

## Soberania Monetária, Gastos do Governo e Inflação

*Enzo Matono Gerioni<sup>1</sup>*  
*Nikolas Alexander van de Bilt Schiozer<sup>2</sup>*

### Área 1: Macroeconomia, política econômica e financiamento do desenvolvimento

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

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

**Abstract:** Countries with full monetary sovereignty have ample control over domestic macroeconomic policy. This does not mean, however, that fiscal and monetary policies do not suffer constraints other than political opposition. Inflation, as a systemic phenomenon that affects capitalist economies since the after war can be an important delimitation for government maneuvering with the goal of obtaining high level of employment.

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

**Classificação JEL:** E62; E32; E41

---

<sup>1</sup> Doutorando no Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, IE-Unicamp. E-mail: enzogerioni@gmail.com

<sup>2</sup> Mestrando no Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, IE-Unicamp. E-mail: nikolas.schiozer@hotmail.com

## Introdução

Se a inflação não é, atualmente, o centro do debate econômico para as principais economias, o espaço para a realização de políticas macroeconômicas domésticas tem recebido grande atenção, principalmente, após a constatação de que a política fiscal pode voltar a figurar entre os instrumentos utilizados para alentar a recuperação econômica, que ainda se processa vagarosamente passada quase uma década da crise 2007/2008.

Entre as vertentes pós-keynesianas que se debruçam sobre o debate, alguns autores que se identificam como *Modern Money Theory* (MMT) têm utilizado a ideia da soberania monetária para argumentar que há mais espaço para realização de políticas macroeconômicas domésticas do que é comumente aceito, mesmo entre outras vertentes pós-keynesianas.

De acordo com as finanças funcionais, princípio sugerido por Abba Lerner e, em grande medida utilizado em proposições de condução da política fiscal em sistemas monetários soberanos, os gastos do governo e a tributação devem levar em consideração apenas o seu efeito sobre a economia, mais especificamente, sobre emprego e inflação. Isso significa que o resultado fiscal não deve ser ele próprio o objetivo dos *policy makers* (1943: 39).

As leis das finanças funcionais estão assentadas sobre a abordagem chartalista da moeda, adotada por Keynes e, posteriormente, utilizada em variadas vertentes pós-keynesianas. A ideia da moeda como criatura do Estado e resultante da imposição de obrigações não-recíprocas implica que tributação e venda de títulos de dívida pública não possuem caráter de financiamento dos gastos governamentais, mas sim de guiar a demanda por moeda e de regular a taxa de juros do *overnight*, respectivamente. Não há, portanto, qualquer constrangimento referente à capacidade do governo de honrar seus compromissos de pagamento.

Apesar da política fiscal não enfrentar restrição por necessidade de financiamento em economias com plena soberania monetária, podemos entender que a inflação pode ser um limitador dos gastos do governo, porém, de maneira distinta daquela colocada pela Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) ou pelo “Novo Consenso Macroeconômico”. Em um momento em que o debate sobre gastos governamentais ocupa lugar de destaque, tanto no Brasil quanto nas principais economias, procuramos oferecer uma perspectiva sobre como a inflação pode delimitar o raio de ação de governos em sistemas monetários soberanos, ao ameaçar a própria soberania da moeda.

Para isso, discutimos a interpretação pós-keynesiana do fenômeno inflacionário. De forma geral, essa interpretação diz que a inflação é, em última instância, decorrente do conflito-distributivo inerente à economias capitalistas. Na disputa por maiores parcelas da renda nacional, diferentes grupos sociais utilizam seu poder de barganha para atingir este objetivo. Tendo por base esta concepção sobre o fenômeno, categorizamos diferentes regimes de inflação, qualitativamente diversos, que moldam a ação dos agentes e afetam diretamente a demanda por moeda estatal e, portanto, a soberania monetária do Estado.

Para isso, dividimos o trabalho em 3 seções, além da presente introdução e da conclusão. Na primeira, apresentamos os conceitos de soberania monetária e inflação, além de categorizar a última entre inflação sistêmica, alta inflação e hiperinflação. A segunda seção utiliza a abordagem da MMT e das Finanças Funcionais para discutir o espaço para política doméstica em sistemas monetários soberanos. A terceira seção, por fim, apresenta três cenários possíveis em que relacionamos os gastos deficitários do governo com as diferentes categorias de inflação, estabelecidas na primeira seção, e com a soberania monetária.

## 1 Soberania Monetária e Inflação

A ideia de soberania está associada a uma forma de poder absoluto e exclusivo que, usualmente, é exercido pelo Estado. Esse poder absoluto e exclusivo se expressa de diversas

formas, inclusive sob a prerrogativa de determinar o padrão monetário da economia. Essa capacidade do Estado é o que entendemos como soberania monetária, em sentido amplo.

O conceito de soberania monetária, central no atual debate sobre o espaço para realização de políticas macroeconômicas domésticas, baseia-se na abordagem chartalista da moeda, à qual Keynes era explicitamente filiado. Em seu *Treatise on Money*, Keynes destacou a importância do Estado na definição da moeda de conta – entendida como uma unidade que mede a dívida – e também como detentor do direito de declarar que “coisa” deve ser entregue para liquidar dívidas (1930: 4).

Em concordância com a abordagem chartalista, autores como Wray (2013; 2015), Kregel (2009), Tcherneva (2016) e Mosler (1997-98) definem a soberania monetária como a prerrogativa do Estado Nacional de tributar e realizar gastos na moeda que ele próprio emite, ou seja, impor passivos denominados na sua própria moeda. Ademais, a plena soberania monetária está associada à inconvertibilidade da moeda nacional, seja em mercadorias ou em moeda estrangeira. A escolha de um regime cambial em que a moeda nacional é conversível limita o raio de ação das políticas monetária e fiscal, pois surge a possibilidade de *default* na promessa de conversão (Wray, 2013: 2) (Tcherneva, 2016: 17).

A criação de moeda, como entendida pela abordagem chartalista, é apenas uma operação no balanço das unidades econômicas. A moeda não vai além de uma promessa de pagamento ou, em termos mais diretos, de uma relação de dívida e, por isso, qualquer um é capaz de criá-la, residindo a dificuldade em ter ampla aceitação. Assim, podemos estabelecer uma hierarquia entre as dívidas emitidas em uma economia, sendo hierarquizadas pela importância do seu emissor e pela respectiva aceitação que possuem (Minsky, 1986: 255).

Um aspecto chave na ideia de hierarquia monetária é que unidades econômicas em posição mais baixa utilizam a moeda emitida por unidades em posições mais próximas ao topo. A emissão de famílias e firmas são aceitas apenas muito limitadamente, cabendo à liquidação das dívidas dessas unidades o uso da moeda emitida pelos bancos. Os bancos por sua vez, têm emissão amplamente aceita pelo público, porém, para realizar compensação entre si, utilizam moeda estatal (reservas bancárias). A moeda estatal, por sua vez, se encontra no topo da hierarquia de moedas dentro de um sistema monetário soberano, pois possui capacidade de liquidar todas as demais dívidas domésticas, sem promessa de ser convertida em qualquer outra coisa, seja mercadoria ou moeda estrangeira<sup>3</sup> (Bell, 2001: 159).

A existência de um sistema monetário baseado em uma hierarquia em que todas as moedas são denominadas na mesma moeda de conta é especialmente relevante numa economia permeada pela incerteza fundamental (Carvalho, 1990). Apenas com a existência de uma moeda de conta é possível que contratos e dívidas sejam denominados de maneira estável e, conseqüentemente, que as unidades econômicas realizem transações econômicas entre si. Isso é de suma importância numa economia monetária cujo futuro é incerto, pois a existência de um padrão de denominação estável ameniza a incerteza das unidades econômicas. A existência de contratos denominados em moeda de conta aumenta a previsibilidade sobre o futuro, permitindo que os agentes realizem cálculos acerca a rentabilidade de seus empreendimentos e orientem suas decisões econômicas.

Segundo Carvalho (1990: 66), a existência de uma moeda de conta comum na economia viabiliza a generalização do sistema de contratos e de dívidas que, por sua vez, dão base para o surgimento e crescimento dos mercados. Logo, podemos dizer que a soberania monetária está diretamente relacionada à emergência do sistema contratual que dá sustentação às relações econômicas entre os agentes.

---

<sup>3</sup> A hierarquia de moedas dividida em quatro grupos - famílias, firmas, bancos e governo - é apenas uma versão simplificada. Poderíamos estabelecer uma divisão mais exata, sem no entanto, que houvesse ganho para o argumento proposto.

Assim como a soberania da moeda, o fenômeno da inflação está diretamente relacionado à moeda de conta. A definição que utilizamos no decorrer deste trabalho é que a inflação consiste de um aumento dos preços difundido e prolongado ao longo do tempo, ou, equivalentemente, é a queda prolongada do poder de compra da moeda (Parkin, 2008). Sendo assim, a inflação está diretamente relacionada à desvalorização da moeda que denomina os preços dos bens e serviços de uma determinada economia.

Para os propósitos deste trabalho, utilizamos a separação estabelecida por Carvalho (1990), entre inflação sistêmica e alta inflação, também utilizada em outros trabalhos (Bastian, 2015; Charles, S & Marie, J., 2016). A inflação sistêmica surgiu após o fim da Segunda Guerra Mundial, quando houve um gradual aumento dos preços e a inflação foi incorporada pela situação de normalidade (Carvalho, 1990: 68). Isso quer dizer que a inflação deixou de ser considerada um fenômeno de recorrência episódica para sistemática. Neste caso, os agentes incorporam este fato em suas expectativas e passam a agir tomando posições defensivas, buscando antever qual será a taxa de inflação futura e atuam de forma a minimizar os custos econômicos decorrentes da mesma.

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

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

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

A descrição do conflito-distributivo feita acima para explicar o processo inflacionário possui uma limitação. O conceito de inflação sistêmica é relevante para explicar processos inflacionários normais, mas inadequado para explicar dinâmicas de alta inflação ou hiperinflacionárias (Charles e Marie, 2016). De acordo com Carvalho (1990), a diferença entre inflação sistêmica e alta inflação é o impacto sobre o sistema de contratos, sobre a capacidade de medir adequadamente as dívidas de toda economia e também sobre a preferência pela liquidez do público.

Em uma economia marcada pela inflação sistêmica, apesar da pressão constante sobre os preços, a convenção existente entre os agentes é de estabilidade macroeconômica. Isto é, os

agentes veem a inflação como um fenômeno que não tem potencial de trazer custos econômicos ao ponto de precisarem ajustar o sistema contratual (Carvalho, 1990). O impacto da inflação dá-se pelos mark-ups, com as firmas podendo ajustar suas margens para proteger o valor real de seus lucros dadas suas expectativas inflacionárias. A moeda de conta da economia, contudo, não é colocada em xeque como a representante do valor (Carvalho, 1990). Sendo assim, mesmo com a existência da inflação sistêmica, a moeda continua possuindo a característica que lhe dá o mais elevado grau de liquidez dentro de uma economia (Carvalho, 1995), a saber: de ser aquilo que liquida todas as dívidas<sup>4</sup>.

Por outro lado, quando há alta inflação, a economia passa por alterações qualitativas. A inflação em patamar elevado rompe com a convenção de estabilidade e com as bases mínimas de previsibilidade econômica. A instabilidade gerada pela alta inflação adiciona incerteza sobre os contratos denominados na unidade de conta. Logo, a solução dos agentes é modificar a forma como são feitos os contratos, indexando os valores monetários pela inflação passada ou utilizando uma unidade de conta diferente da definida pelo Estado. Isto pode ser feito utilizando diretamente uma moeda estrangeira como unidade de conta nos contratos. A forma indireta é indexando o valor dos contratos denominados na unidade de conta nacional à variação de uma taxa de câmbio entre a moeda soberana e uma moeda externa. Nesta situação, a moeda de conta nacional passa a ser questionada (Carvalho, 1995). A denominação de dívidas e contratos deixa, progressivamente, de ser realizada em termos da moeda de conta definida pelo Estado. A perda dos atributos fundamentais que dão liquidez à moeda, de ser aquilo que contabiliza e deve ser entregue para liquidar dívidas, reduz a liquidez da moeda nacional.

A relação entre a estabilidade dos preços e a liquidez da moeda é algo que também foi observada por Keynes em sua *opus magnum*<sup>5</sup>. Para que se estabeleça tal relação é necessário, segundo este autor, que os valores dos salários monetários sejam estáveis - “sticky”. Com efeito, a vantagem de carregar o ativo que é utilizado para honrar todas as dívidas existe apenas se esses passivos tiverem um valor estável. Na ocasião de emergência de outro ativo que seja uma medida mais estável em termos salariais do que a moeda, surge um rival da moeda de conta do Estado. Para isso ocorrer, o prêmio de liquidez pela posse desse ativo deve ser maior do que o custo de carregamento do mesmo. Apesar da observação sobre a dificuldade de existir tal ativo numa economia, a descrição do que seria uma unidade de conta rival à moeda de conta se aproxima muito das moedas indexadas ou de moedas estrangeiras, especialmente nos casos de países que passaram por restrições de financiamento externo.

No limite, as espirais inflacionárias podem desembocar em casos de hiperinflação. Este fenômeno é o caso extremo de perda de liquidez da moeda. É um momento de crise em que a convenção da estabilidade do valor da unidade de conta é radicalmente rompida. Nesse caso, a determinação dos preços é determinada principalmente, senão unicamente, pelas expectativas sobre a inflação futura (Carvalho, 1990). Há, assim, uma ruptura em relação ao regime de alta inflação, porque enquanto neste ambiente existe uma grande inércia inflacionária, na hiperinflação são as expectativas acerca do futuro que afetam diretamente o presente. Essa ruptura leva os agentes a se defenderem de forma individual, através da aquisição ativos diversos que possam preservar o valor do seu estoque riqueza. Assim, a perda da moeda de conta se processa rapidamente.

Não existe uma definição clara sobre quando uma economia passa de um regime de alta inflação para hiperinflação, mas, de forma geral, ela ocorre quando os agentes passam a se defender da inflação não mais indexando os preços, mas buscando antecipá-la (Carvalho,

---

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

<sup>5</sup> Este fato foi apontado por Keynes: “*the expectation of a relative stickiness of wages in terms of money is a corollary of the excess of liquidity-premium over carrying-costs being greater for money than for any other asset*” (1936[1964]: 238).

1990). De acordo com Wray (2015), um dos fatos estilizados da grande maioria dos casos de países que enfrentaram casos de elevada inflação ou hiperinflação foi a existência conjugada de grandes estoques de passivos externos denominados em moeda estrangeira e a dificuldade de obtenção de novos financiamentos externos<sup>6</sup>. Nessas situações, os agentes reajustam seus preços antevendo a consequência de uma provável desvalorização cambial (Carvalho, 1990; Charles e Marie, 2016). Nessas ocasiões, as economias acabam entrando em espirais inflacionárias geradas pela restrição externa que acabam, progressivamente, por inviabilizar a unidade de conta nacional.

## 2 Moeda Guiada por Tributos e Política Macroeconômica Doméstica

Keynes chamou de prerrogativa chartalista<sup>7</sup> (1930[1971]: 4-5) a capacidade do Estado de escolher a moeda de conta que denomina todas as dívidas e contratos da economia bem como o que deve ser entregue para a liquidação de dívidas. Apesar de reconhecer a importância da condição de moeda de curso forçado, ou seja, caso em que a moeda estatal tem sua utilização legalmente imposta, o enfoque da abordagem chartalista reside sobre a capacidade de tributação e como ela exerce papel decisivo na aceitação do público em relação à moeda do Estado. Keynes reconheceu explicitamente essa importante característica:

*I propose to include as State money not only money which is itself compulsory legal tender but also money which the State or the central bank undertakes to accept in payments to itself or to exchange for compulsory legal-tender money [...] For example, the Federal Reserve Bank notes in the United States are only 'optional' money. Knapp accepts as 'money'—rightly, I think—anything which the State undertakes to accept at its pay-offices, whether or not it is declared legal tender between citizens (1930[1971]: 6).*

Abba Lerner, também adepto da abordagem chartalista, foi enfático ao declarar que basta que o Estado esteja disposto a receber a “moeda proposta” como pagamento de tributos e demais obrigações para que haja aceitabilidade geral dessa moeda para a liquidação de dívidas (1947: 313).

A abordagem da moeda guiada por tributos, porém, perdeu relevância ao longo das décadas e só voltou a ganhar importância no debate pós-keynesiano com os autores da MMT. A retomada da abordagem chartalista é o mesmo que dizer que a aceitação geral da moeda é derivada da capacidade do Estado de impor obrigações não-recíprocas (que atualmente consistem principalmente de impostos, mas que podem assumir a forma de cobrança de tarifas, taxas, multas entre outros) (Wray, 2015: 49; Wray, 1998: 18; Tcherneva, 2016: 14).

Assim, os agentes estarão dispostos a vender bens e/ou serviços ao Estado em troca da moeda que podem utilizar para redimir suas obrigações tributárias<sup>8</sup>. Isso responde à questão de como uma moeda é utilizada inicialmente, desconsiderando o retorno de adoção que existe ao utilizá-la pelo fato de outros agentes utilizarem-na<sup>9</sup>. Em outras palavras, mesmo que uma parcela dos agentes não possua obrigações a cumprir com o Estado, a moeda continua tendo aceitação geral, porque aqueles que precisam dela para pagar obrigações tributárias estarão dispostos a ofertar bens e/ou serviços para os demais em troca daquele que é o único ativo na

<sup>6</sup> Charles e Marie (2016) desenvolveram um modelo neo-kaleckiano em que é demonstrado a interrelação entre a fragilidade das contas externas e a possibilidade de ocorrência da hiperinflação.

<sup>7</sup> Em *The State Theory of Money*, Knapp cunhou o termo: “Perhaps the latin word “charta” can bear the sense of ticket or token, and we can form a new but intelligible adjective – “Chartal.” Our means of payment have this token, or Chartal, form” (1924: 32).

<sup>8</sup> Utilizaremos o termo “obrigações tributárias” como sinônimo de obrigações não-recíprocas, apesar desta última incluir outros tipos de obrigações que vão além de tributos.

<sup>9</sup> Para uma discussão sobre retorno de adoção ver Dequech (2013: 89).

economia capaz de pagar essa obrigação (Wray, 1998: 169-170; Wray, 2015: 53). Por este motivo, a demanda por moeda estatal normalmente é maior que a necessária para pagar tributos. Logo, o Estado tem a capacidade de demandar produtos num valor maior do que o cobrado em tributos (Wray, 2015: 53). Quanto mais generalizada é a utilização da moeda estatal dentro de uma economia, maior a capacidade do Estado de mover recursos reais.

A adoção da abordagem de moeda guiada por tributos apresenta importantes implicações sobre o espaço doméstico para políticas fiscal e monetária. A condução dessas políticas sugerida por Lerner exalta que elas devem ser avaliadas apenas pelos seus efeitos sobre a quantidade de emprego e inflação. O resultado fiscal é indiferente, podendo ser um déficit, um superávit ou um resultado balanceado, desde que haja pleno emprego e controle inflacionário (1943: 39-40).

Para realizar os gastos necessários para atingir esses dois objetivos - pleno emprego e inflação sob controle - o governo nunca precisa se financiar através do setor privado, seja através de venda de títulos de dívida ou através de tributação. A venda de títulos está relacionada à chamada “segunda lei” das finanças funcionais, que diz que o governo deve vender títulos apenas na medida em que desejar que o setor privado detenha mais títulos que rendem juros (Ibid: 40). Isso significa que a venda de títulos é apenas um instrumento de política monetária que possibilita ao Banco Central atingir sua meta de taxa de juros de curto prazo.

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

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

Portanto, em um sistema monetário soberano, em que a moeda é guiada por tributos, a autoridade monetária possui controle sobre a taxa de juros de curto prazo e o governo não enfrenta limites de gastos devido à escassez de moeda ou pela falta de financiamento pelo setor privado. Esse é o espaço para a realização de políticas fiscal e monetária, dado um sistema monetário plenamente soberano.

Esse grande raio de manobra das políticas fiscal e monetária, porém, pode ser limitado pela adoção de regimes monetários específicos, que alteram o grau de soberania monetária. Se o regime monetário adotado, por exemplo, determinar uma taxa de câmbio fixo, a política monetária estará comprometida com a manutenção da paridade entre a moeda nacional e alguma moeda estrangeira, portanto, limitando o espaço para essa política. Em uma situação ainda mais radical, a adoção de *currency board* implica a necessidade de entrada de moeda estrangeira para que possa haver emissão de moeda nacional, limitando a capacidade de gastos do governo à capacidade de atrair fluxos de capital estrangeiro e/ou gerar superávit em transações correntes.

Assim, há um espectro de graus de soberania monetária a depender do regime cambial adotado pelo governo. O regime que garante o maior grau de soberania seria o de flutuação livre do câmbio, em que não há comprometimento das políticas monetária e fiscal com

convertibilidade em moeda estrangeira ou manutenção de paridade cambial. Em outras palavras, o regime de flutuação livre garante plena soberania monetária. Por outro lado, a adoção de regimes que imponham a necessidade de convertibilidade ou até mesmo a substituição da moeda nacional por alguma moeda estrangeira (caso da dolarização voluntária), implica em drástica redução do grau de soberania monetária e, conseqüentemente, reduzem o espaço para política doméstica visando pleno emprego e controle da inflação (Tcherneva, 2016: 17-20).

### 3 Gastos Deficitários do Governo e Inflação

Mesmo considerando um sistema monetário plenamente soberano, a ampla flexibilidade para a política fiscal não significa que o governo possa gastar descontroladamente sem conseqüências para a economia ou para a própria soberania monetária. A inflação surge como uma importante conseqüência desses gastos, que será discutida no decorrer desta seção. Utilizamos os conceitos de inflação sistêmica e de alta inflação, estabelecidos na primeira seção, para distinguir entre três cenários possíveis de gastos governamentais deficitários e suas possíveis conseqüências para a inflação e para a soberania monetária.

A utilização dos três cenários é feita como instrumento para tratar da relação entre gastos deficitários do governo, inflação e soberania monetária. Os cenários são hipotéticos e pensados como argumentos teóricos universais, ou seja, que se aplicariam à todas as economias que sejam sistemas monetários soberanos e que não possuam importantes restrições externas<sup>10</sup>. Reconhecemos que a desvalorização cambial é uma importante causa para inflação, no entanto, gastos deficitários do governo não têm como conseqüência direta tal desvalorização. O que se espera é que o Banco Central continue com suas operações normais de drenagem de reservas, mantendo a taxa de juros inalterada. Por isso, não incluímos nos cenários, a possibilidade de desvalorização cambial causada por gastos deficitários do governo.

O primeiro cenário consiste em uma economia que possui plena soberania monetária, com demanda efetiva abaixo do nível de pleno emprego e gastos deficitários do governo direcionados à geração de emprego, seja através de um programa do tipo “Empregador de Última Instância<sup>11</sup>” ou através de gastos direcionados à setores da economia em que há maior elasticidade-emprego<sup>12</sup>. Em outras palavras, o cenário consiste em gasto deficitário do governo que prioriza o aumento da quantidade de emprego e, por conseguinte, é compatível com a obtenção de demanda efetiva de pleno emprego. Assim, podemos diferenciar esse cenário do gerenciamento de demanda agregada (DA), pois não há uma estratégia pró-investimento/pró-crescimento em detrimento de uma estratégia pró-emprego. Essa forma de gasto deficitário foi sugerida tanto por Minsky (1986: cap.13) quanto por Kalecki, no seguinte trecho:

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

O mecanismo pelo qual esse gasto pode vir a gerar inflação é o acirramento do conflito-distributivo, uma vez que o gasto deficitário do governo, neste cenário, possui grande impacto

<sup>10</sup> Cenários que deem conta de especificidades de países em desenvolvimento podem ser considerados, porém, fugiriam ao escopo do atual trabalho.

<sup>11</sup> Para uma explicação detalhada sobre o “Empregador de Última Instância”, ver Minsky (1986: cap.13) e Wray (1998).

<sup>12</sup> A elasticidade-emprego é dada pela quantidade de trabalho que é contratada para o gasto em compra do produto de uma indústria (KEYNES, 1964: 282).

positivo sobre a geração de emprego. Assim, conforme a economia se aproxima e finalmente atinge o nível de pleno emprego, a disciplina imposta pelo desemprego arrefece e os trabalhadores aumentam seu poder de barganha, permitindo maior pressão por aumentos salariais. Esse aumento dos custos salariais pode ser compensado por ganhos de produtividade do trabalho (Kalecki, 1980: 81). Assim, o custo salarial por unidade de produto se mantém constante e não existe razão para a elevação de preços. No entanto, caso isso não ocorra, o crescimento dos salários eleva os custos das firmas e pode vir a gerar aumento dos preços (Kalecki, 1943: 325).

A inflação resultante desse tipo de gasto deficitário se enquadra no conceito de inflação sistêmica e pode ser incorporada pelas unidades econômicas à situação de normalidade, portanto, não causa perda de estabilidade da moeda de conta e também não ameaça a soberania da moeda nacional. Há, porém, a possibilidade de que o acirramento do conflito-distributivo gere pressões inflacionárias crescentes, uma vez que os trabalhadores aumentam seu poder de barganha e podem demandar aumentos reais dos salários. As firmas, em resposta, aumentam os preços para preservar suas margens de lucro. Assim, a inflação sistêmica pode evoluir para uma dinâmica de alta inflação (Sawyer, 2003: 897).

Essa possibilidade, no entanto, deve ser mediada pela existência de fatores que vão na direção contrária. No caso de um “Empregado de Última Instância”, podemos ressaltar que o salário do programa constitui um piso controlado pelo governo para o preço da força de trabalho. Assim, aumentos reais dos salários ocasionados pelo poder de barganha dos trabalhadores não podem seguir ilimitadamente, pois a remuneração do programa constitui uma âncora para os salários reais no setor privado. Além disso, manter os trabalhadores desempregados pelo setor privado exercendo outras funções produtivas aumenta a estrutura de oferta da economia, bem como tem efeitos esperados positivos sobre a produtividade dos trabalhadores (Mitchell & Wray, 2005).

No segundo cenário, temos uma economia que possui plena soberania monetária, que está abaixo do pleno emprego e com o governo ativamente gerando gastos deficitários, em uma estratégia que é conhecida como gerenciamento de DA. Essa estratégia não é estranha aos pós-keynesianos, mas ao contrário, é comumente parte do conjunto de políticas macroeconômicas sugeridas para elevar o nível de emprego, especialmente em períodos de crise<sup>13</sup>. Através desta estratégia, os gastos podem gerar alta inflação antes mesmo de atingir o pleno emprego, mudando a direção das políticas macroeconômicas e abortando a tentativa de atingir o pleno emprego.

O mecanismo pelo qual o gerenciamento de DA pode gerar inflação antes de atingir a demanda efetiva compatível com o pleno emprego está relacionado a um possível “descompasso setorial”, que é gerado pela divergência de elasticidade-emprego entre diferentes indústrias. Como sugerido por Keynes, a quantidade de gasto não é o único determinante da quantidade de emprego, devendo ser mediada pela elasticidade-emprego da indústria para qual se direciona o aumento da DA (1964[1936]: 286).

Na fase inicial da recuperação, o aumento da DA gerado pelo gasto deficitário do governo é eficaz na geração de emprego, porém, decrescentemente. Conforme a recuperação se desenrola e a economia se aproxima do pleno emprego, os gastos deficitários continuam ocorrendo, gerando pressão inflacionária em alguns setores que já estão superaquecidos, ao passo que outros setores ainda possuem capacidade ociosa. A inflação gerada nos setores que se encontram próximos ao limite de produção se espalham pela economia, antes que o pleno emprego possa ser obtido (Tcherneva, 2011a: 14; Tcherneva, 2011b: 6; Tcherneva, 2008: 9).

A força de trabalho, por sua vez, possui características que dificultam a obtenção do pleno emprego e, principalmente, a sua manutenção através de gastos não direcionados para a

---

<sup>13</sup> Ver Palley (2011) para recomendação de gerenciamento de DA.

criação direta de empregos. A baixa mobilidade e a demora a ser qualificada para funções específicas fazem com que força de trabalho não seja adequada a todos os postos de trabalho que são criados pela expansão da DA. Os empregos criados podem simplesmente estar em locais em que não há força de trabalho desempregada ou exigir qualificação que não está disponível. O desencontro entre as características da força de trabalho e as características demandadas pelas firmas contratantes geram pressões inflacionárias que se espalham pela economia antes que haja pleno emprego (Minsky, 1965: 188).

Kalecki (1980) fez observações semelhantes ao discutir políticas destinadas à obtenção do pleno emprego do trabalho. Segundo este autor, um dos pré-requisitos para o pleno emprego é a existência prévia da relação adequada entre o equipamento existente e a força de trabalho disponível na economia. A depender dos equipamentos instalados e da composição da DA, a tentativa de assegurar o pleno emprego pode levar a tendências inflacionárias em vários setores da economia pela insuficiência do estoque de capital instalado.

No caso das políticas de gestão da DA descritas acima, a inflação não pode ser identificada com o que chamamos de inflação sistêmica e pode dar início a um processo de alta inflação, a depender da continuidade das políticas macroeconômicas adotadas. Vale ressaltar, no entanto, que não é o tamanho do déficit verificado nas contas do governo, mas sim a falta de direcionamento dos gastos com objetivo primário de geração de empregos que impede uma política bem-sucedida de sustentação de pleno emprego sem descontrole inflacionário.

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

O segundo e o terceiro cenário estabelecidos têm em comum a emergência da alta inflação como resultado dos gastos deficitários do governo. Com efeito, podemos relacionar esses dois cenários à mudanças na soberania da moeda nacional. Na presença de alta inflação, a demanda por moeda estatal é reduzida progressivamente à necessidade para o cumprimento de obrigações tributárias. Mesmo que o Estado tenha capacidade de cobrar integralmente todos os seus tributos, o excedente privado por moeda estatal, existente pelos ganhos de adoção na economia, tende a ser reduzido. Com isso, a própria capacidade do Estado de movimentar recursos reais na economia tende a cair. Nesta situação, para o Estado ser capaz de continuar adquirindo bens e/ou serviços terá que aceitar comprar as mesmas quantidades por um preço mais elevado (Wray, 2015: 53).

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

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

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

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

Conforme vimos nos cenários desta seção, os gastos deficitários do governo, em quantidade e, principalmente, por falta de direcionamento específico, podem gerar alta inflação e, portanto, comprometer a soberania da moeda ao desestabilizar a moeda de conta e reduzir a demanda relativa por moeda estatal. Não há, entretanto, uma restrição operacional que impeça o gasto do governo de continuar liquidando seus compromissos de pagamento, mesmo em uma situação de alta inflação, desde de que seja mantido algum grau de soberania monetária. Somente na situação extrema, em que a soberania monetária se encontra completamente erodida, a capacidade de realizar política monetária e fiscal fica limitada pela quantidade de moeda estrangeira disponível<sup>14</sup>.

## **Conclusão**

Em um sistema monetário soberano, em que o Estado possui a autoridade para determinar tanto a moeda de conta quanto aquilo que deve ser entregue para liquidar dívidas e contratos, a capacidade de estabelecer obrigações não-recíprocas é o que dá valor à moeda estatal. Uma vez que haja plena soberania monetária, não há constrangimento à capacidade do Estado de honrar todos os seus compromissos de pagamentos. De maneira mais direta, o governo sempre pode comprar tudo aquilo que esteja à venda por um preço denominado na sua própria moeda de conta.

Essa é a posição, colocada de forma simples, da vertente pós-keynesiana da MMT. Esse posicionamento teórico não é o mesmo que negligenciar a existência do conflito-distributivo em economias capitalistas ou o efeito inflacionário que pode surgir como consequência de gastos deficitários do governo. Procuramos apontar no decorrer do trabalho, que há uma relação entre soberania monetária, gastos governamentais e inflação, que vai além de uma correlação positiva entre quantidade de moeda e aumento dos preços.

Desenvolvemos três cenários hipotéticos para diferentes formas de gastos deficitários do governo e os diversos impactos que possuem sobre a dinâmica inflacionária e, possivelmente, sobre a soberania monetária. A depender, principalmente, do direcionamento dos gastos, o déficit pode gerar alta inflação e desestabilizar a moeda de conta doméstica, levando à erosão da soberania monetária. A perda de soberania monetária implica em perda de capacidade do governo de mover os recursos reais, mesmo dentro da economia doméstica.

---

<sup>14</sup> A quantidade de moeda estrangeira disponível é dada pela capacidade de gerar superávit em transações correntes ou atrair fluxo líquido de capital externo.

A partir dos cenários desenhados na seção três, demonstramos que uma política macroeconômica baseada no simples gerenciamento de DA mirando o crescimento econômico pode acarretar em alta inflação antes que o pleno emprego seja atingido. Gastos deficitários do governo têm consequências importantes, que nem sempre são positivas para a economia. Mesmo no caso em que haja sucesso na obtenção do pleno emprego, pressões inflacionárias importantes podem emergir. Por um lado, elas podem partir da dificuldade do governo de reconhecer que a força de trabalho já se encontra no seu limite físico. Por outro, a manutenção do pleno emprego do trabalho pode desencadear crescente pressão por aumentos salariais, que, por sua vez, podem ser repassados aos preços. O risco é que esta situação desencadeie uma espiral inflacionária. Sendo assim, fatores gerados pela própria estratégia de política econômica utilizada para obtenção do pleno emprego podem torná-la insustentável.

Fica claro a partir do referencial teórico estabelecido no decorrer do trabalho que a soberania monetária permite gastos deficitários em moeda doméstica, sem qualquer risco de *default*, apesar de não implicar que todo gasto deficitário seja necessariamente positivo para a economia. Nos parece que interpretações sobre a MMT têm deixado de lado as qualificações acerca dos resultados perniciosos que gastos mal direcionados podem ter sobre a dinâmica inflacionária e sobre a própria soberania monetária, dando lugar à versão simplista de que essa vertente pós-keynesiana advoga gastos sem qualquer limitação ou consequências inflacionárias. Em um momento de importante debate sobre gastos governamentais, tanto no Brasil quanto nas economias centrais, é essencial o reconhecimento de que governos emissores de moeda soberana não têm seus gastos restringidos por falta de dinheiro. Enquanto o debate não incorporar a natureza da moeda e da inflação, pouco avanço poderá ser obtido relativamente a um papel mais ativo do Estado na obtenção e sustentação do pleno emprego.

### Referências Bibliográficas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_. (1930[1971]) *Treatise on Money: Vol. 1: The Pure Theory of Money*. Palgrave Macmillan.

Knapp, F. G. (1924[2003]). *The State Theory of Money*. Simon Publications, Inc.

Kregel, J. (2009). The Value of Money. *Social Scientist*, Vol. 37, N°3/4, pp. 4-15.

Lerner, A. P. (1947). Money as a Creature of the State. *The American Economic Review*, Vol.37, n°2, *Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association*, pp.312-317.

\_\_\_\_\_. (1943). Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research* 10: 38-51.

Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.

\_\_\_\_\_. (1965). The Role of Employment Policy. *Hyman P. Minsky Archive. Paper 270*.

Mitchell, W. & Wray, L. R. (2005). In Defense of Employer of Last Resort: A Response to Malcolm Sawyer. *Journal of Economic Issues*, Vol. 39, No. 1, pp. 235-244.

Palley, T. (2011), “The Fiscal Austerity Trap”, *Challenge*, 54(1): 6-31.

Parkin, M. (2008) “Inflation”. In: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Second Edition. Edited by Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Ed. Palgrave Macmillan

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

\_\_\_\_\_. (2011a). Fiscal Policy Effectiveness: Lessons from the Great Recession. *Working Paper N°649*. The Levy Economics Institute of Bard College.

\_\_\_\_\_. (2011b). Fiscal Policy: why aggregate demand fails and what to do about it. *Working Paper N°650*. The Levy Economics Institute of Bard College.

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

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

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

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

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

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

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

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