. Em 1791, no relatório que enviou ao Presidente da Câmara dos Deputados (HAMILTON, 1995), o primeiro secretário do Tesouro dos Estados Unidos elencou uma série de argumentos para que o governo apoiasse o desenvolvimento das atividades manufatureiras nacionais, de forma a tornar o país independente de outras nações em seu abastecimento militar e de bens essenciais.

Hamilton constatou que os países mais prósperos subvencionavam a exportação de bens manufaturados. Logo, para competirem em igualdade de condições, os iniciadores de novas atividades manufatureiras nos Estados Unidos precisariam contar com o apoio do seu próprio governo. Hamilton sugeriu então que fossem emulados incentivos que se mostraram bem-sucedidos na Inglaterra e em outros países, tais como:

- Tarifas alfandegárias protecionistas sobre os artigos estrangeiros rivais dos produtos nacionais que se pretendam fomentar;
- Proibição da importação de artigos rivais ou imposição de tarifas de importação equivalentes a uma proibição;
- Veto à exportação de matérias-primas necessárias às manufaturas;

- Subsídios pecuniários aos produtores nacionais;
- Premiações pecuniárias e honoríficas aos produtores nacionais que apresentem alguma superioridade ou excelência especial;
- Isenção tarifária para as matérias-primas (ou reintegração das tarifas cobradas) necessárias nas atividades manufatureiras;
- Fomento de novos inventos e descobertas feitas no país e introdução dos que sejam feitos em outros países, particularmente os referentes à maquinaria; e
- Agilização do transporte de mercadorias.

Contudo, uma questão crucial precisava ser enfrentada: como os Estados Unidos, que eram então uma mera ex-colônia primário-exportadora, poderiam financiar os esforços necessários para o seu avanço tecnológico e a elevação do padrão de vida da sua população? Certamente não seria contando com a boa vontade dos seus antigos colonizadores. A resposta de Hamilton a essa indagação foi que os Estados Unidos deveriam seguir o exemplo dos ingleses, utilizando o gasto público para estimular a diversificação produtiva nacional. E foi seguindo as recomendações do seu primeiro Secretário do Tesouro que os Estados Unidos se transformaram, cerca de um século e meio após a sua fundação, na maior potência mundial.

A máxima em voga nos Estados Unidos do século 19, “não faça como os ingleses dizem para fazer, faça como os ingleses fizeram” pode agora ser atualizada para “não faça como os americanos dizem para fazer, faça como eles fizeram”. Foi com esse espírito que List (1986) afirmou que os países mais avançados costumam chutar a escada pela qual subiram. Isto é, recomendam aos demais países políticas distintas daquelas por eles praticadas em suas próprias trajetórias de desenvolvimento.

Atento à importância da escala nacional, List destacou as diferenças entre a economia privada, a economia cosmopolítica e a economia política, alertando que cada um desses domínios possui lógicas específicas.

A economia privada seria aquela praticada pelas famílias, na administração das receitas e despesas domésticas. A economia cosmopolítica investigaria como a humanidade pode atingir a prosperidade, supondo que todas as nações vivam em paz e possuam o mesmo poderio bélico, hipótese na qual o livre comércio internacional seria igualmente vantajoso para todas as nações. Já a economia política investigaria como cada nação, diante das suas condições e circunstâncias específicas, e daquelas vigentes no mundo, pode proporcionar maior prosperidade para sua população, promovendo sinergias entre as forças produtivas nacionais.

A tese difundida por Adam Smith, segundo a qual cada indivíduo, ao perseguir seus próprios objetivos e interesses, promove necessariamente os interesses da comunidade, é entendida por List como uma confusão entre os princípios da economia privada com os da economia nacional. O economista alemão concorda que cada indivíduo, na medida em que melhor conhece suas circunstâncias

locais e está mais atento à sua ocupação, tem mais capacidade de julgar qual a melhor maneira de investir seu capital de forma rentável do que poderia fazê-lo o estadista ou o legislador. Mas aponta que, ao promover suas economias privadas, os indivíduos não levam em consideração fatores como a defesa do país, a segurança pública, as necessidades dos séculos futuros e outros objetivos que só podem ser atingidos com a ajuda da comunidade. Por isso, caberia ao Estado estabelecer certas normas e restrições ao comércio, bem como proteger e estimular os produtores nacionais.

Ao aproximar as nações quanto ao grau de indústria e poder, o sistema protecionista seria o meio mais eficaz para fomentar a união efetiva das nações, criando as condições necessárias para que processos de abertura comercial não resultem na desestruturação das economias menos avançadas. Por isso a importância de calibrar a intensidade, a abrangência e a duração dos estímulos estatais aos produtores nacionais, até que eles possam competir em igualdade de condições com seus concorrentes internacionais.

Como apontado por Perroux (1967), cada Estado procura explorar, em benefício exclusivo ou principal dos seus nacionais, os polos de crescimento que têm à disposição no seu território ou que conquistou fora dele. Para tanto, cada Estado utiliza os meios que dispõe para afastar os concorrentes das vantagens que pretende extrair do controle exclusivo de determinados polos. Afinal, as grandes unidades econômicas (empresas, indústrias, polos) estão entre os principais instrumentos de prosperidade dos Estados nacionais; e o crescimento dessas unidades depende de importações, exportações, centros de provisionamento e mercados exteriores ao território nacional, que são conquistados ou manipulados por meio de ações políticas e militares.

O economista francês destaca que o crescimento econômico se manifesta com intensidades variáveis, em pontos ou polos de crescimento, e propaga-se no conjunto da economia segundo vias diferentes e com efeitos variáveis. Perroux argumenta que o nascimento de uma indústria nova é sempre fruto de uma antecipação. Um ou vários sujeitos econômicos concebem uma situação nova, julgam que ela é possível e assumem os riscos da sua realização. Na medida em que esses planos são ou se tornam compatíveis com os planos de outros agentes econômicos, a antecipação torna-se criadora e contribui para o aumento da produção e da produtividade da economia.

Como uma indústria nova não costuma surgir sozinha, e como os crescimentos das indústrias novas estão relacionados entre si, o aumento da produção resulta do volume de produtos adicionados pelas novas indústrias mais o volume dos produtos adicionais induzidos pelo surgimento das novas indústrias. Ou seja, o surgimento de novas indústrias contribui para a criação de um ambiente favorável ao crescimento e ao progresso econômico. As novidades ofertadas por determinados agentes econômicos funcionam como exemplos motivadores para outros agentes, que procuram imitar e aperfeiçoar as inovações originais.

Assim, o polo industrial transforma seu meio geográfico imediato e, quando tem poder para tanto, toda a estrutura da economia nacional. Quando o Estado é bem-sucedido nos esforços de co-

nectar dois ou mais desses polos, extensas transformações se manifestam, impactando os planos de produtores e consumidores. Todavia, Perroux alerta que as transformações técnicas, as circunstâncias políticas e a orientação das correntes de tráfego mundial entre polos maiores podem favorecer ou desfavorecer os polos menores. Isto é, quando seus habitantes perdem a capacidade de acompanhar e se antecipar às inovações, um centro de prosperidade e progresso pode se transformar rapidamente em centro de estagnação.

Perroux enxerga as nações como conjuntos econômicos estruturados, que apresentam constelações de polos de desenvolvimento com seus meios de propagação, combinando unidades motrizes ativas e passivas (ou movidas). Ele sublinha que em qualquer sistema, capitalista ou não, os responsáveis pelo planejamento governamental concebem eixos de desenvolvimento que conectam polos de desenvolvimento situados em pontos diferentes do território. De acordo com Perroux, o desenvolvimento das nações e de suas regiões não será conseguido apenas pela espontaneidade dos mercados; e sim pela organização consciente dos meios de propagação dos efeitos dos polos de desenvolvimento. Para que isso ocorra, argumenta o economista francês, os Estados nacionais precisam promover o pleno emprego dos seus recursos materiais e humanos, articulando uma rede homogênea de preços, fluxos e informações no território nacional e criando instituições que favoreçam a inovação e o crescimento cumulativo e duradouro das atividades econômicas.

Myrdal (1972) segue a mesma linha ao apontar que o jogo das forças do mercado tende a aumentar, e não a diminuir as desigualdades regionais. Isso porque, a partir de uma aglomeração inicial verificada em determinada localidade, ocorrem economias de escala e externalidades tecnológicas, atraindo novos recursos que reforçam circularmente a expansão do mercado. O primeiro empreendedor cria facilidades para a implantação de novos empreendimentos, contribuindo para o sucesso das iniciativas subsequentes.

Myrdal constatou que essa causalção circular tende a reforçar assimetrias regionais, já que o crescimento de uma região produz efeitos propulsores, mas também efeitos regressivos nas áreas periféricas. Por isso certas localidades apresentam crescimento contínuo, enquanto em outras prevalece a estagnação ou mesmo a regressão. Como a industrialização é a força dinâmica nesse processo, as regiões periféricas tendem a permanecer especializadas nas atividades agrícolas caso não adotem providências para diversificar suas atividades produtivas.

Myrdal afirma que efeitos propulsores surgem do aumento de compras de matérias-primas, alimentos e outros produtos das regiões periféricas efetuadas pelas regiões centrais, que se beneficiam dos movimentos migratórios, do movimento de capitais e do comércio. Esses efeitos propulsores agiriam de forma centrífuga, se propagando dos centros de expansão econômica para as regiões adjacentes. Contudo, devido à troca desigual entre regiões mais ricas, exportadoras de produtos manufaturados, e regiões mais pobres, exportadoras de bens primários, estas acabam sofrendo efeitos regressivos, resultando em saída de capitais, perdas de emprego e de trabalhadores mais qualificados, que tendem a preferir as melhores oportunidades de trabalho oferecidas nas regiões centrais.

Como resultado do maior dinamismo das regiões centrais, os processos migratórios tendem a ser seletivos, atraindo os mais qualificados e os mais jovens em idade de trabalhar. Nos centros em expansão, o aumento da demanda impulsiona o investimento que, por sua vez, eleva as rendas e a procura, causando um segundo fluxo de investimentos, e assim por diante. Enquanto isso, nas regiões periféricas, a falta de impulso expansionista tem como consequência o fato de a demanda por capital permanecer restrita, com o sistema bancário drenando suas poupanças para as regiões mais ricas, onde a remuneração do capital tende a ser mais alta ou ao menos mais segura.

Quanto mais alto o nível de desenvolvimento que um país alcançar, tanto mais fortes tendem a ser os efeitos propulsores: um alto nível médio de desenvolvimento é acompanhado de melhores transportes e comunicações, padrões educacionais mais elevados e uma comunhão mais dinâmica de ideias e valores, todos propensos a robustecer as forças para a difusão centrífuga da expansão econômica ou a remover os obstáculos à sua atuação. Com a extinção da miséria, verifica-se uma utilização mais abrangente das potencialidades dos trabalhadores. Enquanto isso, nas regiões e nos países periféricos, onde prevalece a pobreza e a subutilização das potencialidades humanas, os efeitos propulsores tendem a ser fracos.

O economista sueco aponta que os países pobres têm permanecido nesta situação por apresentarem insuficientes esforços de integração nacional, enquanto nos países ricos estes esforços são mais intensos e persistentes. Myrdal recorda que as políticas destinadas ao desenvolvimento econômico são tão antigas quanto os próprios Estados nacionais, que logo tomaram para si a responsabilidade de prestação de serviços públicos, de construção de estradas e da elevação do nível tecnológico de regiões atrasadas.

A intervenção estatal se justificaria para potencializar os efeitos propulsores e mitigar os efeitos regressivos, criando condições favoráveis às regiões menos avançadas por meio de políticas e instituições regionais, ou mesmo se envolvendo direta ou indiretamente na produção física e tecno-científica. Caso contrário, abandonadas à própria sorte, as regiões subdesenvolvidas não podem manter uma oferta adequada de serviços públicos (energia, transportes, saúde, educação etc.), perpetuando suas condições desfavoráveis.

Para Myrdal, a mudança mais importante a ser realizada nos países subdesenvolvidos é a compreensão da necessidade de uma política nacional de desenvolvimento. O autor alerta que há uma confusão generalizada quando se procura contrapor o planejamento estatal à livre-empresa, como se o planejamento do desenvolvimento econômico não fosse fundamental para gerar oportunidades para a iniciativa privada. Segundo ele, o principal propósito dos planos nacionais de desenvolvimento é justamente incentivar os investimentos e definir os meios pelos quais serão realizados, de maneira a fomentar a força dos efeitos propulsores dos impulsos do desenvolvimento e mitigar seus efeitos regressivos.

Na ausência de um Estado Global, aponta Myrdal, cabe aos Estados nacionais buscar a integração econômica nacional visando uma “harmonia criada”, isto é, uma harmonia que é fruto de interferências políticas da sociedade organizada, pela manipulação das forças de mercado que, entregues a si mesmas, teriam levado à desarmonia. Myrdal destaca que essa foi a receita utilizada pelos países que alcançaram níveis avançados de desenvolvimento e alerta que o conselho, frequentemente ministrado aos países subdesenvolvidos, para que evitem interferir no comércio exterior, equivale, em muitos casos, a uma recomendação para que não cuidem do seu próprio desenvolvimento.

Schumpeter (1934, 1939, 1942, 2002) contribui com esse debate argumentando que o desenvolvimento econômico está vinculado ao surgimento de “novas combinações” (ou inovações, como dizemos na atualidade) que perturbam o equilíbrio econômico. Do ponto de vista do empreendedor, o objetivo de introduzir novas combinações é a criação de rendas monopolistas. De acordo com essa abordagem, a promoção do desenvolvimento econômico exige mover a economia para longe de um estático equilíbrio de mercado Pareto-eficiente.

Dito de outra forma, se o papel do Estado se limitar a corrigir falhas de mercado, eliminando as rendas monopolistas, o resultado concreto será a estagnação econômica (REINERT, 2016).

É justamente por isso que a competição entre Estados e economias nacionais costuma transferir para os países mais atrasados os efeitos negativos das rendas monopolistas obtidas pelas empresas sediadas nos países centrais.

Analisando essas questões, Prebisch (2000a) constatou que a divisão internacional do trabalho vigente no século 19 relegava à periferia do sistema econômico mundial o papel específico de produzir alimentos e matérias-primas para os grandes centros industriais. Nesse esquema, os benefícios do aumento da produtividade verificada nos países centrais não alcançavam os países periféricos, perpetuando as condições desiguais de comércio. No entanto, após duas guerras mundiais, com uma profunda crise econômica entre elas, os países periféricos tiveram a oportunidade e a necessidade de desenvolverem suas próprias atividades industriais. É neste contexto que economista argentino destaca a importância da industrialização dos países latino-americanos como condição necessária para que eles se beneficiem do progresso técnico e elevem o padrão de vida das suas populações.

Prebisch alerta, no entanto, que o processo de industrialização demanda importações de bens de capital, que por sua vez exigem a disponibilidade de divisas internacionais. Para obterem tais divisas, os países latino-americanos precisariam ampliar suas exportações de produtos primários, o que seria possível com o avanço da mecanização da agricultura, que também depende em alguma medida da importação de bens de capital:

A industrialização da América Latina não é incompatível com o desenvolvimento eficaz da produção primária. Pelo contrário, uma das condições essenciais para que o desenvolvimento da indústria possa ir cumprindo o objetivo social de elevar o padrão de vida é que se dispo-

nha dos melhores equipamentos em termos de maquinaria e instrumentos, e que se aproveite prontamente o progresso da técnica em sua renovação sistemática. A mecanização da agricultura implica a mesma exigência. Necessitamos de uma importação considerável de bens de capital e também precisamos exportar produtos primários para conseguí-la.

Quanto mais ativo for o comércio exterior da América Latina, tanto maiores serão as possibilidades de aumentar a produtividade de seu trabalho, mediante uma intensa formação de capital. A solução não está em crescer à custa do comércio exterior, mas em saber extrair, de um comércio exterior cada vez maior, os elementos propulsores do desenvolvimento econômico. (PREBISCH, 2000a, p. 73).

Para solucionar esse impasse, Prebisch (2000a, p. 75) argumenta que “seria prudente orientar os investimentos para aplicações produtivas que, ao reduzirem direta ou indiretamente as importações em dólares, permitam atender regularmente aos serviços financeiros”. Essa substituição de importações seria importante inclusive para ocupar com empregos industriais as pessoas que se encontrem desempregadas ou mal-empregadas, de forma a impulsionar melhorias de produtividade ao mesmo tempo em que se estimula a ampliação da renda nos países periféricos.

De acordo com Prebisch (2000a, p. 76):

É fato, como se tem afirmado, que o nível elevado de emprego aumenta as importações. Mas não é menos verdadeiro que o crescimento excessivo da moeda circulante, em muitos casos, acentuou indevidamente a pressão sobre a balança de pagamentos, fazendo com que as divisas fossem empregadas em formas que nem sempre atendem às exigências genuínas do desenvolvimento econômico.

(...) É claro (...) que a expansão monetária não tem a virtude de aumentar as divisas necessárias para importar bens de capital.

(...) A elevação do padrão de vida das massas depende, em última instância, de uma expressiva quantidade de capital por trabalhador empregado na indústria, nos transportes e na produção primária, e da capacidade de bem administrá-lo.

Daí a necessidade de conciliar a exportação de produtos primários com o fortalecimento do mercado interno. Segundo Prebisch, isso seria possível mediante o avanço do progresso técnico associado ao processo de industrialização, combinado com uma legislação social que assegurasse a elevação gradativa dos salários reais.

De forma complementar, o economista argentino sugere medidas de restrição ou desincentivo fiscal e cambial às importações não essenciais, bem como a diversificação de parceiros comerciais. Assim, se um país periférico A incrementar suas trocas comerciais com outro país periférico B, e es-

sas trocas forem referenciadas nas moedas emitidas pelos países A e B, ambos estarão submetidos a restrições externas menores do que as verificadas quando A e B dependem exclusivamente (ou principalmente) do comércio com (o uso da moeda emitida por) um país central C.

É neste sentido que Prebisch (2000b) defende o incremento das trocas comerciais dos países latino-americanos entre si. A criação de um mercado comum latino-americano é defendida pelo economista argentino como uma forma de proporcionar os ganhos de escala e de especialização necessários para viabilizar o aprofundamento da industrialização dos países da região, permitindo que eles exportem produtos industriais tanto para os vizinhos quanto para países de fora da região. Não se trata, portanto, de negar a importância das trocas comerciais entre os países periféricos e os centrais. Mas sim de enfatizar a necessidade de os países periféricos reduzirem sua vulnerabilidade externa por meio da diversificação das suas pautas de exportação e dos seus parceiros comerciais.

Acontece que a implementação de tal programa está longe de ser trivial, pois contraria interesses estabelecidos nos países centrais. Sobre isso, Furtado (2000) aponta que a expansão da economia industrial europeia sobre regiões previamente ocupadas resultou na maioria dos casos em estruturas híbridas, nas quais a lógica capitalista convive de forma sobreposta com as estruturas econômicas e sociais pré-existentes. O fenômeno do subdesenvolvimento é para Furtado um processo histórico autônomo, decorrente deste tipo de economia dualista, e não uma etapa pela qual tenham necessariamente passado as economias que já alcançaram grau superior de desenvolvimento.

Um dos principais desafios dos países periféricos é assegurar que o crescimento das suas importações não ocorra em velocidade maior do que o das suas exportações, ou pelo menos que eventuais desequilíbrios comerciais sejam sustentados pela atração de capitais de qualidade, comprometidos com o desenvolvimento das economias periféricas e pouco reativos à mudanças (por exemplo, pelo aumento dos investimentos externos diretos), ou que sejam corrigidos por desvalorizações cambiais economicamente toleráveis, sem que deflagrem processos inflacionários disruptivos.¹⁵ Isso exige a adoção de estímulos governamentais¹⁶ às atividades privadas, de forma que o crescimento econômico e a sofisticação tecnológica da estrutura produtiva nacional não sejam obstados por limitações sobre a capacidade de importar bens e serviços. Tais limitações podem ser contornadas tanto pela redução da necessidade de importar quanto pela elevação da capacidade de exportar. Em ambos os casos, o planejamento governamental é fundamental para direcionar os estímulos governamentais de forma a viabilizar transformações estruturais que possibilitem a sofisticação tecnológica das atividades produtivas nacionais.

15 Isso não é motivo de preocupação para o país emissor da moeda-chave internacional, que na atualidade é o os Estados Unidos. Neste caso, déficits em transações correntes podem ser sustentados pelo menos enquanto houver apetite global crescente por dólares.

16 Estamos nos referindo aqui também a punições caso não sejam cumpridas metas de sofisticação tecnológica, geração de empregos e outras que venham a ser definidas pelo poder público como contrapartidas para o recebimento de incentivos governamentais pelas empresas privadas e as de economia mista.

Ampliação dos investimentos em infraestrutura e programas plurianuais de compras governamentais que estimulem inovações tecnológicas são exemplos de iniciativas que podem contribuir de forma concreta para o aumento da produtividade e a promoção de transformações estruturais em direção a padrões de produção e consumo mais sofisticados tecnologicamente e ambientalmente sustentáveis. O mesmo pode ser dito da estrutura tributária e dos critérios adotados para o financiamento de atividades produtivas.

Isso não significa dizer que toda e qualquer importação de bem ou serviço deva necessariamente ser substituída por bens e serviços produzidos domesticamente. É preciso calibrar a intensidade, a abrangência e a duração de cada estímulo governamental por meio de mecanismos de incentivos e punições aos empreendedores privados, conforme as metas que forem estabelecidas pelo planejamento governamental. Via de regra, parcerias internacionais em nichos específicos podem ser vantajosas para acelerar os esforços de sofisticação tecnológica. Foi isso o que fizeram e seguem fazendo os países que hoje são mais avançados.

Como demonstram os estudos de caso analisados por Mazzucato (2014), agências governamentais apoiaram a concepção e a viabilização dos investimentos que possibilitaram o surgimento de tecnologias de propósito geral, como o sistema de produção em massa estadunidense, as tecnologias de aviação, as tecnologias espaciais, as tecnologias de comunicação e informação, a Internet e a energia nuclear. Ou seja, os Estados empreendedores, motivados por seus interesses estratégicos, impulsionam e seguem impulsionando suas economias em direção a trajetórias mais avançadas de desenvolvimento.

Com um adendo: nas economias contemporâneas, muitas vezes o controle sobre os atributos imateriais dos negócios é mais importante do que a posse de objetos tangíveis, como terras, prédios e máquinas (COMMONS, 2009). Isso significa dizer que o Estado empreendedor, para ser de fato empreendedor, precisa estimular a agregação de valor também em sua dimensão imaterial, observando as potencialidades e especificidades regionais.

Todos os países de economia avançada se empenharam e seguem empenhados em estimular as suas empresas (privadas, de economia mista e estatais) a incorporarem técnicas de produção e gestão mais eficientes, que lhes permitam obter melhor desempenho econômico, melhores condições de vida para a sua população e maior influência geopolítica.

Na atualidade, a fronteira tecnológica se encontra nas atividades industriais e de serviços relacionadas à chamada “Quarta Revolução Industrial”: inteligência artificial, robótica, sistemas ciber-físicos, impressão em 3D, drones, nanotecnologia, biotecnologia, estocagem de dados, energia limpa, veículos autônomos, novos materiais, computação em nuvem e Internet das coisas são exemplos de avanços científicos e tecnológicos que estão transformando profundamente as cadeias produtivas.

O desafio que está colocado para os países periféricos consiste em acompanhar a velocidade das inovações em curso nos países centrais ao mesmo tempo em que estendem para o conjunto de

suas populações os benefícios das revoluções industriais anteriores: o uso de máquinas movidas por motores a vapor e água; a produção em massa associada à eletrificação e à indústria química; e a revolução digital impulsionada pelo avanço da computação e da automação industrial integrando os sistemas mecânicos e eletrônicos.

Os países periféricos que não avançarem simultaneamente na direção da fronteira tecnológica e na inclusão social do conjunto das suas populações permanecerão especializados em atividades primário-exportadoras de baixo valor agregado, ampliando o gap tecnológico e a distância que os separam dos países centrais em termos de renda per capita e acesso a serviços de melhor qualidade.

CONCLUSÃO

Argumentamos neste trabalho que embora governos monetariamente soberanos não dependam de arrecadação prévia para gastar na moeda que eles mesmos emitem, isso não significa que possam ou devam gastar sem limites. O adequado planejamento alocativo dos recursos materiais da sociedade precisa atentar para ao menos três aspectos cruciais: as restrições externas, o risco de aceleração da inflação e as restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias.

Vimos que o atual sistema monetário internacional é caracterizado pelo dólar fiduciário como a moeda-chave no topo da hierarquia de moedas; pela predominância do regime de câmbio flutuante; e pela tendência à livre mobilidade de capitais. Um sistema com tais características é altamente instável, com impactos profundos especialmente sobre as economias dos países periféricos. Afinal, são essas as economias que mais sofrem com a alta volatilidade dos fluxos de capitais em busca de valorização na esfera financeira.

Por serem emissores de moedas que apresentam baixa procura internacional, os países periféricos precisariam pagar taxas de juros superiores às praticadas pelos países centrais. Caso contrário, dificilmente os agentes econômicos teriam interesse de manter em seus portfólios títulos públicos emitidos em moedas de baixa procura internacional.

Outra limitação importante para as políticas econômicas em países periféricos diz respeito ao regime de câmbio. No atual sistema monetário internacional o regime de câmbio flutuante tende a oferecer aos países que o adotam maior capacidade de exercer a sua soberania monetária, pois não estabelece conversibilidade da moeda estatal em outras moedas ou mercadorias. Assim, não há risco de o governo falhar na promessa de conversão, pois simplesmente não há tal promessa.

Na prática, a maioria dos governos atuais pratica a chamada flutuação suja. Isto é, o governo anuncia que seu regime de câmbio é flexível, mas adota medidas regulatórias e de controle dos fluxos de capitais, além de realizar, via Banco Central, intervenções pontuais no mercado de câmbio, com o intuito de evitar: excessos de volatilidade cambial; a redução de salários reais e o aumento nos custos de importação de bens e serviços, no caso de movimentos de forte desvalorização cambial; ou pressões deflacionárias e perda de competitividade dos seus produtos e serviços frente aos similares internacionais, no caso de movimentos de forte apreciação cambial.

Argumentamos que com regime de câmbio flexível (ou de flutuação suja), manter estoques elevados de reservas cambiais funciona basicamente como um seguro contra ataques especulativos. Os estoques de reservas necessários para garantir essa segurança tendem a ser menores, no entanto, do que aqueles que seriam necessários para garantir a manutenção do regime de câmbio fixo.

Uma forma de os países periféricos se precaverem contra ataques especulativos é evitarem se endividar em moedas emitidas por outros países quando as atividades a serem contempladas não contribuam para o incremento da estrutura produtiva nacional ou quando não forem atrativas as condições de financiamento disponíveis para viabilizar esse incremento. Afinal, o governo que se endivida na moeda que ele mesmo emite desfruta de maior autonomia para gerir sua política econômica do que o governo que se endivida em moedas emitidas por outros governos.

Sustentamos, quanto às restrições externas, que o desafio mais difícil de ser superado pelos países periféricos consiste na implementação de políticas públicas com abrangência e duração suficientes para promover a diversificação e a complexificação tecnológica das suas atividades produtivas. Afinal, como discutido neste trabalho, a condição periférica não é imutável.

Diante do reconhecimento de que um país se encontra em posição desfavorável na hierarquia de moedas do sistema monetário internacional, ao menos dois caminhos podem ser adotados: aceitar que cabe a esse país seguir apresentando baixa relevância internacional, altos índices de pobreza e estrutura produtiva voltada para atividades primário-exportadoras de baixo valor agregado; ou investigar quais providências precisam ser adotadas para que o país assuma maior relevância internacional, ofereça melhores condições de vida para a sua população e desenvolva uma estrutura produtiva mais diversificada e sofisticada tecnologicamente.

A estrutura produtiva dos países periféricos precisa ser diversificada e ter seus encadeamentos produtivos fortalecidos, com base em políticas de inovação tecnológica e com atenção às necessidades sociais, regionais e ambientais. Em um ambiente internacional altamente competitivo, países que sejam tímidos na implementação de políticas de desenvolvimento produtivo e regional enfrentam maiores dificuldades para exercerem sua soberania monetária do que aquele que se empenham em oferecer aos seus nacionais os apoios necessários para que possam competir em igualdade de condições com os seus concorrentes internacionais.

Consolidar os sistemas de inovação e bem-estar social permite o surgimento de sinergias capazes de melhorar a qualidade de vida do conjunto da população. Melhores condições de saúde e nutrição e acesso à informação e instrução resultam em melhorias na capacidade de aprendizagem e na produtividade do trabalho. A maior eficiência econômica, por sua vez, possibilita que o avanço tecnológico seja empregado em políticas públicas que atendam demandas sociais concretas.

A capacidade de um país exercer a sua soberania monetária está diretamente relacionada, portanto, ao seu empenho e persistência na implementação de estratégias de desenvolvimento que contribuam para a sofisticação tecnológica e a geração de sinergias que beneficiem o conjunto da sua população.

Na medida em que um país se insere de forma mais soberana na arena internacional a demanda pela sua moeda tende a crescer, o que amplia gradativamente as possibilidades de uso das políticas cambial, monetária e fiscal a serviço da sua estratégia de desenvolvimento. Trata-se de um movimento em mão dupla: políticas econômicas que promovam o pleno emprego das forças produtivas nacionais com atenção às restrições externas e inflacionárias contribuem para elevar a capacidade daquele país em exercer a sua soberania monetária; ao mesmo tempo em que os países que dispõem de condições mais favoráveis para o exercício da sua soberania monetária podem utilizar suas políticas cambial, monetária e fiscal com maior desenvoltura para o alcance dos seus objetivos de desenvolvimento.

Em relação aos riscos de aceleração da inflação, observamos que o gasto público e os estímulos aos gastos privados precisam ser calibrados mirando o pleno emprego da força de trabalho. Isto é, mirando o patamar em que todos que estejam dispostos e aptos a trabalhar em troca de determinado salário-mínimo politicamente pactuado naquela sociedade, possam encontrar oportunidades dignas de trabalho no setor privado ou no setor público. Não é desejável estimular a ampliação dos gastos (públicos ou privados) em situações de pleno emprego, pois isso tenderá a gerar inflação de demanda. Como também não é desejável administrar o nível geral de gastos (públicos e privados) de uma economia em patamares abaixo do pleno emprego, pois isso significa uma subutilização da capacidade produtiva daquela sociedade, com consequências sociais indesejáveis: desemprego involuntário, pobreza etc.

A esse respeito, argumentamos que o pleno emprego não pode ser obtido simplesmente pela manutenção da taxa básica de juros estabilizada em níveis reduzidos. Mesmo diante de um baixo custo de captação (decorrente de reduzidas taxas de juros), o investimento não necessariamente se ampliará, pois 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), mas sozinha ela é incapaz de empurrar a economia para a frente (estimular a atividade econômica). Para estimular a atividade econômica, a política fiscal é mais potente do que a política monetária.

Da mesma forma, vimos que controlar a demanda agregada não é suficiente para controlar a inflação. Especialmente nos países periféricos, é necessário atentar para o lado da oferta. Afinal, nesses países a inflação de custos costuma ser mais relevante do que a inflação de demanda. Isso exige ampla coordenação governamental para lidar com os diversos tipos de inflação de custos, tais como: inflação de salários, inflação de lucros, inflação importada e inflação de gargalos setoriais de oferta.

Se, ao invés disso, o governo se limitar a controlar a inflação pelo lado da demanda, manipulando os gastos públicos e a taxa básica de juros de forma a provocar desemprego involuntário da força de trabalho, as causas concretas dos aumentos de custos deixam de ser enfrentadas e o resultado acaba sendo altos índices de desemprego e pobreza. Isso acarreta problemas do ponto de vista social e econômico, mas também em termos fiscais: além de reduzir a arrecadação tributária como consequência do baixo crescimento econômico, o desemprego involuntário e a pobreza pressionam despesas em áreas como assistência social e segurança pública.

Em relação às restrições autoimpostas pelas leis orçamentárias, foram discutidas as dificuldades de se instituir um arcabouço institucional de planejamento e gestão orçamentária que seja funcional do ponto de vista econômico, ao mesmo tempo em que favoreça a cooperação entre os poderes da República e os entes federados nos processos de elaboração, implementação, monitoramento e avaliação das políticas públicas.

Foi dito que reconhecer que governos monetariamente soberanos não estão submetidos às mesmas restrições financeiras que as famílias e empresas é condição necessária, mas não suficiente para o trato responsável da coisa pública.

Nesse sentido, projetos de governo que não atentem para os limites de governabilidade e de capacidade de governo tendem a serem percebidos como declarações genéricas de intenções, sem suficiente clareza e/ou compromisso dos dirigentes com a identificação e o enfrentamento dos obstáculos que afetam a sua implementação. Como resultado, os orçamentos são elaborados muitas vezes de forma inercial, limitando-se a projetar para o futuro os gastos passados, sem avaliações técnicas sobre a conveniência da manutenção daquelas despesas, o que acaba dificultando a mobilização dos recursos reais necessários para a implementação de outros programas que possam gerar resultados mais concretos para a sociedade.

Por isso é fundamental identificar em cada país os limites que precisam ser avaliados ex-ante na formulação do planejamento governamental, evitando-se que experimentalismos mal concebidos provoquem retrocessos econômicos e sociais.

REFERÊNCIAS

ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. Austerity: when it works and when it doesn't. Princeton University Press, 2019.

BARCELOS, C. Governança orçamentária e mudança institucional: o caso da norma geral de direito financeiro – Lei nº 4.320/64. Tese de doutorado. Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade de Brasília, 2012.

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.

COMMONS, J. A revolução comercial. *Oikos*, v. 8, n.1, 2009.

CONCEIÇÃO, D. Uma introdução à teoria monetária moderna: moeda cartal, finanças funcionais e a receita pós-keynesiana para a promoção do pleno emprego com estabilidade de preços. In: GIMENE, M. (org). Por uma economia política criativa e inclusiva. Fundação João Mangabeira. Brasília, 2020.

CRUZ, Murillo. Thorstein Veblen: o teórico da economia moderna. Teoria econômica, psique e estética da ordem patriarcal, 2014.

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.

FIORI, J.L. Formação, expansão e limites do poder global. In FIORI, J.L. O Poder americano. Petrópolis: Ed. Vozes, 2007.

_____. História, estratégia e desenvolvimento: para uma geopolítica do capitalismo. São Paulo: Boitempo, 2014.

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

FRIEDMAN, M. *Studies in the quantity theory of money*. Chicago: University of Chicago Press, 1956.

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.

FURTADO, C. Desenvolvimento e subdesenvolvimento. In: Bielschowsky, R. (org). Cinquenta anos de pensamento na Cepal. Rio de Janeiro: Record, 2000.

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.

HAMILTON, A. Relatório sobre as manufaturas. Rio de Janeiro: Movimento de Solidariedade Ibero-america, 1995.

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.

LIST, F. *Sistema Nacional de Economia Política*. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1986.

MATUS, C. *Política, planejamento & governo*. Brasília: Ipea, 1993.

_____. O plano como aposta. In: GIACOMONI, J.; PAGNUSSAT, J. (org.). *Planejamento e Orçamento Governamental*. Brasília: Enap, 2007.

MAZZUCATO, M. *O Estado empreendedor: Desmascarando o mito do setor público vs. setor privado*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2014.

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

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.

MYRDAL, Gunnar. *Teoria econômica e regiões subdesenvolvidas*. Rio de Janeiro: Saga, 1972.

PERROUX, François. *A economia do século XX*. Lisboa: Livraria Morais Editora, 1967.

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

PREBISCH, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns dos seus problemas principais. In: Bielschowsky, R. (org). Cinquenta anos de pensamento na Cepal. Rio de Janeiro: Record, 2000a.

_____. O mercado comum latino-americano e o regime de pagamentos multilaterais. In: Bielschowsky, R. (org). Cinquenta anos de pensamento na Cepal. Rio de Janeiro: Record, 2000b.

REINERT, E.S. Como os países ricos ficaram ricos... e porque os países pobres continuam pobres. Rio de Janeiro: Contraponto, 2016.

RESENDE, A. L. Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2017.

_____. Juros e conservadorismo intelectual. Valor Econômico, 13 de janeiro de 2019.

_____. Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática. Portfolio-Penguin, 2020.

SAMUELSON, P. The balanced budget myth. Entrevista concedida a Mark Blaug, disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=4_pasHodJ-8. 1998.

SCHUMPETER, J. A. The Theory of economic development: an inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1934 [1912].

_____. Business cycles; a theoretical, historical, and statistical analysis of the capitalist process. New York, London: McGraw-Hill, 1939.

_____. Capitalism, socialism, and democracy. New York, London: Harper & Brothers, 1942.

_____. Seventh chapter of the theory of economic development. Industry and Innovation, v. 9, n. 1-2, p. 93-145, 2002 [1912].

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

TEIXEIRA, A. O Império contra-ataca: notas sobre os fundamentos da atual dominação norte-americana. Economia e Sociedade, Campinas, n. 15, p. 1-13, dez., 2000.

VEBLEN, Thorstein. *The Theory of the Leisure Class*. New York, N.Y./London: Macmillan/Macmillan, 1899.

_____. *The Theory of Business Enterprise*. New York, N.Y.: Scribner's, 1904.

_____. *The Instinct of Workmanship, and the State of the Industrial Arts*. New York, N.Y.: Macmillan, 1914.

_____. *The Engineers and the Price System*. New York, N.Y.: B.W. Huebsch, 1921.

VERNENGO, M; CALDENTEY, E. *Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional Finance in Developing Countries*. University of Massachusetts Amherst, Political Economy Research Institute. Working paper series, nº 495, September, 2019.

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.