



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

LUCAS RODRIGUES DEGLE ESPOSTE

**MMT E INFLAÇÃO: UMA ANÁLISE DO DEBATE INFLACIONÁRIO A PARTIR
DA ECLOSÃO DA PANDEMIA**

Rio de Janeiro

2023

LUCAS RODRIGUES DEGLE ESPOSTE

**MMT E INFLAÇÃO: UMA ANÁLISE DO DEBATE INFLACIONÁRIO A PARTIR
DA ECLOSÃO DA PANDEMIA**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito para a obtenção do título
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Professora Dra. Simone
Fioritti

Rio de Janeiro

2023

CIP - Catalogação na Publicação

D318m Degle Esposte, Lucas Rodrigues
MMT e inflação: uma análise do debate
inflacionário a partir da eclosão da pandemia /
Lucas Rodrigues Degle Esposte. -- Rio de Janeiro,
2023.
64 f.

Orientadora: Fioritti Simone.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2023.

1. MMT. 2. Inflação. 3. Pandemia. I. Simone,
Fioritti, orient. II. Título.

LUCAS RODRIGUES DEGLE ESPOSTE

MMT E INFLAÇÃO: UMA ANÁLISE DO DEBATE INFLACIONÁRIO A PARTIR
DA ECLOSÃO DA PANDEMIA

Trabalho de conclusão de curso
apresentado ao Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito para a obtenção do título
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 25/08/2023.

SIMONE FIORITTI SILVA - Presidente

Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

ANA CRISTINA REIF DE PAULA

Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

NICHOLAS MILLER TREBAT

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

AGRADECIMENTOS

Primeiramente queria agradecer a Deus pelas oportunidades e pelas condições física, mental e material com as quais ele sempre me abençoou.

Queria agradecer aos meus pais, que são o verdadeiro motivo de eu ter chegado até aqui. Sempre me deram incentivo e condições para que eu pudesse estudar e me dedicar aos meus estudos, além de nunca me deixarem cair em conformismos.

Agradeço à minha esposa, por sempre estar do meu lado e pela disponibilidade de sempre me ajudar.

Queria dedicar também um agradecimento a todas as pessoas que, de maneira direta ou indireta, contribuíram para esse momento.

RESUMO

Foi utilizada uma pesquisa bibliográfica descritiva com o objetivo de verificar o panorama do debate econômico acerca do movimento inflacionário recente, a partir da eclosão da pandemia causada pelo coronavírus, e identificar os argumentos da MMT que são utilizados para explicar esse movimento e suas possíveis deficiências. Será explicado que o debate econômico centra-se principalmente em duas vertentes: a de inflação de demanda, através da pressão no mercado de trabalho e defendida pelo *mainstream*, e a inflação de oligopólio, através de uma janela de oportunidade para aumentar os *mark-ups* das empresas, defendida por boa parte dos pós-keynesianos, entre eles os autores da MMT. Por fim, chegamos à conclusão que, apesar da MMT acertar em sua convicção da inexistência da inflação de demanda no período de interesse, a falta de uma explicação baseada nas pressões causadas custos de produção empobrece o poder explicativo da Teoria Monetária Moderna no contexto da pandemia e de sua recuperação.

Palavras-chave: Inflação; MMT; Custos.

ABSTRACT

A descriptive bibliographic research was utilized with the aim of examining the landscape of the economic debate surrounding the recent inflationary movement due to the outbreak of the coronavirus pandemic, and identifying the arguments of Modern Monetary Theory (MMT) that are used to explain this movement. It will be explained that the economic debate primarily revolves around two perspectives: demand-pull inflation, driven by labor market pressures and advocated by the mainstream, and oligopoly inflation, arising from an opportunity to increase company mark-ups, supported by a significant portion of post-Keynesian economists, including MMT authors. In conclusion, it is determined that while MMT is accurate in its conviction of the absence of demand-pull inflation during the period of interest, the lack of an explanation based on production cost pressures diminishes the explanatory power of Modern Monetary Theory in the context of the pandemic and its recovery.

Keywords: Inflation; MMT; Cost inflation.

LISTA DE FIGURAS

Gráfico 1 - A nova inflação: evolução da taxa de inflação mensal [anualizada] (01/2013 a 02/2023) - seleção de países e regiões

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

RMI – Regime de Metas de Inflação

NCM – Novo Consenso Macroeconômico

MMT - *Modern Money Theory*

TFF - Teoria das Finanças Funcionais

PGE – Programa Gerador de Emprego

EUI – Empregador de Última Instância

CUT - Conta Única do Tesouro

FMI - Fundo Monetário Internacional

TQM – Teoria Quantitativa da Moeda

NAIRU - Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment

ELR – *Employer of Last Resort*

EBSP – Emprego Básico do Setor Público

SBSP – Salário Básico do Setor Público

FED – *Federal Reserve Board*

EUA – Estados Unidos da América

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

INPC - Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC)

SUMÁRIO

1	A TEORIA MONETÁRIA MODERNA	12
1.1	Moeda estatal e Estado Soberano	12
1.2	Finanças Funcionais	15
1.3	Dispêndio, tributação, títulos e déficits	16
1.4	Da taxa de juros exógena à endogeneidade da moeda	19
1.5	Recapitulando.....	21
2	TEORIAS DE INFLAÇÃO	23
2.1	Inflação de demanda.....	23
2.1.1	A composição de um novo consenso	24
2.2	Inflação de Custos	28
2.2.1	Inflação de custos e conflito distributivo	29
2.2.2	<i>Mark-up</i> nominal, taxa de juros, preços de commodities, câmbio e salário.....	31
2.3	MMT e inflação.....	35
2.4	Recapitulando.....	39
3	A INFLAÇÃO COM A ECLOSÃO DA PANDEMIA.....	41
3.1	Debate teórico e experiência inflacionária nos EUA	41
3.2	A experiência brasileira	50
3.3	Recapitulando.....	53
	Conclusão.....	54

INTRODUÇÃO

O debate em torno das Ciências Econômicas, em sua vasta gama de assuntos, é envolto de várias disputas entre economistas. No que tange o tema da inflação, o resultado não seria diferente. Economistas pós-keynesianos (heterodoxos) entendem a inflação com origem não só no excesso de demanda, mas também nos custos, através dos salários, *markups* ou câmbio, além dos Retornos Decrescentes. Já os economistas ortodoxos consideram a inflação um fenômeno essencialmente de demanda, pois as pressões de custos se autocorrigiriam no tempo, obrigando o formulador de política econômica a manipular os juros para controlar possíveis excessos de demanda, de modo que a inflação fique dentro da meta. (JORGE, 2012)

Críticas heterodoxas apontam que os equívocos (tanto da ortodoxia quanto de vertentes heterodoxas baseadas na interpretação neoclássica) de uma política monetária inspirada numa concepção metalista da moeda, dentro de uma lógica financeira vigente de moeda fiduciária – como a Teoria Quantitativa da Moeda, ao tentar transportar a lógica do padrão-ouro ao sistema de moeda fiduciária moderna -, estão por trás do fracasso de estabilização monetária dos países que se depararam com inflação crônica no século XX.

Devido a esse histórico, o tema permeia os noticiários e os debates acadêmicos desde então, se tornando um tema de preocupação para toda a população e central para a condução da política econômica nos países que sofreram com desequilíbrios inflacionários. Em 1999, o país adotou o sistema de Regime de Metas de Inflação (RMI) e também o regime de câmbio flutuante, em linha com um novo consenso econômico que se estabelecia entre os países centrais. O novo modelo, chamado de Novo Consenso Macroeconômico (NCM), tem em seu arcabouço os princípios da síntese neoclássica, do monetarismo e também pelos princípios novo-clássicos – representados pelas expectativas racionais de *foward-looking* aplicadas junto a adoção de bancos centrais independentes. (FEIJÓ; LEAL, 2011)

A adoção do NCM causa controvérsias entre economistas, principalmente devido ao seu instrumental utilizado para perseguir a meta de inflação. A corrente pós-keynesiana critica o uso da taxa nominal de juros para atrofiar o crescimento da economia, alegando que essa política de juros causa “a manutenção da economia em recessão com altas taxas de desemprego e baixos níveis de renda.” (VIEIRA, 2013, p. 143). Essa posição se justifica devido ao argumento de que, no caso brasileiro, “choques de custos têm sido os

principais, e mais persistentes, geradores de pressões inflacionárias” (CARVALHO, 2005, p.333), ocasionadas por choques de oferta e por uma inércia dos preços administrados devido à falta de regulação estatal. Segundo Vieira (2013):

Considera-se que no Brasil exista uma inércia dos preços que muitas das vezes é causada pelo repasse do aumento dos custos, principalmente no setor da economia que é oligopolizado, a qual os preços administrados não possuem uma regulamentação governamental causando um desequilíbrio com os preços livres. Fica nítido que a economia brasileira não está passando por um processo inflacionário por parte da demanda. (VIEIRA, 2013, p. 135)

Ao mesmo tempo, ergue-se recentemente nos debates a tentativa de resgatar as ideias dos antigos cartelistas, representadas no presente pela Teoria Monetária Moderna (do inglês Modern Money Theory - MMT), que fomenta uma análise minuciosa da institucionalidade das políticas monetária e fiscal, destrinchando a relação entre Tesouro e Banco Central. Essa análise busca reforçar um conjunto de corolários que não são novidades no mundo das Ciências Econômicas, mas que parecem ser ignorados ou mal interpretados pelos formuladores de políticas econômicas e por parte da Academia. Segundo Bastos (2004), a MMT ganha notoriedade não por sua originalidade, mas por recuperar ideias sobre a teoria monetária e a determinação de renda, dentro do princípio da demanda efetiva, além de explicar como ocorreria sua relação com a política monetária e com as finanças públicas. Ainda segundo o autor, a abordagem da moeda como criatura do Estado, a Teoria das Finanças Funcionais e as políticas de pleno emprego conjuntamente com políticas de controle de inflação, são os principais pontos da contribuição de Wray. No entanto, o debate acerca das causas da inflação ainda não parece claro haja vista as interpretações sugeridas durante a pandemia, como discutiremos no decorrer deste trabalho.

O tema, então, propõe analisar o recente debate que se deflagrou como início da pandemia e a posterior recuperação econômica, que registrou inflação acima da meta. Todavia, aparece também a necessidade de verificar se a base analítica da MMT se adapta à peculiaridade do comportamento dos preços que historicamente compõe a economia brasileira. Sem a pretensão de esgotar o assunto, o objetivo geral deste trabalho busca analisar se MMT pode ser aplicada na economia brasileira sem o revés inflacionário.

Conforme o objetivo geral acima mencionado, os objetivos específicos buscam primeiramente descrever os principais argumentos de Randall Wray na defesa da Teoria Monetária Moderna e depois identificar as principais teorias de inflação: de demanda e de custos, além de também identificar em qual dessas teorias a MMT se encaixa e como

ela aborda a questão do controle de preços. Por fim, o ultimo objetivo será o analisar se a MMT oferece um instrumental eficaz para explicar e controlar o nível de preços no Brasil, num contexto de inflação global causado pela epidemia do coronavírus, de modo a induzir o crescimento seguindo os conceitos das Finanças Funcionais.

Neste sentido, a ideia é entender se um governo pode se utilizar de déficits para financiar um Programa Garantidor de Emprego sem gerar pressões inflacionárias, tendo em vista que, enquanto houver desemprego, a poupança nominal esperada será maior que a poupança nominal efetiva. Também responderemos se os pressupostos da MMT podem ser utilizados no Brasil, levando em consideração o contexto global de inflação de custos.

No primeiro capítulo, serão apresentados os principais pilares que compõem a MMT. Veremos o conceito de moeda, segundo a Teoria Estatal da Moeda, para podermos entender o argumento ao qual está baseada a defesa de que a mesma, nada mais é do que uma confissão de dívida governamental e que os agentes trocam esse “contrato de dívida” entre si por que acreditam que todos os demais agentes também aceitarão essa forma de pagamento. Também veremos que o Princípio da Demanda Efetiva pode ser representado pela Teoria das Finanças Funcionais (TFF), quando esta propõe que o déficit fiscal pode ser utilizado de modo funcional, ao levar a economia à plena utilização de seus recursos. Quando unimos essas proposições à realidade empírica da relação entre Tesouro e Banco Central, podemos compreender o déficit como "regra do jogo" e como os juros são determinados exogenamente, para chegar na recomendação de Wray (2003) de um Programa Gerador de Empregos (PGE), que serviria de âncora para o nível de preços de toda a economia.

O segundo capítulo será dedicado à apresentação das duas principais teorias de inflação: a de demanda e a de custos. Além disso, será descrito o funcionamento do PGE e como ele é capaz, segundo a MMT, de servir como “âncora” para o nível de preços.

Por considerar a origem do dinamismo inflacionário dentro da demanda, o terceiro capítulo tratará de expor as inconsistências práticas que a Teoria Monetária Moderna enfrentaria ao ser testada na realidade econômica brasileira, onde a dinâmica ligada aos custos aparenta exercer maior influência ao descontrole do nível de preços, principalmente num contexto de inflação global pós-Covid

1 A TEORIA MONETÁRIA MODERNA

O objetivo desse capítulo é o de fazer um apanhado das bases teóricas em que se baseiam as ideias da Teoria Monetária Moderna.

1.1 Moeda estatal e Estado Soberano

A MMT segue a abordagem Chartalista ou Teoria Estatal da Moeda, que prega que a moeda é uma mera contabilidade socialmente aceita, uma convenção. O fundamento de uma economia monetária, lógica e historicamente, se dá a partir das relações de crédito e débito, onde o contrato de dívida troca de credor sem precisar possuir um lastro. O débito gerado na compra de um item por um agente significa um crédito, sem lastro, dado a ele por um credor. Em um nível agregado, essas relações de crédito e débito fariam surgir um sistema bancário como elemento motriz de um sistema monetário mais evoluído. (BASTOS, 2004)

A concepção ortodoxa afirma a moeda como uma “geração espontânea dos mercados, fruto da necessidade de encontrar uma mercadoria perene, de aceitação generalizada [...] e sirva como referência de valor” (RESENDE, 2020). Por outro lado, a teoria chartalista a entende como uma forma de contrato de dívida nominal, não metálica, onde o comprador não precisa, de fato, ter em mãos a renda para saldar a dívida no ato da compra.

As trocas ocorrem por intermédio da dívida e não por intermédio de ouro, prata ou qualquer equivalente geral. Ao demandar uma mercadoria no mercado, o consumidor desta mercadoria se torna devedor líquido neste mercado até que utilize sua produção para obter crédito e saldar sua posição. A marcação deste débito/crédito já ocorreu, historicamente, em tabletes de madeira, ao ser saldado o débito, eram quebrados como forma de mostrar que a dívida havia sido redimida (VILELLA et al, 2020, p.1).

O esquema de comércio é ilustrado da seguinte forma entre os agentes: o agente A, credor de B, pode comprar bens ou serviços de C utilizando-se da dívida de B. Conforme esse tipo de relação de débito e crédito se amplia, forma-se o sistema bancário (BASTOS, 2004). Borio (2019) também teoriza o dinheiro como um contrato de dívida, onde esse contrato é utilizado para saldar operações comerciais entre indivíduos dentro de uma linha temporal:

At an even deeper level, money is debt in the form of an implicit contract between the individual and society. The individual provides something of value in return for a token he/she trusts to be able to use in the future to obtain

something else of value. He/she has a credit vis-à-vis everyone and no one in particular (society owes a debt to him/her). (BORIO, 2019, p. 10)

Inspirados por Innes (1913), os autores MMTistas afirmam que não há evidências históricas de que o mercado primitivo já operou em algum momento sob a forma de escambo, mas que essas evidências indicam que o comércio operava amplamente por meio de um sistema de créditos e débitos. Os defensores da teoria então, rompem com o que é usualmente ensinado na maior parte dos cursos de ciências econômicas. O sistema de escambo é apenas uma abstração para explicar o comércio primitivo, sendo o sistema de débitos e créditos o meio socialmente difundido entre as antigas civilizações.

O cenário Chartalista atual é dividido em duas abordagens principais: a de Wray (2003) e a de Davidson (1972), que levam economistas a postularem de maneiras diferentes sobre os limites da política fiscal. Davidson defende que ao determinar a unidade de conta na qual os contratos com o setor privado serão firmados, o Estado acaba definindo a mercadoria que terá a função de moeda. Enquanto o governo conseguir manter a crença de que honrará os contratos firmados nessa unidade de conta, a mercadoria em questão será a de maior liquidez da economia. Se, ao contrário, os agentes perderem a confiança no setor público em manter a função de reserva de valor da moeda, esses agentes podem começar a denominar seus contratos em outra unidade de conta. Para esses chartalistas de contrato, a indexação dos contratos é um empecilho para que o Estado tenha plena capacidade de expansão dos gastos.

Enquanto isso, os chartalistas de tributos admitem que os impostos são os responsáveis por definir a mercadoria que exercerá a função de moeda e, enquanto o Estado tiver a capacidade de tributar, sua soberania estará garantida e choques de confiança poderão ser superados através de um aumento de impostos, que acarretará numa maior necessidade dos agentes em arrecadar a moeda estatal. Desta abordagem surge a MMT, que defende que os limites à expansão dos gastos estatais são exclusivamente políticos.

Para que o Estado cumpra o papel de soberania, ele deve preencher quatro etapas lógicas. As quatro etapas lógicas são: 1) a unidade de conta deve ser criada pelo Estado; 2) o governo impõe obrigações fiscais denominadas nesta unidade de conta escolhida; 3) o governo emite o meio de pagamento e o aceita como forma de pagamento destas

obrigações fiscais; 4) o governo não deve se comprometer em converter esta moeda em uma taxa fixa de outra unidade de conta na qual não possui o poder de emissão (VILELLA et al, 2020; VILELLA, 2022, WRAY, 2020), estabelecendo-se assim a soberania da moeda criada pelo Estado.

Todos os pressupostos da MMT são baseados nos requisitos acima listados sobre soberania da moeda nacional, para que o espaço político do Estado não seja limitado. Deve-se então descrever a relação do Estado com a própria moeda que ele emite, de modo a entender que o Estado cria moeda quando gasta, além de criar a demanda por ela através dos tributos, que também é responsável pela destruição da moeda. Portanto, se os gastos do governo criam a moeda necessária para pagar os impostos, podemos dizer que, lógica e historicamente, a moeda é uma criatura do Estado e não do mercado. (VILELLA et al, 2020; WRAY, 2003)

Desse modo, se destaca hierarquicamente a moeda como um bem público, pois os tributos impostos pelo Estado devem ser pagos em sua moeda, criando uma demanda pelos débitos estatais por parte do setor privado, já que este setor precisa quitar seus débitos com o Estado. Não sendo o seu valor representado por seu conteúdo metálico, a moeda representa uma unidade nominal de dívida na qual a conversão dessa unidade nominal é determinada pelo governo, ou seja, seu valor é apenas uma convenção. A comunidade aceita essa unidade de conta por que confia que os demais agentes do mercado também a aceitarão como forma de débito em aberto, pois o Estado impõe obrigações tributárias denominadas nesta mesma unidade de conta sobre todos os agentes, criando a demanda pela moeda que ele emite (BASTOS, 2004; RESENDE, 2020; VILELLA, 2022; WRAY, 2003).

A MMT afirma que dada a capacidade do governo emitir moeda, ele pode assumir qualquer dívida sem correr o risco de *default*, desde que as dívidas sejam denominadas na moeda emitida pelo mesmo e desde que ele não se comprometa em converter sua moeda em uma quantidade fixa de outra. Preenchendo o último requisito, a política cambial deve seguir o regime de câmbio flutuante, ou seja, o Estado não deve se comprometer em converter sua moeda em outra unidade de conta na qual não possui o poder de emissão. O comprometimento dessa conversão torna o Estado dependente de sua capacidade de obter a outra unidade de conta para saldar seu compromisso. (BASTOS, 2004; VILELLA et al, 2020; WRAY, 2003)

Em resumo, o governo cria uma moeda e impõe obrigações fiscais denominadas nessa moeda a todos os agentes em seu território. Para fazer qualquer tipo de pagamento, o governo cria um crédito contra si denominado nessa moeda na conta dos agentes, que aceitam a unidade de conta por terem a crença de que todos os demais agentes também a aceitarão, já que todos precisam quitar suas obrigações tributárias junto ao governo utilizando essa moeda. Devido ao financiamento indireto entre Banco Central e Tesouro Nacional que será abordado no subcapítulo 1.3, podemos afirmar que os tributos não apenas servem para gerar uma demanda pela moeda, mas também como uma forma de destruição dela, pois o Estado não precisa dessa moeda arrecadada para gerar novos gastos. Essas constatações guiam a uma dedução lógica: as autoridades governamentais não podem tributar antes de gastar. Os gastos precedem os tributos, tornando o dispêndio público necessário para o funcionamento de todo o sistema de pagamentos.

1.2 Finanças Funcionais

A utilização da Teoria da Teoria das Finanças Funcionais descrita por Abba Lerner em 1943 representa o resgate da lógica keynesiana, ao combinar a Teoria Estatal da Moeda e a demanda efetiva e ao destacar o papel do Estado na promoção do desenvolvimento econômico. A TFF entende que a dívida que o público detém em mãos é uma forma de riqueza, e somando a isso, defende que o Estado tem que intervir na economia de forma funcional, para que os recursos produtivos sejam alocados da melhor maneira possível:

[...] as políticas fiscal e monetária devem ser avaliadas exclusivamente com base nos seus resultados econômicos, não devendo ser determinadas a partir de doutrinas que estabeleçam de forma apriorística o que é ou não saudável. Este tipo de abordagem defende, caso necessário, a determinação de um déficit público que induza a economia à utilização máxima dos recursos produtivos, respeitando, obviamente, a manutenção de um desempenho apropriado em termos de comportamento dos preços. Desta forma, qualquer Estado que tem o poder de emitir moeda própria não apresenta constrangimentos para fazer gastos públicos sem gerar impactos inflacionários. (ALVES; MONTES, 2012, p.675)

Segundo Bastos (2004), a TFF possui implicações interessantes para políticas econômicas heterodoxas, por integrar a relação de emissão monetária com o gasto público, ao manipular o déficit do governo para cobrir *gaps* de “não gasto” do setor privado, de maneira que se utilize o máximo possível os recursos produtivos. Essa linha de raciocínio é compartilhada por Eisner (2003), quando o autor defende que os déficits orçamentários não podem ser julgados por si mesmos, mas sim quando são mensurados correta ou erroneamente, ou seja, déficits podem ser positivos quando controlados, pois,

reforçados por uma política monetária bem feita, podem estimular a economia, melhorando os níveis de poupança, emprego e investimento.

Para prevenir o desemprego e a inflação, a teoria de Lerner defende o equilíbrio das despesas totais (não as despesas anuais). Isso significa usar gastos públicos em períodos de despesas baixas e usar impostos em períodos de despesas altas. Lerner também defende que os impostos devem afetar a renda das pessoas em vez de financiar apenas o governo. Para manter a liquidez sob controle, ele propõe alterar as participações do governo e emitir títulos públicos e também enfatiza a liberação e a destruição de dinheiro necessárias para a execução de suas propostas (GONZÁLEZ, 2020), um exemplo é o gasto público utilizado para financiar um programa de pleno emprego, como o defendido pela MMT mais a frente, onde o dispêndio do governo deve flutuar contra ciclicamente às despesas dos agentes privados.

Seguindo os caminhos de Lerner, Wray (2020) propõe que o Estado adote um programa de Empregador de Última Instância (EUI), segundo o qual o governo se compromete a empregar todas as pessoas que desejarem trabalhar pelo salário pré-estabelecido pelo próprio governo, alcançando o pleno emprego. Esta proposta sugere que o governo possui pouco controle sobre as oscilações financeiras da economia, por conseguinte o resultado fiscal não teria tanta importância quanto os malefícios causados pelo desemprego, principalmente nos períodos recessivos da economia.

1.3 Dispêndio, tributação, títulos e déficits

Para fins de compreensão, também é importante destacar o processo de criação de moeda, que é inteiramente ligado ao processo de dispêndio do governo que, por sua vez, é ligado ao processo de tributação. Segundo Pimentel e Serrano (2017), a ideia de um financiamento depois da tributação ou através do mercado de títulos requiriria uma necessidade de previsão irreal sobre o comportamento da economia para a coordenação entre as instituições do governo. No mundo real, a moeda é criada quando ocorre o gasto e destruída quando se tributa, enquanto o mercado de títulos serve para ajustar a taxa de juros dentro da meta definida pelo Banco Central.

Quando se consolidam os balanços contábeis entre Banco Central e o Tesouro, nota-se que o Tesouro não consegue recolher tributos antes de gastar. No momento que o setor privado realiza um fluxo monetário destinado pagamento de impostos, o setor

público deve contrabalançar em montante equivalente através do balanço contábil do Banco Central.

No Brasil, os gastos públicos são assegurados pelo saldo da Conta Única do Tesouro (CUT) junto ao Banco Central. Essa conta do governo federal no Banco Central serve “como um colchão de liquidez preparado para os possíveis resgates dos títulos públicos que estão vencendo por parte do setor de privado” (PIMENTEL; SERRANO, 2017, p,5), sendo utilizada para saldar as operações de crédito e débito do governo. Quando o governo gasta, utiliza o saldo da CUT para creditar o montante da transação na conta dos agentes privados, aumentando o nível de reservas interbancárias e, conseqüentemente, a base monetária. (PIMENTEL; SERRANO, 2017)

O excesso de reservas no sistema bancário faz a taxa de empréstimo do *overnight* tender a zero, mas obrigado a evitar que a taxa de juros saia da meta, o Estado vende títulos ao sistema financeiro, enxugando o excesso de liquidez do mercado e trazendo a taxa de juros do interbancário de volta à meta. A coincidência no tempo de “receitas” tributárias e das operações de mercado aberto realizadas pelo Banco Central induzem ao erro de acreditar que há uma operação de financiamento, mas na verdade é uma exigência para manter a estabilidade das reservas. Evidencia-se assim que os títulos públicos funcionam como instrumento de política monetária para cumprir a meta de juros e não para financiar os gastos. (VILELLA, 2022; WRAY, 2003)

O resultado dessa relação entre Tesouro Nacional e Banco Central direciona o raciocínio a uma conclusão primordial no estudo da Teoria Monetária Moderna: a de que um governo soberano não enfrenta restrição financeira aos seus dispêndios. Se o gasto do governo é denominado na moeda que ele possui monopólio de emissão, não faz sentido que o governo não tenha capacidade de honrar suas dívidas. Essa conclusão não significa que o nível de gastos pode ser expandido despreocupadamente sem conseqüências, mas adverte que as restrições propagadas pela ortodoxia e por parte da heterodoxia são autoimpostas e de cunho político. (BASTOS, 2004; WRAY, 2003)

O dispêndio governamental nunca é limitado pela quantidade de títulos que os mercados estão querendo comprar; antes, as vendas de títulos são realizadas para proporcionar uma alternativa rentável às reservas excessivas e ao dinheiro mantido em caixa. (WRAY, 2003, p.108)

Pelo Artigo 164 da Constituição Federal, o Tesouro Nacional não pode vender títulos diretamente ao Banco Central antes de realizar seus gastos, ele vende esses títulos aos bancos comerciais. O setor financeiro, por sua vez, não mantém um excesso de reservas que seja destinado a obter novos títulos, pois seria uma posição ineficiente de sua carteira de ativos ao ignorar o custo de oportunidade pela falta de rendimento de juros: “E não há nenhuma possibilidade de que o governo possa se encontrar em uma crise porque seja incapaz de vender ou “rolar” títulos – uma vez que o propósito das vendas de títulos é nada mais que oferecer alternativas rentáveis à moeda fiduciária” (WRAY, 2003, p. 109). Para manter a taxa de juros dentro da meta, o Banco Central deve fornecer liquidez aos títulos do Tesouro. Com esse empréstimo, torna-se possível a compra dos títulos ofertados pelo Tesouro Nacional, logo, o Banco Central acaba agindo como se estivesse comprando os títulos no mercado primário. (DALTO, 2021; PIMENTEL; SERRANO, 2017)

É interessante destacar o que significa esse movimento entre Tesouro e Banco Central. Por lei, o Banco Central não pode financiar diretamente o Tesouro Nacional através da compra de seus títulos no mercado primário, mas por outro lado a lei permite que o Banco Central faça empréstimos ao setor financeiro. Isso significa que quando o governo decide gastar, ele emite títulos aos bancos comerciais que compram com reservas oriundas de empréstimos feitos junto ao Banco Central, ou seja, o Estado financia seu gasto no mercado secundário, criando moeda fiduciária, não através dos impostos.

Essa relação é mal compreendida entre os economistas, que não assimilam que apesar de haver uma restrição direta de financiamento do Tesouro por parte do Banco Central, o financiamento ocorre de maneira indireta. A lei apenas adiciona um intermediário na relação entre Tesouro Nacional e Banco Central e faz parecer que os bancos comerciais financiam o gasto público (DALTO, 2021), quando, na verdade, o Governo não precisa de financiamento para gastar, tornando artificial a divisão entre Tesouro e Banco Central.

Logo, se logicamente nem tributos nem dívida financiam o gasto público, qual o papel destes na economia? Ajustar as decisões de gasto e alocação de riqueza do setor privado consistentes com um nível de plena utilização dos recursos produtivos. O estoque da dívida pública respondendo, como já dito, aos ajustes de liquidez do setor privado, e o nível de impostos sendo determinado pelo volume de gastos privados compatíveis com o “pleno emprego”. (BASTOS, 2004, p. 191)

1.4 Da taxa de juros exógena à endogeneidade da moeda

Quando nos referimos aos determinantes da taxa de juros, surge concomitantemente a necessidade da discussão sobre a criação de moeda dentro sistema capitalista moderno. Via de regra, ambos são assuntos com vasta bibliografia e, claro, muita controvérsia.

A literatura heterodoxa não caminha a um único direcionamento, mas podemos distinguir dois principais grupos: aqueles que defendem que a taxa de juros seja determinada pelo equilíbrio entre as funções de demanda e oferta de moeda e há aqueles que defendem que a taxa de juros seja determinada institucionalmente, ou seja, por uma autoridade monetária. A ortodoxia prega que a taxa de juros seja determinada através do equilíbrio entre as funções de investimento e poupança, mas também existem que aqueles que, assim como parte dos heterodoxos, consideram que, no curto prazo, a taxa de juros seja determinada pelo equilíbrio entre as funções de oferta e demanda por moeda, mas que no longo prazo as relações de investimento e poupança prevalecem. Em destaque no *mainstream* se encontra o NCM, que aceita a taxa de juros exógena determinada institucionalmente, embora no longo prazo só exista uma taxa de juros de equilíbrio: a taxa natural de juros. (SERRANO; SUMMA, 2013)

A MMT tem em um de seus pilares a taxa de juros exógena, onde considera que ela seja absolutamente determinada pela autoridade monetária. Serrano e Summa (2013) baseiam a abordagem em dois princípios: 1) conforme visto anteriormente, o governo não corre risco de não saldar suas dívidas denominadas na moeda que emite e, por isso, estabelece o nível da taxa de juros no patamar desejado. 2) os bancos comerciais não são obrigados a conceder empréstimos ao setor privado, eles só emprestam àqueles tomadores considerados solventes.

A demanda por empréstimos e a decisão de empréstimo dos bancos comerciais que determinam a quantidade total de empréstimos, que, por sua vez, determinam os depósitos à vista. Essa demanda por empréstimo depende das decisões de gasto dos agentes (que pouco tem a ver com a taxa de juros). A quantidade de reservas que um banco comercial precisa manter durante a noite depende da necessidade de liquidação dos bancos mais um elemento de precaução. A necessidade de liquidação depende dos acordos por atacado, não da taxa de juros.

A questão é que a incerteza quanto à liquidação interbancária é praticamente inexistente quando se tem um Banco Central que supre as necessidades fornecendo os fundos necessários, que faz a demanda por reservas ser vertical, ou seja, independente da taxa de juros. Desse modo, o Banco Central define a taxa de juros no nível que quiser, pois é monopolista no fornecimento de meios de pagamentos. A oferta de empréstimos por parte dos bancos comerciais é determinada pela demanda por empréstimos por parte do setor privado e essa oferta, pelo mesmo motivo, também é pouco impactada pela taxa de juros, então podemos pensar numa curva horizontal de oferta de moeda bancária, pouco ou quase nada influenciada pela política monetária. (BORIO, 2019; WRAY, 2003)

Na visão dos economistas heterodoxos endogenistas a quantidade de empréstimos fica dependente da demanda por crédito a essa taxa de juros fixada, mas como os bancos não são obrigados a emprestar, assim nem toda demanda por crédito se materializa, ou seja, a oferta de empréstimos não acomoda toda a demanda por empréstimos. Serrano e Summa (2013) destacam que dados os empréstimos concedidos e o nível de reservas desejadas, os bancos escolherão a quantidade de reservas que vão precisar. Se os depósitos do sistema bancário como um todo for deficitário, impossibilitando que os bancos supram suas necessidades entre si, poder-se-á tomar emprestado diretamente com o Banco Central.

O volume de empréstimos determinados dessa forma é que cria os depósitos e, portanto, a moeda (M1). Dessa forma, na visão da moeda endógena, a causalidade vai dos empréstimos para os depósitos, e, portanto, a quantidade de moeda, M1, é sempre endógena em qualquer economia. (SERRANO; SUMMA, 2013, p. 393)

Dessa forma, os empréstimos determinam os depósitos e estes determinam as reservas desejadas. Não seria a expansão monetária que levaria à expansão dos empréstimos bancários, e sim o argumento de causalidade oposto: é a expansão dos empréstimos que induz a expansão da base monetária, tornando-a endógena, pois o Banco Central apenas fornece as reservas que os bancos comerciais precisam, de forma a manter a taxa de juros sob controle.

Os bancos comerciais estabelecem suas taxas de empréstimo de acordo com a taxa de *overnight* (taxa SELIC, no Brasil) determinada pelo Banco Central mais um *spread*. O uso da taxa de *overnight* como um piso, de modo a fixar as demais taxas, faz sentido pelo fato do governo ser o único devedor que não tem risco de *default*, pois ele

mesmo emite a moeda que servirá de meio de pagamento para saldar suas dívidas. O *spread* praticado deve ser irrisório, pois o Banco Central atua no mercado interbancário comprando e vendendo qualquer quantidade de títulos públicos, obrigando as taxas dos bancos comerciais a não serem muito diferentes à taxa de curtíssimo prazo estabelecida pelo Banco Central. (SERRANO; SUMMA, 2013)

Conforme os dois princípios em que se baseia a taxa de juros exógena exposto por Serrano e Summa, a moeda é endógena por ser determinada pela quantidade de empréstimos bancários, que depende das decisões de concessão de empréstimos pelos bancos privados. Já o preço da moeda (taxa de juros) é exógeno pelo fato da taxa de juros de curto prazo ser determinada pela política de juros do Banco Central, que serve de piso às demais taxas da economia por ser o único agente atuante no mercado aberto sem risco de *default*, enquanto os demais possuem risco mais alto. (SERRANO; SUMMA, 2013; WRAY, 2003)

Um adendo que é importante destacar que, apesar de controlar a taxa de juros, o Banco Central não pode fixar os juros arbitrariamente, pois mudanças na taxa básica de juros acarretam consequências na atividade econômica, na distribuição de renda, no câmbio e etc. Isso não altera o fato da taxa de juros ser exógena, mas constrange a política monetária principalmente às condições externas. Num país periférico como o Brasil, por exemplo, a política monetária é assimétrica em relação a países centrais. Os juros são constantemente utilizados para atrair capital estrangeiro, o que implica na criação de um *spread* em relação aos juros internacionais como atrativo. (PIMENTEL; SERRANO, 2017).

1.5 Recapitulando

Primeiramente vimos que a MMT se sustenta a partir de sua Teoria Estatal da moeda, que afirma que a moeda é uma criatura do Estado, onde um Estado emissor de sua própria moeda, cria moeda quando gasta, além de criar demanda por ela através dos tributos, que também é responsável pela destruição da moeda. Desse resultado, podemos chegar à conclusão de que um Estado emissor de sua própria moeda não possui restrição financeira.

Outro pilar é das Finanças Funcionais, que diz que a economia deve ser conduzida de acordo com seus resultados econômicos, não através de doutrinas que digam o que é ou não saudável.

E o pilar que falta é o pilar da taxa de juros exógena que afirma que a taxa de juros seja determinada por uma autoridade monetária. Como a incerteza de liquidação interbancária é quase nula, a demanda por reservas é independente da taxa de juros, logo, o Banco Central define a taxa de juros no nível que quiser, pois é monopolista no fornecimento de meios de pagamentos

2 TEORIAS DE INFLAÇÃO

O objetivo deste capítulo é o de identificar os dois principais tipos de inflação teorizados pelas correntes de pensamento econômico e a teoria de inflação preconizada pela MMT.

2.1 Inflação de demanda

De maneira simples e objetiva, a inflação de demanda pode ser descrita como um excesso de demanda agregada em relação ao nível de produto potencial da economia, acarretando no aumento do nível de preços, ou seja, a demanda efetiva maior que a capacidade produtiva da economia. Nessa visão, segundo Possamai e Serigati (2014), o aumento da demanda por bens e serviços pode ser ocasionado por aumentos na renda, nos gastos públicos, nos investimentos ou na expansão do crédito.

O mainstream comumente explica a inflação pelo excessivo aquecimento do mercado interno, impulsionado pelo aumento da renda e do crédito como apontado por Possamai e Serigati (2014). No caso brasileiro, durante o período do governo Lula (2003 a 2011), por exemplo, a explicação é a que houveram persistentes reajustes salariais acima da inflação, associados a uma expansão do crédito, o que fez com que a demanda interna ficasse em um nível acima daquele que a produção doméstica pudesse responder. Esse desnível entre demanda e oferta internas resultou em um ajuste via preços, traduzindo o IPCA persistentemente acima da meta.

Embora seja sempre algo complexo falar em sínteses na teoria econômica, recentemente alguns economistas têm afirmado que existe um arcabouço quase que universal para se explicar as flutuações do produto em torno da sua tendência de longo prazo. Este arcabouço analítico chamado de Novo Consenso Macroeconômico se assenta na utilização de uma curva IS micro fundamentada, uma curva de Philips novo keynesiana e uma regra de condução de política monetária baseada em juro (DE JESUS; DRUMOND, 2013), que trataremos adiante.

O espaço ocupado pelo mainstream é reforçado devido ao seu forte apoio institucional, ao se estabelecer nos departamentos de economia nas universidades e com a criação de organizações internacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, que incentivam sua aplicação em políticas econômicas ao redor do mundo. Nesse sentido, a escolha da teoria pode afetar o modo como são compreendidos

os fenômenos econômicos. A escolha de uma teoria pode influenciar na definição dos objetos de estudo e na construção das hipóteses que norteiam as pesquisas. Assim, a predileção por uma teoria favorece e molda a forma como os economistas, policymakers e o mercado como um todo, enxergam o mundo e os fenômenos que ocorrem na economia.

Em vista disso, alguns economistas recentemente chegaram a essa nova síntese, que possibilitaria uma explicação para as flutuações do produto em torno de sua tendência de longo prazo.

Para o novo consenso que surgia, a política monetária teria como principal objetivo estabilizar a inflação, devido aos seus impactos negativos no funcionamento da economia, além de direcionar a economia para o pleno emprego com o mínimo de volatilidade no nível de atividade econômica. Para atingir esse objetivo, se torna fundamental estabelecer uma regra clara para a condução da política monetária. (ALMEIDA, 2009)

2.1.1 A composição de um novo consenso

Os modelos econômicos contidos nas diversas escolas de pensamento são ferramentas que permitem aos policymakers avaliar os impactos de diferentes políticas econômicas, tais como as políticas monetária, fiscal, cambial e etc. Esses modelos fornecem ferramentas que os permitem avaliar se determinadas políticas possuem maiores probabilidades de sucesso ou até mesmo de fracassos.

Como dito, parte significativa dos acadêmicos costumam explicar a inflação, principalmente, pelo excessivo aquecimento do mercado interno, e a adesão dos analistas de mercado e dos policymakers a essa explicação é justificada pela abordagem positiva e matemática, sem se desamparar de uma abordagem prática – além de todo o seu histórico dentro de uma linha de pensamento dominante -, que o torna mais eficaz na explicação e previsão dos fenômenos econômicos, o que eleva e reforça sua suposta capacidade de orientar a tomada de decisões políticas.

Nesse contexto, emerge na década de 90 a necessidade de se oferecer uma resposta em conjunto que explicasse a instabilidade financeira e as crises econômicas que ocorreram na década de 1980. A "nova síntese neoclássica" é sugerida por alguns centros de pesquisa e isso parte da definição de um núcleo comum de pesquisa e apoia a aplicação prática desses modelos na tomada de decisões políticas. Essa nova síntese tenta reunir as

principais ideias de várias escolas de pensamento contemporâneas em torno de uma única proposta. Então, tendo o seu *core* baseado na corrente novo keynesiana, mas também assentado nas escolas de pensamento da síntese neoclássica e monetarista, conta também com elementos das escolas Novo Clássica e do Ciclo Real de Negócios. (COLBANO et al, 2012; DE JESUS; DRUMOND, 2013; MISSIO; TEIXEIRA, 2011; RESENDE, 2017, TAYLOR, 1997, 2000)

O NCM propõe uma abordagem que considera a neutralidade da moeda no longo prazo, embora utilize modelos que utilizem a presença de rigidez temporária nos preços para destacar a eficácia da política monetária no curto prazo. Esses modelos foram criados no contexto de equilíbrio geral e sempre levam em conta a existência de uma taxa natural de desemprego, sugerindo que a política monetária não pode afetar as variáveis reais da economia no longo prazo. (DE JESUS; DRUMOND, 2013)

A taxa de juros de curto prazo é determinada por uma função de reação do Banco Central chamada de Regra de Taylor. Essa regra prega uma relação entre a taxa de juros básica e três fatores: desvios da inflação presente (ou esperada) em relação à meta inflacionária, desvios do produto efetivo em relação ao potencial e o nível da taxa de juros real de equilíbrio, que é determinado pelo fato do produto efetivo estar no mesmo nível do potencial. Essa regra serve como um guia para que o Banco Central possa ajustar a taxa de juros, visando alcançar a estabilidade de preços e o pleno emprego. (ALMEIDA, 2009)

Desse modo, é sugerido “que a meta de inflação é uma importante prescrição de política intimamente associada ao Novo Consenso Macroeconômico” (ARESTIS; SAWYER, 2008, p. 630), pois as propostas do modelo do Novo Consenso podem ser resumidas em regras de política monetária como principal instrumento de política econômica (se não único), traduzidas nessas metas de inflação e atendendo aos objetivos mencionados por Taylor. Credibilizado por sua suposta transparência, o principal objetivo desse regime de política monetária é a estabilidade de preços e seu único instrumento, nos modelos mais simples, é a taxa de juros, que acaba por servir de guia para coordenar as expectativas dos agentes.

Os regimes de metas de inflação geralmente identificam a estabilidade de preços como o objetivo principal, geralmente no contexto de um mandato hierárquico. Eles estabelecem uma meta numérica explícita para a inflação e estabelecem um período durante o qual qualquer desvio da inflação

de sua meta deve ser eliminado, embora alguns regimes forneçam cláusulas de escape e outras flexibilidades relacionadas ao ritmo de retorno à estabilidade de preços. (MEYER, 2001, p. 3)

Dessa maneira, a adoção de um regime de metas de inflação implica no compromisso institucional de buscar a estabilidade de preços como objetivo permanente da política monetária. Para alcançar esse objetivo, é estabelecido um ponto numérico ou um intervalo para a meta de inflação e um horizonte de tempo para alcançar essa meta. Segundo Almeida, (2009, p. 28) “na realidade, a taxa de inflação estará sempre flutuando e a função da autoridade monetária é de mantê-la em um intervalo de confiança em torno da meta”. Completando, a política monetária deve ser controlada por um Banco Central independente. (ARESTIS; SAWYER, 2008; CARVALHO et al, 2007; MEYER, 2001)

Arestis e Sawyer (2002; 2008) indicam que a adoção das metas de inflação serve como uma âncora nominal para a política monetária, impondo disciplina ao banco central e ao governo dentro de uma estrutura de política flexível. Os autores ainda afirmam que as metas de inflação também fornecem um ponto de referência para julgar as políticas de curto prazo, focando as expectativas do público e melhorando a comunicação entre o público e os formuladores de políticas.

Como vimos, de acordo com o Novo Consenso Macroeconômico espera-se que, no longo prazo, a política monetária não tenha um impacto duradouro na economia. Isso ocorre porque a curva de Phillips, que relaciona a inflação com a taxa de desemprego, é vertical no longo prazo, ou seja, não há um trade off entre inflação e desemprego ou entre inflação e produto. No longo prazo, a economia opera na *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment* (NAIRU). Para controlar a inflação, o Banco Central utiliza a taxa nominal de juros, que é a taxa de juros sem correção pela inflação. A ideia é que, ao aumentar a taxa nominal de juros, então a taxa real de juros também é alterada, na mesma direção da taxa nominal, desestimulando o consumo, o investimento e o emprego, reduzindo a demanda agregada (pela curva IS) e, conseqüentemente, a inflação (pela curva de Phillips). (COLBANO, 2012; DE JESUS; DRUMOND, 2013; JORGE, 2012; MISSIO; TEIXEIRA, 2011)

O modelo da política monetária utilizado se estrutura numa equação de demanda agregada, com o hiato de produto corrente sendo determinado pelo hiato de produto passado e futuro esperado. Numa curva de Phillips com a inflação baseada no hiato de produto corrente e inflação passada e futura, e uma regra de política monetária

que seria uma atualização da Regra de Taylor, onde a taxa nominal de juros é baseada na inflação esperado, no hiato de produto, no desvio da inflação em relação a meta e na taxa de juros real de equilíbrio. (ARESTIS; SAWYER, 2002; 2008; JORGE, 2012; MISSIO; TEIXEIRA, 2011)

Esse modelo de política monetária busca explicar uma forma de estabilizar os preços e fazer a economia crescer a partir do produto potencial. Ele incorpora elementos *forward-looking*, destacando o papel das expectativas racionais na conduta dos *policymakers*. (MISSIO; TEIXEIRA, 2011)

A meta de inflação é alcançada através da determinação da taxa de juros via regra de Taylor, onde variações na taxa de juros afetam a demanda agregada e, conseqüentemente, têm impactos sobre a inflação. (ARESTIS; SAWYER, 2002; 2008; MISSIO; TEIXEIRA, 2011)

No curto prazo, a taxa de juros nominal afeta o nível do produto por meio da demanda agregada, com pouca alteração na taxa de inflação, já que os preços são parcialmente fixos. No longo prazo, a taxa de juros nominal afeta apenas a taxa de inflação, com o mesmo mecanismo de transmissão: demanda agregada, mas o produto se mantém inalterado, no seu nível natural. (ALMEIDA, 2009, p. 27)

Uma importante observação que se pode realizar a respeito da curva IS é que o produto potencial é determinado pelo lado da oferta (JORGE, 2012), ou seja, o produto potencial é função do aumento de produtividade, no estoque de fatores e etc. Esse adendo é essencial para compreender a diferença da inflação de demanda em relação à de custos, que veremos adiante.

Além disso, é importante ressaltar a NAIRU como um conceito chave no modelo do novo consenso, representando a taxa de desemprego de equilíbrio que não causa pressões inflacionárias. Segundo Arestis e Sawyer (2008, p. 632), " The supply-side determined equilibrium level of unemployment (the 'natural rate' or the non-accelerating inflation rate of unemployment, the NAIRU ".

Segundo Eisner (2003), enquanto a Curva de Phillips sugeria que a política monetária poderia reduzir o desemprego, a NAIRU indica que há um limite para isso. Segundo a NAIRU, existe uma taxa de desemprego específica que equilibra a inflação, conhecida como taxa natural de desemprego. Se o desemprego for reduzido abaixo dessa taxa, a inflação começará a aumentar. Tentar reduzir o desemprego abaixo da taxa natural resultará em inflação acelerada no futuro.

A política monetária do RMI tem como foco o controle da inflação de demanda e não a inflação de custos. Os choques de oferta - como variações repentinas no preço de energia ou de alimentos -, incluindo os choques de custos, são considerados aleatórios, de curto prazo e, em média, se compensam no tempo, apresentando um valor zero. Dessa maneira, a inflação de custos não é uma preocupação para os formuladores de política econômica, pois essas pressões inflacionárias se autocorrigem no longo prazo. (ALMEIDA, 2009; ARESTIS; SAWYER, 2008; JORGE, 2012)

Para alcançar a meta de inflação, as taxas de juros devem aumentar, caso haja a adoção de um Regime de Metas de Inflação. Como resultado, o controle da demanda agregada combate a inflação direcionando-a para o nível de produção potencial, que está relacionado à taxa de desemprego correspondente à NAIRU. (JORGE, 2012)

2.2 Inflação de Custos

Na contramão do pensamento dominante, economistas heterodoxos fazem diversas críticas à base analítica da ortodoxia econômica que resume o comportamento do nível de preços ao descompasso entre oferta e demanda. Esses economistas não negam a possibilidade de uma inflação de demanda, mas também admitem que uma economia que não tende ao pleno emprego pode gerar pressões persistentes nos preços de oferta.

Numa economia capitalista é essencial para as empresas aumentarem suas capacidades produtivas conforme o crescimento da demanda efetiva. Quando a demanda cresce acima da capacidade produtiva, ocorre um ajustamento do estoque de capital, onde ele acelera seu crescimento para voltar ao seu grau de utilização normal. Então, nota-se que se a capacidade produtiva é determinada pelo grau de utilização desejado, o produto potencial depende da demanda efetiva e do grau de utilização normal. (DA SILVA, 2012)

Nessa perspectiva, em um cenário de demanda aquecida, o grau de utilização induz o crescimento do investimento mais rápido que o da demanda, eliminando qualquer tipo de pressão inflacionária de demanda. Logo, dificilmente podemos imaginar que a inflação em uma economia capitalista seja predominantemente um processo de demanda, exigindo um permanente excesso de demanda. (DA SILVA, 2012)

Quando ocorre o fenômeno inflacionário em uma economia, a interpretação da inflação de demanda como a “verdadeira inflação”, induz os *policymakers* a adotarem medidas monetárias contractionistas, de modo a desestimular a demanda, não importando a natureza que induziu o fenômeno. A má interpretação da causa da inflação,

acarretar numa queda no investimento e no aumento do desemprego, gerando consequências econômicas e sociais nefastas.

Desse modo, uma abordagem de inflação de custos busca uma explicação alternativa à imposta pelo *mainstream*, pois segundo Sicsú (2003):

A ideia pós-keynesiana, em oposição à regra convencional de disciplina da política monetária e de busca do controle do nível de preços, é que uma elevação da taxa de juros atacaria os sintomas da inflação e não as suas causas. Tal elevação dificultaria a passagem de um aumento de custos aos preços (o sintoma), mas não resolveria o problema da elevação de custos (a causa). A proposição pós-keynesiana é que existem vários tipos de inflação e para cada tipo deve ser utilizado um instrumento anti-inflacionário diferente, sempre buscando atacar a(s) causa(s) da inflação. (SICSÚ, 2003, p. 3-4)

O trecho ressalta que a inflação causada por conflito tem sido em grande parte negligenciada nas discussões recentes, em parte porque desapareceu das ferramentas *mainstream*. Além disso, o enfraquecimento do poder de barganha dos trabalhadores devido a políticas e legislações anti-trabalhistas ao longo de quatro décadas contribuiu para a diminuição das greves e enfraquecimento da classe trabalhadora, mesmo que as greves tenham aumentado nos últimos anos.

A abordagem da inflação de custos é baseada de forma a identificar as causas da inflação para desenvolver uma agenda de combate ao descontrole de preços. O método busca compreender a origem da inflação e, a partir disso, elaborar políticas específicas que possam mitigar a pressão inflacionária, sem afetar negativamente outros setores que estejam contribuindo para a estabilidade de preços. (SICSÚ, 2003; VIEIRA, 2013)

De uma forma geral, ela se associa a um descontrole dos preços de oferta. Como o preço dos itens são relacionados aos seus custos de produção, quando há um aumento neles, as firmas repassam esse aumento aos preços dos itens. Entre os custos mais importantes para a determinação dos preços praticados pelas empresas, podemos destacar: os salários, o câmbio, as *commodities*, os preços administrados e a margem de lucro.

2.2.1 Inflação de custos e conflito distributivo

A inflação de custos envolve um conflito distributivo, pois pode ser definida como um fenômeno inflacionário resultante de um embate entre diferentes grupos sociais - principalmente entre trabalhadores e capitalistas - pela distribuição da renda nacional.

A dinâmica engloba os movimentos nos preços causados pela pressão das variáveis distributivas, por exemplo, um fortalecimento dos sindicatos pode elevar o poder de barganha dos trabalhadores, que poderão negociar aumentos salariais acima do nível de produtividade. Essa diferença entre salários e nível de produtividade pode acarretar em uma pressão para a elevação dos preços, dependendo da capacidade dos capitalistas protegerem suas margens de lucro. (JORGE, 2012)

Seguindo essa linha de raciocínio, o processo inflacionário surge quando os diferentes grupos procuram garantir ou aumentar sua fatia na renda nacional por meio de pressões e negociações.

A inflação não se trata apenas de choques de demanda e/ou oferta que levam a preços mais altos, mas de processos sustentados que criam as condições para um aumento persistente do nível de preços. Na raiz do problema estão as normas sociais do que é aceitável para diferentes grupos e as questões profundamente enraizadas histórica e institucionalmente sobre o poder de barganha desses grupos. A inflação, neste quadro heterodoxo, é sobre o conflito distributivo. (VERNENGO, 2022, p. 99)

Nessa perspectiva, a inflação deixa de ser entendida como um reflexo de excesso de demanda agregada na economia, para ser reconhecida como um resultado das disputas e das relações de poder entre esses grupos. Se os trabalhadores passam a buscar aumentos salariais para preservar ou melhorar seu poder de compra, os capitalistas podem tentar repassar esses aumentos de custos para os preços dos bens e serviços que produzem, gerando um processo inflacionário.

Observa-se que a formação de preços deixa de ser determinada pela escassez dos fatores de produção (como o trabalho), mas para ser influenciada pela dinâmica das relações sociais e de poder. Portanto, uma análise a partir do conflito distributivo foca nas tensões e negociações entre os diferentes grupos da sociedade em busca de sua participação na renda nacional. Ao considerarmos o mercado de trabalho, a inflação de conflito pode surgir antes mesmo da economia atingir o nível de pleno emprego.

Essa abordagem afirma que não existe uma relação direta entre inflação salarial e taxa de desemprego, pois os desvios em relação à taxa natural de desemprego (NAIRU) não afeta diretamente a inflação salarial. (SUMMA, 2016) Esse resultado ocorre dela ser determinada por fatores políticos, institucionais e culturais, como o poder de barganha dos trabalhadores e seus sindicatos e as normas sociais do que é aceitável para diferentes grupos de trabalhadores (VERNENGO, 2022)

Pela mesma linha, Bastos (2010) destaca o importante papel que a produtividade representa para acomodar as demandas distributivas. Ele afirma que o crescimento da produtividade permite aos trabalhadores ter ganhos reais de salário, sem pressionar a taxa de lucro dos empresários de uma forma direta.

O crescimento econômico não é só compatível com a estabilidade de preços, mas também é solução necessária para alcançar essa estabilidade, ou seja, o próprio crescimento econômico pode ser a melhor solução para controlar pressões custo e, conseqüentemente, a inflação. Neste sentido, podemos destacar dois fatores que contribuem para eliminar a pressão sobre os preços em períodos de crescimento. O primeiro é o aumento da produtividade, que pode ocorrer em altas taxas de crescimento, devido aos ganhos de escala, às economias de aprendizado e às externalidades positivas, compatibilizando as demandas distributivas. O segundo é o investimento induzido, pressuposto teórico fundamental da abordagem, uma vez que pressões persistentes sobre a capacidade instalada se traduzem em investimento produtivo, aumentando a capacidade instalada. (BASTOS, 2010; JORGE, 2012)

2.2.2 *Mark-up* nominal, taxa de juros, preços de commodities, câmbio e salário

Primeiramente, podemos fazer a distinção entre *mark-up* nominal e real: o primeiro representa a diferença entre o preço de venda de um produto e os seus custos históricos, gerando uma rentabilidade real desejada. Já o segundo representa a margem em termos reais, levando em consideração os custos com insumos da produção e a inflação, ou seja, para que haja produção nos períodos posteriores, a receita obtida com a venda dos produtos deve cobrir os custos de reposição. (BASTOS, 2001; DA SILVA, 2012, JORGE, 2012)

A taxa de juros é considerada um custo de oportunidade para as empresas, logo, as taxas de lucro têm relação direta com ela, mas sempre num nível mais alto, pois à taxa de lucro adiciona-se o risco da atividade econômica. Desse modo, as empresas reagem a mudanças na taxa de juros nominal aumentando os preços, visando manter a rentabilidade real relativa. Então podemos afirmar que existe uma relação também direta entre taxa de juros e inflação. Além disso, é necessário destacar que o Banco Central tem o poder de fixar de forma independente a taxa de juros de curto prazo e que as taxas de longo refletem a percepção dos agentes acerca da trajetória da taxa de curto. (BASTOS, 2010; DA SILVA, 2012; JORGE, 2012)

Este argumento afirma que a taxa de lucro que o capitalista precisa para continuar a produzir deve cobrir o rendimento que teria em qualquer aplicação ancorada na taxa de juros, mais uma taxa associada ao risco do negócio, que varia de setor para setor. É fundamental entender a importância da taxa nominal de juros para as empresas, pois como ela representa os custos financeiros e as oportunidades de investimento do capital, ela têm relação direta nas decisões empresariais em relação aos preços e à produção. Mudanças na taxa de juros influenciam o comportamento dos agentes econômicos, na distribuição de renda e na dinâmica inflacionária.

Nesse sentido, a competição de mercado garante uma tendência de equiparação de taxas de lucro, que converge para a taxa de juros estabelecida pelo Banco Central (o custo de oportunidade do capital). (BASTOS, 2001) O *mark-up* nominal representa uma taxa de lucro em que, seu piso, deve corresponder à taxa de juros mais a taxa de risco. “Alternativamente, mudanças persistentes nos custos, que pressionam o *mark-up* real para baixo no setor produtivo, só poderão ser repassadas aos preços caso o Banco Central ajuste as taxas nominais de juros, visando recompor a rentabilidade real do capital” (JORGE, 2012, p. 37). Como o *mark-up* nominal é ajustado para preservar do *mark-up* real, diante de um cenário de aumento de custos, a decisão de política monetária por parte do Banco Central tem o poder de distribuir a renda a favor dos trabalhadores ou dos capitalistas.

A compreensão do relacionamento entre o *mark up*, os preços e a taxa de juros é crucial para formulação de políticas econômicas que sejam efetivas, e a política monetária exerce um papel fundamental. Ao determinar arbitrariamente a taxa de juros, a política monetária controla a dinâmica inflacionária causada pelo conflito distributivo, de modo a alcançar a estabilidade entre rentabilidade, preços e distribuição de renda.

Outro fator de custo que se pode destacar são as *commodities*, “ou, pensando em termos de variáveis distributivas, as rendas a serem pagas aos proprietários de recursos, como terras e mina” (BASTOS, 2010, p. 15). O preço internacional influencia o preço doméstico através da Lei do Preço Único, que deduz que o preço interno de uma mercadoria será determinado pelo preço internacional, pois o produtor doméstico não optaria por ganhar menos no mercado interno do que ganharia no externo, por mais que só vendesse internamente. (BASTOS, 2010; JORGE, 2012) Os preços das *commodities* e a inflação possuem uma relação básica: seus custos influenciam nos preços conforme participam do processo produtivo. (BASTOS, 2010)

Destaca-se também a relação entre a taxa de juros e o câmbio. A longo prazo, o câmbio representa o diferencial de custos de produção entre os países, mas no curto prazo, é determinado pelo fluxo financeiro e parte de sua flutuação é devida ao fluxo para a renda fixa, que é determinada pelo nível da taxa de juros. A taxa de juros possui um caráter múltiplo impactando tanto diretamente – através do *mark-up* nominal das empresas -, quanto indiretamente – ao influenciar a taxa de câmbio, desencadeando um aumento de preços. Quando ocorre um movimento de elevação das variáveis nominais, como por exemplo o câmbio, preços, salário e juros, diferentes padrões podem ser observados. Por um lado, pode ser limitado, com um arrefecimento após certo período de tempo, resultando em uma acomodação de perdas entre os agentes econômicos. Por outro, pode ser persistente, assumindo uma natureza inercial. Outro padrão que pode ser observado é o de caráter ascendente, gerando um processo de aceleração inflacionária diante de um processo de desvalorização cambial. (BASTOS, 2010)

Já em relação aos salários, os trabalhadores buscam aumentar seus salários para obter poder de compra, enquanto os capitalistas buscam aumentar as taxas de lucro de seus negócios. Em períodos de crescimento, o poder de barganha dos trabalhadores aumenta, pois uma baixa taxa de desemprego diminui a oferta de mão de obra qualificada, levando as empresas a competirem pelos trabalhadores. Esse tipo de situação é positiva para os trabalhadores, dado que ficam em uma posição vantajosa para reivindicações salariais. Esse resultado é uma disputa entre os dois grupos pela totalidade da renda nacional. (JORGE, 2012)

Todavia, as firmas estabelecem um *mark-up* em cima dos custos de produção, o que inclui os salários. Segue-se:

Cada firma numa indústria chega ao preço p de seu produto por meio de uma "adição" [*mark-up*] a seu custo primário que consiste dos custos médios de salários mais os de matérias-primas a fim de cobrir as despesas gerais [*overhead*] e obter lucros. Mas essa adição depende da "concorrência", isto é, da relação entre o pretendido preço e o preço médio ponderado desse produto nesse ramo industrial como um todo (MIGLIOLI, 1977, p.96)

Como o salário é parte do custo primário, ganhos nominais no salário tendem a aumentar os preços dos bens e serviços. Porém esse repasse irá depender de algum possível grau de influência monopolística, comum num ambiente real de concorrência imperfeita.

Supondo a hipótese de um aumento geral nos salários nominais na mesma proporção dos preços da economia e que esse aumento fizesse os salários permanecerem

acima da produtividade dos trabalhadores. Esse aumento tenderia a elevar os custos das empresas mais rápido do que o aumento dos preços finais dos produtos comercializados e, assim, reduzir temporariamente a taxa de lucro, acirrando os conflitos distributivos na economia. Consequentemente, os preços devem ser corrigidos, dentro das novas condições do mercado – na mesma proporção do aumento nominal do salário –, recompondo a taxa de lucro dos capitalistas e retornando salário real ao seu antigo nível. (JORGE, 2012; MIGLIOLI, 1977)

Dado que o aumento inicial de salários nominais resultou num aumento geral de preços na mesma proporção, o salário real dos trabalhadores não sofreu alterações, não ocorrendo uma mudança na distribuição de renda.

Caso os salários nominais continuem crescendo a uma taxa constante em cada período de negociação coletiva, os preços aumentarão menos do que o salário nominal, resultando em ganhos reais de salários para os trabalhadores ao longo do tempo. (JORGE, 2012).

No entanto, os preços não podem aumentar indefinidamente, por que preços cada vez mais altos tornam os produtos mais caros e menos competitivos. Logo, o poder de barganhar aumentos no salarial nominal é uma forma de restrição para a elevação dos preços, logo, dos lucros. (MIGLIOLI, 1977)

Em períodos de crescimento da demanda, a atividade sindical fica mais fortalecida devido à maior procura por mão de obra, permitindo reivindicações de aumentos salariais. Como o salário é custo aos olhos da contabilidade empresarial, o comportamento previsível dos capitalistas é o de tentar recompor seu *mark-up* real, através da elevação dos preços na mesma proporção dos salários e, por concomitância, fazendo o salário real voltar ao nível anterior.

À medida que os preços dos produtos sobem, as indústrias podem perder competitividade no mercado, pois seus produtos se tornam cada vez mais caros em comparação com os de outros setores. Isso pode levar a uma restrição nas margens de *mark-up* das empresas, fazendo com que elas tenham que diminuir as adições aos custos diretos, ou seja, as adições ao preço vão diminuindo. (MIGLIOLI, 1977)

Se os sindicatos conseguem aumentos significativos nos salários, as margens de *mark-up* são pressionadas para baixo, o que resulta em uma redistribuição da renda nacional dos lucros para os salários. Isso significa que uma parcela maior da renda gerada pelas empresas é destinada aos trabalhadores, em detrimento dos lucros das empresas, embora essa redistribuição de renda seja determinada pelas condições específicas da

economia e do poder de barganha dos trabalhadores, além da própria reação do Banco Central em relação ao ajuste da taxa da juros. (MIGLIOLI, 1977)

Como o *mark-up* nominal representa a taxa de juros mais uma taxa de risco e o fato da a taxa de lucro convergir para a taxa de juros, “o ajuste da taxa nominal de juros implicará na eliminação do período de transição com ganho real de salários” (JORGE, 2012, p. 41). Desse modo, se o Banco Central ajustar a taxa de juros nominal para manter a taxa de juros real, os ganhos reais de salário irão diluir. A política monetária, então, recebe o importante papel de determinar a inflação e de decidir a distribuição de renda entre os capitalistas e os trabalhadores

2.3 MMT e inflação

Como principal proponente da Teoria Monetária Moderna e desenvolvendo o trabalho anteriormente iniciado por Minsky, Wray sugere que seria possível obter pleno emprego – através de um Programa Gerador de Empregos (PGE) -, com estabilidade de preços a partir de uma política baseada em déficits públicos que financiem esse programa de empregos. O Estado – chamado por Wray de *Employer of Last Resort* (ELR) ou de Empregador de Última Instância (EUI) -, seria o responsável por fixar um salário mínimo vigente na economia que, segundo ele, resolveria tanto o problema de desemprego crônico quanto o de instabilidade de preços.

Idealmente, o PGE se associa às Finanças Funcionais de Lerner ao interpretar que as finanças públicas devem se submeter às necessidades da economia (de forma funcional), principalmente num caráter social, como na questão do desemprego. O Estado deve largar sua perseguição à doutrina de finanças saudáveis e passar a se concentrar na plena utilização dos recursos produtivos. Como um emissor de sua própria moeda, o Estado pode incorrer em déficits, respeitando as limitações do comportamento dos preços, e cobrir *gaps* de “não gasto” do setor privado, direcionando os déficits para o financiamento do programa de pleno emprego.

Apesar do custo nominal do programa não ser tão importante como um ponto do debate econômico, pode-se dizer que o déficit do governo seria contrabalançado pela economia em gastos de assistência social e seguros desemprego, sem falar na economia dos custos sociais causados pelo desemprego, pois sabe-se que o “desemprego de longa duração contribui para o crime, maus-tratos em crianças, divórcio, perda de capital

humano e outros tipos de degradação social e privada que podem ser de difícil avaliação economicamente.” (WRAY, 2003, p.153)

Ao garantir o pleno emprego da força de trabalho, o governo se encarregaria de “estabelecer exogenamente o preço “marginal” do trabalho” (WRAY, 2003, p. 147) fixando nominalmente o salário, assumindo o papel de emissor da moeda estatal fiduciária no esquema proposto por Wray. Ele propõe que o Estado poderia definir os preços geral do salário, anunciando seus preços de compra em moeda estatal.

Esse preço básico em questão seria o salário nominal, sendo uma compensação para os funcionários desempregados que estão no programa de emprego de última instância. Assim, segundo Wray, um mesmo instrumento de política econômica resolveria dois problemas: a inflação e o desemprego, caracterizando-se como uma abordagem contrária à Curva de Phillips tradicional. (BASTOS, 2004)

Considerando que nas estatísticas os desempregados são aqueles que não estão dispostos de trabalhar com o salário determinado, no modelo sugerido, o governo teria a capacidade de garantir uma taxa de desemprego zero, o que significaria que qualquer pessoa preparada e capaz de trabalhar por um salário definido teria oportunidade de emprego. A estratégia visa acabar com o desemprego persistente, permitindo que todos os funcionários qualificados obtenham emprego dentro do sistema proposto. (WRAY, 2003)

Wray (2003) também destaca que essa política de pleno emprego não visa substituir o emprego no setor público – também chamado de Emprego Básico no Setor Público (EBSP) - e também que o salário em vigor é um salário de sobrevivência, considerado o mínimo legal para o sustento digno do trabalhador, enquanto ele estiver inserido no programa. Os empregos criados são naquelas funções que normalmente não são executadas por empresas que visam o lucro, evitando-se a concorrência com o setor privado.

O salário escolhido para o projeto ocuparia o espaço de um salário-mínimo no país. No entanto, é importante levar em consideração os efeitos do setor informal em países em desenvolvimento, como o caso brasileiro, onde os salários-mínimos podem não corresponder à verdade. Nesses casos, a sugestão é estabelecer um salário que seja equivalente à média salarial do setor informal - que normalmente é maior do que o salário mínimo do setor formal -. Essa ação tem como objetivo ajustar o salário às realidades

econômicas do país, ao mesmo tempo em que serve como um *benchmark* para o controle de preços. (GONZÁLEZ, 2020)

A ideia central é que ao anunciar um salário fixo mínimo para a economia, o governo fornecerá uma âncora de preços capaz de estabilizar os preços do sistema, o que não significa que essa política manteria constantemente o índice de preços estabilizado ao longo do tempo. Esta estabilização ocorre porque os trabalhadores formam um estoque regulador de empregos que pode servir como substitutos para os demais trabalhadores da economia. (GOMES; LOURENÇO, 2012; WRAY, 2003)

Gomes e Lourenço (2012) exemplificam como funcionaria o esquema do PGE:

Sempre que os empregados do setor privado tentarem barganhar salários nominais superiores à diferença de produtividade em relação aos trabalhadores do programa, os capitalistas podem demiti-los e contratar os trabalhadores do estoque regulador a um salário nominal ligeiramente superior ao salário pago pelo setor público. Evidentemente, os salários dos trabalhadores que não fizeram parte do programa podem permanecer acima do SBSP, mas o mecanismo automático citado irá impedi-los de ultrapassar o diferencial de produtividade. (GOMES; LOURENÇO, 2012, p. 494)

Quando o governo decide empregar todos aqueles dispostos a trabalhar pelo salário do setor público – também chamado de Salário Básico do Setor Público (SBSP) -, a massa que antes seria de desempregados se transforma num estoque de mão de obra que possui uma garantia de renda mínima. Quando falamos de salário pago pelo setor público, Wray (2003, p. 156) diz que ele “determina o salário para o grupo de produtividade mais baixa”, ou seja, aqueles que pertencem ao estoque regulador.

Caso os empregados do setor privado forcem aumentos salariais acima da produtividade em relação àqueles que estão no programa, basta o setor privado substituir um pelo outro. O salário do setor público, então, serve como um disciplinador para o setor privado e para os trabalhadores desse setor.

Oferecer salários abaixo do setor público, tornaria o setor privado menos atrativo aos trabalhadores e pode afastar funcionários mais produtivos. Desse modo, o setor privado deve sempre manter o salário pago acima do salário oferecido pelo setor público. Pelo outro lado, os trabalhadores do setor privado podem se tornar menos propensos a reivindicar salários acima do diferencial de produtividade entre eles e os funcionários que estão disponíveis no estoque regulador, pois se o fizerem, podem ser substituídos.

Wray confirma este mecanismo:

Este é o aspecto principal de "estabilização de preços" do programa do ELR. Se as demandas salariais de trabalhadores no setor privado excedem numa margem muito grande os cálculos do empregador sobre sua produtividade, a alternativa é obter trabalhadores do EBSP com uma margem sobre o SBSP. Isto ajudará a contrabalançar as pressões salariais causadas pela eliminação do medo do desemprego. O *pool* do ELR operará como um "estoque regulador", e assim como um estoque regulador de qualquer mercadoria pode ser usado para estabilizar seu preço, o "estoque regulador" de trabalho do governo ajudará a estabilizar o preço do trabalho não-EBSP na extensão em que trabalhadores no *pool* do ELR são substitutos para trabalho não-EBSP. (WRAY, 2003, p. 157)

Um outro ponto a ser abordado é o caráter de amortecimento que o PGE impõe aos ciclos econômicos, "pois o estoque regulador de empregos aumenta e diminui anticíclicamente". (GOMES; LOURENÇO, 2012, p. 496)

A proposta política pode levar a um déficit governamental contínuo. Se houver uma recessão no mercado de trabalho, os trabalhadores demitidos podem entrar no programa, resultando em um aumento nos gastos do governo e na oferta de dinheiro para lidar com a recessão. Se houver uma expansão econômica, os trabalhadores do programa serão contratados, reduzindo os gastos do governo e desacelerando a demanda agregada. Essa dinâmica cria variações nos gastos públicos, tornando essas variações o fator chave para a estabilização fiscal, possibilitando o controle das flutuações cíclicas. (GOMES; LOURENÇO, 2012; VILELLA, 2021; WRAY, 2003)

Além disso, quando a demanda total aumenta, a produtividade média dos trabalhadores dentro do *pool* de reserva diminui, uma vez que os trabalhadores mais produtivos são contratados pelos setores público e privado. Por outro lado, quando a demanda total diminui, a produtividade dos trabalhadores inseridos no programa aumenta, pois os trabalhadores demitidos são absorvidos pelo programa. Em suma, a produtividade média dos trabalhadores do programa ELR é maior em períodos de menor demanda total e vice-versa. (GOMES; LOURENÇO, 2012; WRAY, 2003)

Desse modo, podemos definir que o tamanho do déficit que é necessário para financiar o programa será determinado pelo mercado, de acordo com a posição da poupança nominal líquida desejada pelo público. Já o preço pago pelo governo por esse programa será estabelecido exogenamente. Podemos, então, definir essa dinâmica como uma alternativa de preço estável e déficit flexível, ou seja, a quantidade varia, enquanto o preço permanece constante. (GOMES; LOURENÇO, 2012; WRAY, 2003)

Na verdade, o fato de haver pessoas desempregados involuntariamente mostra que as pessoas desejam aumentar suas poupanças. Isso significa que, se utilizando de um déficit, o governo pode aumentar os gastos para diminuir o desemprego involuntário e, assim, atender à necessidade de poupança da população. Enquanto o déficit adicional do governo aumentar o nível de emprego, a demanda por poupança ainda estará num nível maior do que a quantidade efetivamente economizada. O programa ELR tem como objetivo garantir que o déficit só aumente até o ponto em que o desemprego involuntário seja eliminado, pois o déficit não aumentará mais se os trabalhadores não quiserem aceitar os empregos oferecidos pelo programa. (WRAY, 2003)

A MMT entende que esse resultado aumentará a demanda agregada, o que fará com que o setor privado crie mais empregos e, no final das contas, reduza a necessidade de financiamento do programa. Além disso, o programa entende o déficit gerado é suficiente para gerar um equilíbrio entre as quantidades de poupança efetiva e desejada. (WRAY, 2003)

Adotar um programa que eleve consideravelmente a renda média do país fomenta questionamentos quanto à sua capacidade de ser ou não inflacionário, já que a consequência de um pleno emprego é o aumento da demanda agregada.

A MMT, todavia, advoga que a pressão nos preços também é mitigada pela conservação e até mesmo pelo aumento da produtividade dos trabalhadores do *pool* de reserva. Além disso, o salário do setor público, como é fixo e de conhecimento geral, serve como uma âncora aos salários da economia, ao fornecer um salário conhecido para trabalhos homogêneos dentro do estoque regulador. (WRAY, 2003)

Wray combina a chave para a estabilidade de preços com o pleno emprego ao propor essa política econômica, agregando um novo elemento teórico que poderíamos chamar de sua teoria da inflação. (BASTOS, 2004)

Enquanto o nível de demanda agregada estiver abaixo do nível de oferta da economia – ou enquanto a poupança nominal desejada estiver abaixo da poupança nominal efetiva –, o dispêndio deficitário não causará inflação. Esse entendimento da MMT, embora não entenda que a inflação seja relacionada com a quantidade de dinheiro em circulação, ou seja, não entende que a inflação tenha relação direta com a emissão monetária, ela ainda possui um apego ao resultado neoclássico de que a inflação sempre é resultado de um desequilíbrio entre oferta e demanda na economia

2.4 Recapitulando

Primeiramente foi destacada a visão do *mainstream* econômico traduzida na inflação de demanda. Vimos que a inflação de demanda diz que inflação ocorre quando a demanda agregada da economia se encontrar acima da oferta agregada (hiato positivo) e que essa visão entende que a inflação de custos só ocorre no curto prazo, visto que são choques aleatórios e, em média, se compensam no tempo. Além disso, também foi oferecido o instrumental utilizado pela teoria *mainstream* atual (NCM), assim como o seu funcionamento.

Vimos que quando a demanda cresce acima da capacidade produtiva, ocorre um ajustamento do estoque de capital, onde ele acelera o crescimento do investimento mais rápido que o crescimento da demanda, para voltar ao seu grau de utilização normal. Esse é um pilar fundamental na teoria da inflação de custos, que utiliza a dinâmica da disputa pela parcela desejada da renda entre trabalhadores e capitalistas para explicar o comportamento dos preços.

Nessa visão, as duas classes sociais buscam sucessivamente defender suas fontes de renda. Quando os trabalhadores reivindicam aumentos nominais no salário, os capitalistas precisam que o aumento na produtividade compense esse movimento, de outro modo, esse aumento diminuirá o lucro. Na mesma linha de raciocínio, quando o aumento dos lucros ocorrem através do aumento dos preços praticados pelas firmas, o salário real do trabalhador diminui, reduzindo seu poder de compra.

E por último vimos a teoria de inflação da MMT baseada num programa de pleno emprego. Sua proposição é a de que o governo forneça um emprego que pague um salário fixo e pré-anunciado a todos aqueles que estiverem desempregados. Ao empregar e pagar um salário a todos os que aderirem ao programa, para contratar o trabalhador, as empresas terão que pagar, no mínimo, o valor pago pelo governo. Por outro lado, pelo fato do salário ser fixo e pré-anunciado, reivindicações de aumentos salariais serão desestimulados, contendo as pressões inflacionárias.

3 A INFLAÇÃO COM A ECLOSÃO DA PANDEMIA

Este último capítulo tem por objetivo analisar o panorama do debate inflacionário que surgiu com a pandemia e o posicionamento da MMT acerca dessa inflação.

3.1 Debate teórico e experiência inflacionária nos EUA

Para discutirmos a inflação após o período da pandemia do Covid-19 sob o olhar pós keynesiano da Teoria Monetária Moderna, precisamos focar a atenção para o debate ocorrido em território norte americano pois, além de ser o centro do debate econômico de uma maneira geral, também é o principal foco das análises da MMT no que tange o processo inflacionário pós pandêmico.

O debate sobre o nível de preços norte americano já se encontrava em ebulição desde a crise imobiliária do *subprime*, quando os pilares da economia ortodoxa sustentadas nas ideias do Novo Consenso foram desmoralizados. Segundo Resende, o *Federal Reserve Board* (FED) realizou: “um experimento de laboratório definitivo” (2017, p. 87) ao assumir uma política de aumento sem precedentes de base monetária através de compras em grande escala de títulos financeiros, públicos e privados.

A iniciativa de *quantitative easing* do FED já havia sido utilizada pelo Banco do Japão no início do milênio, e foi seguida pelo Banco da Inglaterra e pelo Banco central Europeu, além do próprio FED. O “experimento de laboratório” se tornou válido, pois em nenhum dos casos o extraordinário aumento de base monetária provocou inflação. De modo contrário ao preconizado pela linha ortodoxa, nem mesmo as taxas de juros nulas ou negativas do período foram capazes de afastar o risco de deflação em alguns desses países. (RESENDE, 2017; 2020)

A estagnação dos salários reais em relação à produtividade é uma variável fundamental para analisar o conflito distributivo nos EUA desde a década de 80, decidindo a estabilidade dos preços no período que é denominado Grande Moderação. (CALDENTEY; VERNENGO, 2023)

Esse cenário de preços estabilizados e a falta de uma explicação convincente de que o aumento de base monetária e a inflação são diretamente proporcionais enfraqueceram a posição que o Novo Consenso ocupava. Vernengo (2022) diz que a ameaça de uma crise ainda maior fez surgir um caráter de urgência de uma política contracíclica para mitigar os efeitos contracionistas que a pandemia traria, obrigando o governo americano a oferecer alívios ainda maiores que aqueles registrados para fugir da crise de 2007, primeiramente através de auxílios durante o governo Trump, depois na forma de investimento público pelo governo Biden. Isso demonstrou uma aprendizagem das crises anteriores. Tanto a política fiscal quanto a política monetária foram orientadas para sustentar os níveis de gastos e evitar o colapso das instituições financeiras.

Em entrevista ao comentarista de economia do *Financial Times* Martin Wolf, Larry Summers (2021) critica a política fiscal ativa do governo Biden, ao defender que o pacote de estímulo iniciado pelo FED ultrapassaria largamente a lacuna de salários e rendimentos familiares que a súbita contração da demanda causou durante a pandemia. Esse pacote seria não apenas um estímulo fiscal, mas uma transformação na política social, podendo continuar indefinidamente.

Tal posicionamento e motivos que o levaram a se contrapor ao estímulo fiscal se mostram incondizentes e até mesmo contraditórios com sua visão mais keynesiana pré-pandemia, onde chegou a defender a utilização do *quantitative easing* para estimular a demanda. Crítico das ideias do Novo Consenso, antes não entendia que o grande incentivo à demanda poderia, de alguma forma, superar a capacidade produtiva da economia estadunidense, passando a alertar do perigo inflacionário que a demanda aquecida poderia causar. Desse modo, o economista defende uma política econômica mais restritiva para conter o avanço nos preços, através de aumento das taxas de juros e/ou aumento dos impostos.

A previsão de Summers se tornou verdadeira, pois a inflação nos EUA acumulou em junho de 2022 a marca de 9,1% nos últimos 12 meses, atingindo o maior nível em 41 anos. (MALAR, 2022). Mas, apesar de correta, não necessariamente suas causas e soluções também estavam. Alguns olhares pós keynesianos encaram a escalada inflacionária pós Covid sob uma perspectiva diferente, não pela ótica da demanda de Summers, mas pela ótica da oferta. (NERSISYAN; WRAY, 2022b; VIEIRA, 2013, WRAY, 2003)

Para entendermos as explicações pós keynesianas para a disparada dos preços causados pelo *lockdown* e pela crise de saúde pública mundial, antes precisamos entender o alicerce da inflação baixa que se registrava no período anterior, mesmo após o significativo aumento da base monetária que se alongou desde a superação da crise de 2007.

Nersisyan e Wray (2022a; 2022b) apontam que as baixas taxas de inflação nos anos que antecederam a pandemia são devidas a uma exploração de mão de obra barata no exterior, possibilitada pelo uso crescente de cadeias de suprimentos globalizadas. Somando-se a esse fator, houve também a redução dos custos relacionados a regulamentações e impostos, a adoção de uma produção “*just-in-time*” - que contribuiu para a eliminação da necessidade de se manter grandes estoques -, a perda de força dos sindicatos e a política fiscal mais austera.

Além disso, nas quatro décadas anteriores, observou-se uma fraqueza dos sindicatos, com baixo poder de barganha e, conseqüentemente, uma estagnação relativa dos salários reais, o que indica folga no mercado de trabalho, (CALDENTEY; VERNENGO, 2023) abrindo espaço para políticas expansionistas.

A paralisação resultante da pandemia levou a uma queda significativa na demanda em diversos setores, à medida que as pessoas ficaram em casa e reduziram o consumo. Além disso, a recessão desencadeada pela pandemia foi acompanhada de interrupções significativas dessas cadeias de suprimentos globalizadas, além de falta de componentes, atrasos na produção em diferentes países e a dependência de bens de consumo fabricados na China, que tornou a economia vulnerável a qualquer problema no transporte marítimo. (NERSISYAN; WRAY, 2022b; SETTERFIELD, 2022; VERNENGO, 2022)

Esse papel central que as restrições sanitárias causaram no consumo e na produção é essencial para a compreensão da crise que se seguiu. Certos produtos e serviços tiveram queda nos preços devido a falta de demanda, já os gargalos na oferta aumentaram o custo de produção de alguns setores. O setor de energia, por exemplo, sofreu com interrupções na produção e na transmissão. O setor de carros usados sofreu com falta de autopeças. Restaurantes tiveram seus custos aumentados devido aos problemas logísticos no transporte rodoviário e portos congestionados. Enfim, vários

setores tiveram seus custos aumentados em feito cascata devido às interrupções na cadeia de suprimentos. (VERNENGO, 2022)

Como uma economia globalizada funciona por meio de cadeias produtivas interdependentes, onde os custos são repassados ao longo dessas cadeias, os preços finais acabam sendo afetados. Isso significa que os preços de determinados insumos, como combustíveis e tarifas de energia elétrica, além de gerar impactos diretos na inflação, também podem ter efeitos indiretos nos custos dos produtos industriais, alimentos e serviços em que são utilizados como insumos. (BRAGA; SUMMA, 2014, VERNENGO, 2022)

Dados os alívios fiscais em massa oferecidos pelo governo, o Novo Consenso encarou a inflação vigente pela ótica de uma demanda aquecida, com ênfase nos pacotes de alívio econômico do presidente Biden, que supostamente teria impulsionado a economia além do pleno emprego, fazendo surgir uma necessidade de aumento das taxas de juros para conter as pressões inflacionárias. No entanto, a visão de que os gastos do governo são os principais culpados é questionada. (NERSISYAN; WRAY, 2022^a, VERNENGO, 2022)

Neste sentido, quando o ex-secretário do Tesouro dos Estados Unidos da América (EUA) diz: “olho para os gastos que facilmente somam vários trilhões, e vejo um risco substancial de que a quantidade de água sendo despejada supere em muito o tamanho da banheira” (SUMMERS, 2021) ou então “isso poderá manifestar [...] em um aumento da inflação e uma escalada das expectativas de inflação” (SUMMERS, 2021), sua concepção claramente se direciona a um alinhamento à ortodoxia econômica que criticava anteriormente. A ideia por trás dessas palavras se manifesta no apontamento da possibilidade da inflação ser de demanda, pois a demanda aquecida se sobreporia à capacidade de oferta.

Com base na demora na reação do FED para adotar políticas anticíclicas durante a crise do *subprime*, dessa vez, o governo norte americano agiu rapidamente para evitar que a recessão econômica se agravasse ao injetar liquidez no sistema, ainda maior que injeção de liquidez feita para sair da crise de 2007. As rodadas de gastos governamentais mantiveram a economia em suporte vital, fornecendo alívio. O pacote de estímulos foi eficaz ao assegurar uma rápida recuperação e a um aperto no mercado de trabalho (NERSISYAN; WRAY, 2021), gerando ansiedade entre os conservadores, que veem

essas ações como ameaças à estabilidade econômica e à expansão do Estado de bem-estar social. (VERNENGO, 2022)

No entanto, Vernengo (2022), assim como Nersisyan e Wray (2022b), argumenta contra a noção de que o alívio financeiro oferecido pelo governo foi a causa direta da inflação. Mesmo que esses gastos tenham impulsionado o consumo e reduzido a pobreza, não se pode afirmar que a economia esteja operando em plena capacidade, pois o investimento interno bruto, que indica o aumento da capacidade produtiva, não aumentou significativamente, e a utilização da capacidade de produção permanece relativamente baixa.

Caldentey e Vernengo (2023), Nersisyan e Wray (2022a) e Vernengo (2022) afirmam que os dados dos EUA apontam para uma recuperação econômica de volta para o nível pré-pandemia (que já não era muito robusta), ou seja, o nível de emprego e a utilização da capacidade produtiva permanecem historicamente baixos, não fazendo sentido a análise de um excesso de demanda.

Além disso, a ideia de que a capacidade de utilização normal está reduzida e que o mercado de trabalho está apertado também é assaz contestada, pois a queda recente na utilização da capacidade exigiria uma expectativa de crescimento persistentemente mais baixo da demanda autônoma, que não geradora de capacidade. Além disso, a rápida queda e recuperação da taxa de desemprego decorrente da pandemia, e a oscilação dos preços, sugerem que isso é apenas um choque de curto prazo, sem tempo significativo para afetar persistentemente as decisões sobre o nível normal de utilização da capacidade. (CALDENTHEY; VERNENGO, 2023)

Setterfield (2022), afirma que a pressão inflacionária surgiu de 3 fontes principais: a primeira surgiu da pressão no mercado trabalho, que aumentou o poder de barganha dos trabalhadores para o aumento do salário nominal e da participação salarial na renda. Embora não haja evidências diretas na inflação, o aumento nos custos com maiores pagamentos salariais se torna de razoável suposição nesse período.

Uma segunda fonte de pressão inflacionária surgiu a partir dos choques de oferta nas cadeias de suprimentos globais, causados pelo *lockdown*, pelas interrupções nas produções e distribuições locais, pelos gargalos nos principais portos e etc. Esses problemas foram intensificados pela guerra entre Rússia e Ucrânia, que levaram a

aumentos nos preços dos alimentos e da energia em todo o mundo. (SETTERFIELD, 2022)

Por fim, a terceira fonte está relacionada ao poder de fixação dos preços por parte das empresas, que podem atuar no mercado de preços fixos ou flexíveis. As empresas possuem algum poder de mercado para definir preços acima dos custos, mas essa capacidade costumava ser limitada por ser considerada injusta aos olhos dos clientes. A partir da recuperação pós-covid, as empresas se depararam com um ambiente de precificação propício para aumentar as margens de lucro, pois tiveram o pretexto de estarem simplesmente repassando os aumentos de custos, o que seria justo aos olhos dos clientes. (SETTERFIELD, 2022)

A identificação dessas três fontes foi o que levou Setterfield (2022) a chegar a conclusão de que muitos dos problemas que surgiram durante a recuperação pós-covid podem ser atribuídos a falhas estruturais que se tornaram endêmicas na economia dos Estados Unidos, como a fraqueza dos trabalhadores em proteger o salário real, a falta de aplicação adequada de leis que combatam os oligopólios e a falta de visão em relação ao papel do Estado e das intervenções políticas na economia.

With shortages, the preference for both inputs and retailing ensures that smaller firms are squeezed out (reducing competition), as suppliers must first fulfill their agreements with the biggest firms. And when a smaller firm does find a source of supply, it doubles up purchases—out of fear that it might not find supplies in the future. So smaller firms must build up inventories—which is expensive—and pay higher prices for inputs. All of this means that they cannot undercut the pricing of the large firms that dominate markets. And while margins are (anecdotally) high for the dominant firms, production by smaller firms may not be profitable even with high prices. (NERSISYAN; WRAY, 2022b, p. 7)

Assim como Setterfield (2022), Nersisyan e Wray (2022b) também destacam que as firmas possuíram um maior poder de precificação com a eclosão da crise sanitária. Segundo eles, em um mercado altamente concentrado, as grandes empresas, muitas das vezes, são dominantes em seus nichos através de maior escala produtiva, maior tecnologia e etc, possibilitando poder em relação aos preços. Somado a esse fator, acrescentam-se os gargalos de oferta que seguiram, pois se antes essas empresas já possuíam capacidade de controlar o acesso a insumos e aos canais de distribuição, as interrupções nas cadeias de suprimentos globalizadas aumentaram esse poder. (NERSISYAN; WRAY, 2022b) Ou

seja, os autores identificam que a inflação está diretamente relacionada a estruturas de mercado mais concentradas.

Também podemos notar que ambos os autores identificam o aumento nominal dos salários decorridos da rápida recuperação que se seguiu com os alívios fiscais oferecidos pelo governo, mas defendem que não é o fator que levou à pressão inflacionária, porque os preços estariam aumentando mais rápido que os salários nominais, resultando em uma redução tanto do salário real quanto da participação dos salários na renda, distribuindo a renda para longe dos trabalhadores. (NERSISYAN; WRAY, 2022a; 2022b; SETTERFIELD, 2022). Ou seja, mesmo com o aperto no mercado de trabalho, existem poucas evidências que os salários sejam o motivo da inflação apresentada (SETTERFIELD, 2022). Os autores, na verdade, culpam o poder de precificação das empresas pela aceleração inflacionária, como se as empresas se aproveitassem do momento “propício” para elevarem as margens de lucro através do aumento dos preços de oferta. (CALDENTEY; VERNENGO, 2023)

De fato, podemos afirmar que as desregulamentações ocorridas nas últimas décadas permitiram que as corporações acumulassem poder excessivo de mercado e até mesmo as evidências corroboram que as margens de lucro aumentaram durante a recente aceleração inflacionária. O aumento das margens de lucro representou 53,9% do aumento dos preços desde o segundo trimestre de 2020, em contraste com os 11,4% de aumento durante o período de 1979 a 2019. SETTERFIELD, 2022).

[...] in a survey of retailers by Digital.com, 56 percent said “inflation has given them the ability to raise prices beyond what’s required to offset higher costs.” Not surprisingly, the bigger the firm, the easier it is to do this: 63 percent of large firms versus 52 percent of small and medium-sized businesses agreed with the statement. (NERSISYAN; WRAY, 2022b, p. 26)

Como podemos observar, Nersisyan e Wray (2022b) - este último o principal expoente da Teoria Monetária Moderna -, baseia suas concepções a partir dos dados de pesquisas oficiais sobre as margens de lucros das empresas:

In the Atlanta Fed surveys there is further evidence of rising profit margins. In the November 2021 survey, for example, 23 percent of firms indicated that their profit margins were higher than usual and about half of these said it was because they had raised their prices. Another 44 percent of the remaining firms whose profit margins were not above normal indicated that

they planned to increase their prices to improve or maintain their profit margins. (NERSISYAN; WRAY, 2022b, p.26)

No entanto, isso não implica que foram os lucros os causadores da inflação, e é mais provável que o oposto seja verdadeiro, ou seja, que preços mais altos, com custos trabalhistas relativamente estagnados, tenham causado o aumento dos lucros corporativos. Esse resultado se mostra verdadeiro nos mercados de *commodities*, principalmente os de energia e alimentos, que foram centrais na recente aceleração inflacionária. (CALDENTY; VERNENGO, 2023)

Empresas em mercados oligopolísticos, ao se depararem com preços mais altos de energia, um insumo que é básico para todos os outros bens e serviços, tendem a repassar, pelo menos em partes, o aumento dos custos para seus preços. Mas apesar de poderem aumentar suas margens de lucro, eles precisam ser compatíveis com sua posição de mercado e, se praticarem um preço que exceda o nível que permitiria a entrada de novos concorrentes, elas podem perder participação no mercado. Nesse caso, esses novos entrantes expandiriam a produção e eventualmente reduziriam os preços novamente. (CALDENTY; VERNENGO, 2023)

O ponto que Caldenty e Vernengo querem destacar é que o fato da economia apresentar *mark-ups* mais elevados e dos preços oligopolísticos serem mais altos do que os preços de concorrência levaram economistas (dentre eles Randall Wray) a interpretarem que a inflação registrada foi devido às condições de concorrência imperfeita.

Apesar de concordar que os oligopólios contribuem para os preços mais altos e que eles têm poder para tal, Caldenty e Vernengo (2023) dizem que esse não é o caso que possa explicar o aumento contínuo nos preços, pois tal explicação exigiria mudanças nas condições competitivas, o que não ocorreu nos últimos dois anos. Esse tipo de explicação se contrapõe ao proposto Nersisyan e Wray, ao indicar que a inflação pode surgir tanto numa estrutura de mercado competitiva quanto oligopolística. Isso não quer dizer que políticas para mitigar o poder oligopolista não devam ser implementadas, mas que iniciativas de políticas como controle de preços provavelmente não funcionarão a curto prazo.

Não é preciso ser um aficionado observador da realidade econômica para entender que as verdadeiras ameaças à estabilidade social são o poder corporativo excessivo e a desigualdade de renda e riqueza, não a expansão do

bem-estar do governo – mas isso não implica que a inflação seja o resultado da má conduta corporativa, ou que a regulação, que é certamente necessário, conduziria à estabilidade dos preços. A visão oligopolista da inflação, não menos que a visão ortodoxa, perde o papel da inflação de custos e, mais importante, desconsidera o papel do conflito distributivo no cerne das visões heterodoxas dos processos inflacionários. (VERNENGO, 2022, p. 94)

Não se pode tratar a inflação apenas como resultado de choques de demanda ou de oferta, mas de mecanismos que criam condições para aumentos sucessivos do nível de preços. Desses mecanismos, o ponto central seria uma renda de subsistência aceitável, que é característica de cada grupo social. De subsistência, entende-se não no sentido usual da palavra, mas de uma subsistência social, determinada culturalmente. Dessa forma, entende-se que a inflação é sobre conflito distributivo. (VERNENGO, 2022)

Portanto, para entender os processos inflacionários é preciso considerar o conflito distributivo, ou seja, as lutas e negociações entre diferentes grupos sociais pelo acesso aos limitados recursos econômicos. A resistência dos trabalhadores diante do aumento dos preços e da redução dos salários reais pode gerar as condições para uma crise inflacionária.

Vale ressaltar com base na discussão de Vernengo (2022) que as interpretações indicadas pela MMT que apontaram as interrupções e os problemas de oferta como causa dos problemas no nível de preços estão corretas. O problema surge quando a explicação se resume a um aumento arbitrário dos preços de mercado, pois isso leva a debates sobre como regular monopólios e controlar preços, ao invés de considerar as condições que permitiram os aumentos sucessivos dos preços, iniciadas pela irregularidade na oferta.

Também é importante ressaltar que essas pressões inflacionárias relacionadas aos custos são consideradas temporárias. (VERNENGO, 2022) Esse caráter transitório é devido ao próprio caráter temporário de uma pandemia, não só pelo relaxamento das restrições, mas também pela capacidade das empresas se adaptarem através da adoção de novas tecnologias e da normalização capacidade produtiva. Dessa maneira, Caldentey e Vernengo (2023) afirmam que choques externos, como conflitos geopolíticos e interrupções na cadeia de suprimentos, podem ter impactos significativos na inflação, mas argumentam que é improvável que esses fatores precipitem um aumento persistente nos salários acima dos níveis de produtividade ou levem a preços mais altos de energia devido ao maior poder de barganha dos principais produtores de petróleo

A persistência dessas pressões depende da capacidade das cadeias de suprimento se adaptarem às mudanças nas condições de mercado e do controle efetivo da pandemia. Enquanto houvessem interrupções, problemas de fornecimento e incertezas relacionadas à disseminação do vírus, os aumentos de custo poderiam persistir. (VERNENGO, 2022).

Quando os preços aumentam devido aos custos de produção mais altos, aumentar a taxa de juros para conter uma pressão de demanda soa contraditório. Se o cerne da inflação se apresenta nos custos, sua estabilização depende de políticas que influenciem as condições sociais e institucionais que moldam como os recursos são distribuídos, mas essa interpretação normalmente é ignorada pelos *policymakers*. Caldentey e Vernengo (2023) e Nersisyan e Wray (2022b) concordam que, como os trabalhadores não conseguem defender seu salário real e que a inflação se apresenta no lado da oferta, a política de aumento nos juros é ineficiente no que ela se propõe.

Centrada na economia dos EUA, a MMT pouco busca explicar a inflação decorrida em outros países – que podem ser interpretadas também com o instrumental do conflito distributivo -, principalmente os periféricos, onde o papel das taxas de câmbio e a transmissão das variações cambiais exercem forte influência na taxa de inflação, e ainda precisam apresentar diferenciais de taxas de juros domésticas em relação às taxas de juros internacionais, a fim de resguardar as reservas internacionais e conter as variações na taxa de câmbio, que podem acelerar a inflação.

Como veremos a seguir, a pressão sobre os custos também foi de importância central para a caracterização da inflação brasileira. Esse fato nos leva a associar que o movimento inflacionário norte americano causado pela epidemia do coronavírus, baseado nas pressões distributivas, não foi uma característica local, mas global.

3.2 A experiência brasileira

Internamente na economia brasileira, a situação econômica já não era das melhores na década anterior à crise sanitária que assolou o mundo. Vindo de uma primeira metade da década de baixo crescimento, o país passou nos anos seguintes por uma crise política e institucional, que permeou de incertezas o ambiente econômico, além de entrar num buraco recessivo que parece não ter fim.

A economia brasileira entrou na pandemia da Covid-19 em 2020 sem ter se recuperado da grande recessão econômica de 2015-2016. Depois da queda acumulada de 6,7% do PIB durante a recessão, o crescimento de 2017-

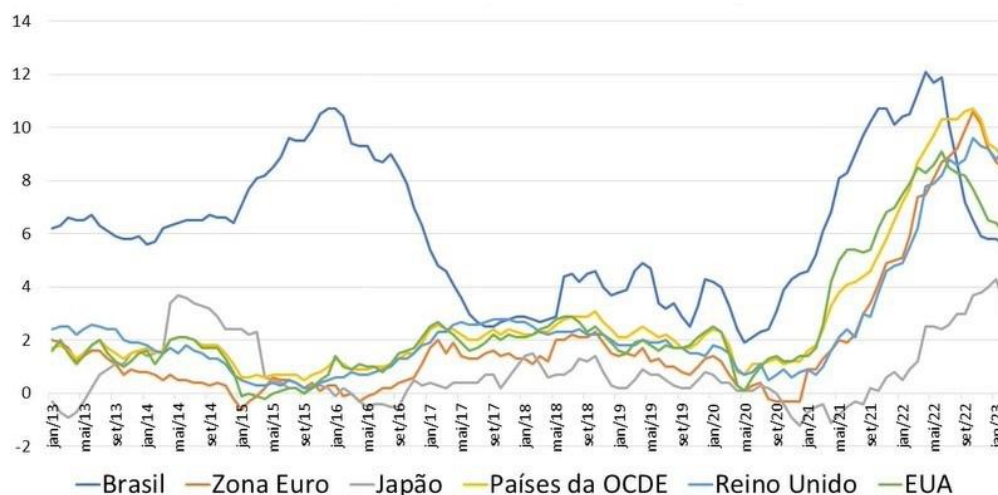
2019 foi de 4,6%, longe de recompor o nível de produto do período pré-recessão. Apesar da queda registrada em 2020 ter sido menor do que a prevista no início da pandemia (-4.1%), pode-se afirmar que a economia brasileira se encontra estagnada desde meados dos anos 2010. (ARAÚJO, BRESSER-PEREIRA; FEIJÓ, 2022, p. 151)

Com a chegada da pandemia, políticas de austeridade que vinham sendo impostas pelos governos tiveram que cessar para responder o forte recuo tanto da demanda quanto da oferta em cadeia mundial. Nesse sentido, robustos alívios fiscais e monetários foram praticados para mitigar os perversos efeitos que o Covid-19 trouxe para a sociedade mas, assim como nos EUA, não sem resistência por parte da ala mais ortodoxa da política e da economia.

Também como nos EUA e na maior parte do mundo, o forte declínio econômico com as medidas restritivas de mobilidade foi seguido de uma rápida recuperação conforme essas medidas foram relaxadas. Sampaio e Weiss (2022) realizaram uma análise dinâmica da inflação desde o início da pandemia até o mês de maio de 2022. Os autores afirmam que nos primeiros meses houve uma pressão baixista nos preços, onde até agosto 2020 a inflação acumulada ficou em 2,5%, abaixo da meta do período. A rápida recuperação levou o índice a fechar o ano em 4,52%, acima da meta de 4%, mas abaixo do teto de 5,5%. Todavia, em 2021 a inflação foi de 10,06%, enquanto o teto seria de 5,25%, praticamente o dobro.

As expectativas de inflação de 2020 ficaram alguns meses baixo da meta, possibilitando uma redução de 5% para 2% em junho de 2020, mas a partir de Junho começaram a subir e em Dezembro ficaram ligeiramente acima da meta, enquanto o decorrer de 2021 e para 2022 as expectativas se estabeleceram de vez acima da meta. (SAMPAIO; WEISS, 2022). Em março de 2021, a política monetária do governo interrompeu uma tendência de queda da taxa de juros iniciada em 2016, quando Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 6,10% em 12 meses, superior ao teto de 5,25% do período. (ARAÚJO, BRESSER-PEREIRA; FEIJÓ, 2022). Com a disparada dos preços e a desancoragem das expectativas a alta dos juros o Banco Central se viu obrigado a iniciar o ciclo de alta da taxa de juros, respeitando sua regra de atuação junto ao RMI. (SAMPAIO; WEISS, 2022) talvez valha a pena colocar um gráfico da inflação tanto dos EUA, quanto do Brasil, quanto da média mundial

Gráfico 1: A nova inflação: evolução da taxa de inflação mensal [anualizada] (01/2013 a 02/2023) - seleção de países e regiões



Fonte: SERRANO, 2023

A reação do Banco Central acompanhou o movimento de crescimento da inflação brasileira. A taxa de juros saiu do piso histórico de 2% em agosto de 2020 para o patamar de 13,75% em setembro de 2022 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2023), adotando uma política restritiva, numa tentativa de conter a pressão inflacionária que a demanda recuperada havia imposto.

Essa reação omite as duas especificidades da economia brasileira que impedem o impacto dos juros sobre o produto. A primeira é a mudança da estrutura de oferta que ocorreu nos últimos vinte anos, com o a aceleração da desindustrialização e a especialização na exportação de commodities, que contribuíram para reforçar a dependência que a inflação brasileira historicamente possui em relação a inflação dos seus parceiros comerciais e dos preços internacionais das commodities. Isso significa que nossa inflação se tornou dependente das pressões de custos internacionais. A segunda especificidade é o fato dos preços administrados serem fatores de peso relevante para a contabilidade do IPCA. Parte dos bens cujos preços são administrados fazem parte da produção de outros bens e serviços, acarretando impactos nos preços de toda a cadeia produtiva e distributiva. Esses preços são pouco influenciados pelas condições de oferta e demanda, pouco obedecendo à política monetária contracionista. (ARAÚJO, BRESSER-PEREIRA; FEIJÓ, 2022)

Conforme dito, essas duas especificidades tornam a taxa de juros pouco relevante para a contenção do nível de preços, embora ela possa ter o efeito de evitar que a elevação dos custos seja repassada integralmente para os preços, num cenário de menor

nível de atividade causado pela política restritiva e pela via do câmbio. Esse fato é de conhecimento do Comitê de Política Monetária, que se justifica informando que expectativas de inflação crescentes acelerarão a inflação mesmo que não haja excesso de demanda. (ARAÚJO, BRESSER-PEREIRA; FEIJÓ, 2022) Mas na verdade, adotar medidas de altas taxas de juros para reduzir uma inflação que surge através de problemas na oferta, é contraproducente, causando desnecessariamente o aumento do desemprego e do hiato de produto.

Ainda sobre o IPCA, o segundo componente com maior peso é o setor de alimentos, e também constitui o principal fator da estrutura do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), que mede a variação de uma cesta de bens e serviços baseadas em consumidores que recebem na faixa de 1 a 5 salários mínimos. O setor foi um dos principais fatores que impulsionaram o IPCA em 2020, 2021 e 2022. (SAMPAIO; WEISS, 2022)

A alta participação na inflação de um setor tão importante na cesta de consumo das famílias de menor renda demonstra o caráter distributivo que a elevação dos preços desses itens causou ao poder de compra das famílias. Como maior parte da renda obtida com salários – de consumidores que compõe o INPC - é gasta com consumo, e o maior peso desse consumo ocorre com um dos itens que mais puxaram índice de preços, vemos que a inflação foi maior para as famílias da base da pirâmide.

3.3 Recapitulando

Vimos nesse último capítulo que as políticas de *quantitative easing* utilizadas após a crise do *subprime* colocou em xeque os alicerces da economia ortodoxa baseada no NCM, que não soube explicar o porquê da inflação baixa. Da mesma maneira, a visão mais ortodoxa continua apregoando que a inflação que surgiu com a eclosão da pandemia do coronavírus advém da escassez de mão-de-obra.

Tanto nos EUA quanto nos demais países centrais e periféricos, verificamos uma queda vertiginosa dos preços com o início das restrições sanitárias e depois disso, observamos uma rápida recuperação conforme essas restrições foram relaxadas e conforme os pacotes de alívio foram fazendo efeito. Não obstante, essa recuperação veio acompanhada da elevação dos preços, onde a economia ortodoxa usou de apoio às suas convicções.

Porém, os autores da MMT discordam dessa visão de inflação de demanda, pois eles defendem que nessa escalada inflacionária, o salário real cresceu menos que os preços da economia. A MMT defende que a disparada nos preços ocorreu devido às corporações que aproveitaram o momento propício para alargarem seus *mark-ups*.

Apesar de acertarem ao negar a inflação de demanda, quando a MMT apenas enxerga que a inflação observada advém do poder de precificação que as empresas se depararam, ela deixa de considerar o verdadeiro cerne da inflação: o conflito distributivo.

Conclusão

As últimas décadas no mercado norte americano foram marcadas pela baixa resistência salarial por parte dos trabalhadores, fazendo com que o crescimento da produtividade permanecesse maior que o crescimento nominal dos salários até o período atual. Mesmo assim, a teoria dominante insiste em acreditar que existe uma pressão no mercado trabalho causado pelo crescimento do salário nominal.

De fato, o salário nominal apresentou uma elevação, principalmente com a rápida recuperação observada com os pacotes de alívio e pelo relaxamento das medidas restritivas. Porém, o crescimento dos salários nominais foi menor que o ritmo de crescimento dos preços, fazendo o salário real diminuir e contradizendo a ideia de mercado aquecido. Pelo contrário, os dados mostram que a utilização da capacidade produtiva conseguiu alcançar o nível em que estava antes da pandemia. Um nível que já era de subutilização.

Desse modo, apoiada em dados que mostram que parte significativa do aumento dos *mark-ups* adveio dos preços mais altos, MMT aponta que a principal causa do momento inflacionário é devido às corporações, que se aproveitaram do momento oportuno para esticarem suas margens de lucro.

Todavia, apesar de acertar ao se contrapor à interpretação de que há um excesso de demanda numa economia que está longe de atuar em sua plena capacidade produtiva, a MMT peca em seu próprio diagnóstico.

De acordo com os trabalhos de Matías Vernengo (2022) e Caldentey e Vernengo (2023), apesar de empresas oligopolísticas realmente possuírem poder de precificação, essa explicação para a inflação atual carece de registros recentes de mudanças nas

condições competitivas que expliquem esse repentino poder de mercado, o que não está registrado nos últimos dois anos. Nesse caso, é mais provável que o oposto seja verdadeiro, ou seja, que preços mais altos, com custos trabalhistas relativamente estagnados, tenham causado o aumento dos lucros corporativos.

Mas o principal problema desta interpretação vem da falta de uma explicação que englobe as disputas distributivas geradas pelas pressões nos custos de produção. Quando se considera que a inflação é resultado das empresas que resolveram aumentar suas margens de lucro, a solução segue por caminhos distintos àqueles que possam resolver as pressões distributivas, como o controle de preços e a regulação dos monopólios.

Vernengo (2022) e Caldentey e Vernengo (2023) realizam um trabalho ímpar ao identificar as relações de conflito distributivo no mercado norte americano. Os principais culpados são os problemas no lado da oferta e os choques nos preços de energia e alimentos decorrentes da pandemia e da guerra na Ucrânia. A alta inflação das *commodities* e dos alimentos pressionaram os custos de produção das empresas e o poder de compra dos trabalhadores. O cenário observado é o de cada classe reivindicar a recomposição de sua parcela na renda. Enquanto os preços sobem, o salário real dos trabalhadores cai. Ao tentar recompor seu poder de compra, sucedem reivindicações de aumentos salariais nominais, que é repassado novamente aos preços, podendo gerar uma nova rodada de reivindicações, a depender do poder de barganha da classe trabalhadora e da capacidade dos capitalistas repassarem o aumento dos custos aos preços.

Dessa forma, podemos chegar a conclusão que a Teoria Monetária Moderna não possui uma explicação coerente com cenário inflacionário decorrido da pandemia, apesar de possuir uma explicação mais aceitável do que a apresentada pelo *mainstream* econômico.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Theo. O Novo Consenso. In: ALMEIDA, Theo. **Uma Análise Crítica ao Modelo do “Novo Consenso”**. Orientador: Franklin Serrano. 2009. Dissertação de Mestrado (Ciências Econômicas) - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

ALVES, R. C.; MONTES, G. C. Teoria das finanças funcionais e o papel da política fiscal: uma crítica pós-keynesiana ao novo-consenso macroeconômico. **Revista de Economia Política**, v. 32, n.4, p. 670-688, 2012.

ARAÚJO, Eliane Cristina; BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; FEIJÓ, Carmem. Política monetária no Brasil em tempos de pandemia. *Revista de Economia Política*, v. 42, n. 1, p. 150-171, janeiro-março, 2022.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Can monetary policy affect the real economy?**. Working Paper, No. 355, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale on-Hudson, NY, 2002.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, Número especial, Dec. 2008

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Home / Política monetária / Comitê de Política Monetária (Copom) / Histórico das Taxas de Juros. Rio de Janeiro: BCB, 2023. Disponível em: < [Taxas de juros básicas – Histórico \(bcb.gov.br\)](https://www.bcb.gov.br/pt-br/indicadores/taxas-de-juros-basicas)>, Acesso em: 24/07/23

BASTOS, Carlos. Produção científica. **Trabalho e moeda hoje**: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Rio de Janeiro, RJ, v. 6, n. 1, p. 187-193, Junho. 2004. Resenha.

BASTOS, Carlos. **Conflito Distributivo e Inflação**. CEPAL/IPEA, 2010. (Texto para Discussão, n. 11)

BASTOS, C. **Inflação e estabilização**. In: Fiori, J. & Medeiros, C. (eds.). Polarização mundial e crescimento. Vozes, 2001

BORIO, C. **On Money, Debt, Trust and Central Banking**. BIS Working Papers, n. 763, Bank for International Settlements, 2019.

BRAGA, Julia; SUMMA, Ricardo de Figueiredo. **Estimação de um modelo desagregado de inflação de custo para o Brasil**. Rio de Janeiro. Universidade Federal do Rio de Janeiro (Instituto de Economia). Setembro, 2014 (Texto para Discussão, n. 014)

CALDENTEY, Esteban; VERNENGO, Matías. Price and Prejudice: A Note on the Return of Inflation and Ideology. Working Paper, No. 2302, Post-Keynesian Economics Society, Feb, 2023

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n.4, p. 323-336, 2005.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de; DE SOUZA, F.; DE PAULA, L. F.; SICSÚ, J.; STUDART, R. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2.ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2007.

COLBANO, Fabiano; LOPES, Mariana; MOLLO, Maria de Lourdes. Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 2, p. 382-304, abr./jun. 2012.

DALTO, Fabiano A. S. **Governo sempre cria moeda quando gasta, não existe financiamento alternativo**. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 3. Brasil, outubro de 2021

DA SILVA, Leandro Gomes. **A Dinâmica Inflacionária no Brasil de 2000 a 2009: Uma análise setorial a partir das Contas Nacionais**. Orientador: Fabio Freitas. 2012. 70 p. Dissertação de Mestrado (Economia da Indústria e da Tecnologia) - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012

DAVIDSON, Paul. Money and the real world. **The Economic Journal**, v. 82, n. 325, p. 101-115, 1972.

DE SOUZA, Luiz. Inflação de custos e inflação de demanda: uma discussão acerca da natureza das causas da inflação. **Leituras de Economia Política**, Campinas, 9, p. 19-39, dez. 2001.

DRUMOND, Carlos Eduardo.; DE JESUS, Cleiton. A macroeconomia do novo consenso: uma abordagem pedagógica. In: XVI Encontro de Economia da Região Sul, 2013, Curitiba. **XVI Encontro de Economia da Região Sul**, 2013.

EISNER, Robert. The Nairu and fiscal and monetary policy for now and our future: some comments. In: NELL, E., SMITH, M., FORSTATER, M. **Reinventing functional finance**. Cheltenham: Edward Elgar, p.91-116, 2003

FEIJÓ, Flavio; LEAL, Ricardo. O regime de metas de inflação foi a melhor escolha para o Brasil?. **Economia & tecnologia**, v.24, ano 07, jan-mar. 2011.

GOMES, Zoraide; LOURENÇO, André Luis. O Estado como empregador de última instância: uma proposta de pleno emprego, estabilidade e condições dignas de trabalho para o Brasil. **Economia e Sociedade**, v.21, n. 3, p. 485-519, dez. 2012.

GONZÁLEZ, Miguel. **Os Planos de Trabalho Garantido como fórmula contra o desemprego e a inatividade: o caso do Plan Jefes y Jefas de Hogares desocupados (2002-2008) na Argentina**. 2020. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento e Cooperação Internacional) – Lisbon School of Economics & Management

JORGE, Caroline Teixeira. **Análise Desagregada da Inflação por Setores industriais da economia brasileira entre 1996 e 2011**. 2012. 181 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2012.

MALAR, João Pedro. Inflação nos EUA acelera para 9,1% em 12 meses, maior valor em 41 anos. **CNN Brasil**, 2022. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/inflacao-nos-eua-acelera-para-91-em-12-meses-maior-valor-em-41-anos/>>. Acesso em: 15/07/23

MEYER, L. **Alvo de inflação e direcionamento da inflação**. Observações no Encontro Econômico da Universidade da Califórnia em San Diego, San Diego, Califórnia, 17 Jul, 2001.

MIGLIOLI, Jorge; Organizador, J. L. M. **Crescimento e ciclo das economias capitalistas**. São Paulo: Hucitec, 193p. 1977.

MISSIO, Fabrício; TEIXEIRA, Anderson. O “novo” consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 20, n.2(42), p. 273-297, Agosto, 2011.

NERSISYAN, Yeva; WRAY, L. Randall. COVID Relief and the Inflation Warriors. **Levy Economics Institute of Bard College**, New York, n. 65. Feb, 2021.

NERSISYAN, Yeva; WRAY, L. Randall. Is it time for rate hikes? The FED cannot engineer a soft landing by risks stagflation by trying. **Levy Economics Institute of Bard College**, New York, n. 157. 2022a.

NERSISYAN, Yeva; WRAY, L. Randall. O que está causando a aceleração da inflação: resposta à pandemia ou política. **Levy Economics Institute of Bard College**, Nova York, n. 1003, mar. 2022b.

PIMENTEL, Kaio; SERRANO, Franklin. Será que “acabou o dinheiro”? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. **Revista de Economia Contemporânea**, v.21, n.2, p. 1-29, 2017.

POSSAMAI, Roberta; SERIGATI, Fellipe. Inflação de demanda. **Agroanalysis**, São Paulo, v.34, n.05, p.13-15, maio, 2014.

RESENDE, André Lara. **Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2020.

RESENDE, André Lara. **Juros, moeda e ortodoxia**: Teoria monetária e controvérsias políticas. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2017.

SAMPAIO, Adriano Vilela; WEISS, Maurício Andrade. A inflação brasileira pós pandemia e as limitações do regime de metas de inflação. In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA KEYNESIANA, AKB. O Brasil pós pandemia: desafios e alternativas de política econômica. cap. III, p. 93-101, setembro, 2022.

SERRANO, Franklin. Conflito Distributivo e a "Nova Inflação"; Controvérsia internacional sobre a inflação pós pandemia. Youtube, 17 abr de 2023. Acesso em: 02/06/2023

SERRANO, F.; SUMMA, R. Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 34, n. 2, p.383-406, dez. 2013.

SETTERFIELD, Mark. Inflation and distribution during the post-COVID recovery: a Kaleckian approach. **The New School for Social Research**, 17 out. 2022.

SICSÚ, João. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. **Análise econômica**, Porto Alegre, ano 21, n. 39, jul. 2003.

SUMMA, Ricardo de Figueiredo. Uma nota sobre a relação entre salário mínimo e inflação no Brasil a partir de um modelo de inflação de custo e conflito distributivo. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 25, n. 3, p. 733-756, dez. 2016.

SUMMERS, Lawrence. Ex-secretário do Tesouro dos EUA, critica política fiscal de Biden: Economista adverte que estímulo poderá causar superaquecimento e desperdício

de recursos. [Entrevista concedida a] Martin Wolf. **Folha de S. Paulo**, 13 abr. 2021. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/04/summers-ex-secretario-do-tesouro-dos-eua-critica-politica-fiscal-de-biden.shtml>. Acesso em: 13 jul. 2023.

TAYLOR, J. A core of practical macroeconomics. **The American Economic Review**, v. 87, n. 2, p. 233-235, May 1997.

TAYLOR, J. Teaching modern macroeconomics at the principles level. **The American Economic Review**, v. 90, n. 2, May 2000.

VERNENGO, Matías. O Inflacionário Quebra-Cabeças. **A Journal of Theory & Strategy**, v. 5, p. 88-113. 2022.

VIEIRA, A. N. C. Breve estudo da inflação no Brasil: uma crítica à atual política monetária do Brasil. **Revista de Estudos Sociais**, v.15, p. 131-148, 2013.

VILLELLA, Caio; FIORITTI, Simone; MARTINS, Norberto; PIMENTEL, Kaio. Introdução à Teoria Monetária Moderna (MMT). **Mini-Curso**, [s. l.], 2020.

VILLELLA, Caio. Pontos e Contrapontos sobre a Teoria do Dinheiro Moderno no Âmbito Doméstico e Internacional. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**. Rio de Janeiro, nº 62, p. 42-75, jan-abr. 2022.

VILLELLA, Caio. Sobre a viabilidade de um programa de garantia de empregos no Brasil: dos desafios à institucionalidade desejada. **National Political Economy Conference**. Universidade Federal de Goiás. 2021. Disponível em: <
<https://www.researchgate.net/publication/351250210>>

WRAY, L. Randall. Caminos alternativos a la teoria monetaria moderna. **Revista de economia institucional**, v.22, nº 43, p. 29-56 , segundo semestre. 2020.

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