

# TRABALHO E MOEDA HOJE

a chave para o pleno emprego  
e a estabilidade dos preços

L. RANDALL WRAY

TEORIA DO DINHEIRO/CONTRAPONTO  
A ECONOMIA E A SOCIEDADE

## **VIAGEM AO CORAÇÃO DA ECONOMIA CONTEMPORÂNEA**

Este livro trata com refinada competência do tema que está no coração de todo sistema econômico contemporâneo: as relações entre Tesouro e Banco Central na criação da moeda. O tema é, para muitos, envolto em mistério, e, por isso mesmo, objeto de tortuosas abordagens que muito freqüentemente se prestam a pura e simples manipulação ideológica.

Wray navega fluentemente pelos meandros da economia monetária para conduzir o leitor à conclusão de que, na interação das ações do Tesouro com o Banco Central, está a chave para o pleno emprego e, por consequência, para a prosperidade econômica. O livro é um libelo contra as teorias de finanças "saudáveis" que prevalecem atualmente no mundo.

Esta edição brasileira chega num momento oportuno. O Congresso Nacional prepara-se para debater a regulamentação do Sistema Financeiro e o *status* do Banco Central. O Executivo prolongou o compromisso do governo anterior com o Fundo Monetário Internacional para a realização de superávit no orçamento primário,

**Universidade Federal do Rio de Janeiro**

*Reitor*

**Sergio Fracalanza**

**Forum de Ciência e Cultura**

*Coordenador*

**Godofredo de Oliveira Neto**

**Editora UFRJ**

*Diretora*

**Renata Gérard Bondim**

*Editora Executiva*

**Cecília Moreira**

*Coordenadora de Produção*

**Ana Carreiro**

*Conselho Editorial*

**Renata Gérard Bondim (presidente),**

**Afonso Carlos Marques dos Santos,**

**Ana Cristina Costa de Figueiredo,**

**Angela Maria Dias,**

**Antonio Carlos Secchin,**

**Carlos Alberto Filgueiras,**

**José Luis Fiori,**

**Nelson Maculan Filho,**

**Orávio Velho,**

**Silviano Santiago.**

# TRABALHO E MOEDA HOJE

A CHAVE PARA O PLENO EMPREGO  
E A ESTABILIDADE DOS PREÇOS

L. RANDALL WRAY

Tradução  
*José Carlos de Assis*

Revisão técnica  
*Aloísio Teixeira*

EDITORA UFRJ . CONTRAPONTO  
2003

W942 Wray, L. Randall, 1953 -

Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços/ L. Randall Wray; tradução José Carlos de Assis; revisão técnica Aloísio Teixeira. Rio de Janeiro: Editora UFRJ / Contraponto Editora, 2003.

248 p.; 16 x 23 cm.

1. Dinheiro. 2. Política monetária. I. Assis, José Carlos de, trad.. II. Teixeira, Aloísio, rev. téc. III. Título.

CDD 332.46

---

ISBN 85-7108-259-6

*Edição de Texto*

Cecília Moreira

*Revisão*

Cecília Moreira

João Sette Camara

*Capa, Projeto Gráfico e Editoração Eletrônica*

Marisa Araujo

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Forum de Ciência e Cultura

Editora UFRJ

Av. Pasteur, 250/sala 107

Praia Vermelha - Rio de Janeiro

CEP: 22290-902

Tel.: (21) 2295-1595 r. 124 a 127

Fax: (21) 2542-3899/ 2542-7646

<http://www.editora.ufrj.br>

E-mail: [editora@editora.ufrj.br](mailto:editora@editora.ufrj.br)

Contraponto Editora Ltda.

Caixa Postal 56066

CEP: 22292-970 - Rio de Janeiro, RJ

Tel./fax: (21) 2544-0206/ 2215-6148

<http://www.contrapontoeditora.com.br>

E-mail: [contrapontoeditora@yahoo.com.br](mailto:contrapontoeditora@yahoo.com.br)

Apoio

<i>APRESENTAÇÃO</i>	7
<i>LISTA DE SIGLAS</i>	11
<i>PREFÁCIO</i>	13
<i>1</i>	
Introdução	19
<i>2</i>	
Moedas e tributos: a abordagem cartalista	37
<i>3</i>	
Uma introdução à história da moeda	59
<i>4</i>	
Dispêndio governamental, déficits e moeda	93
<i>5</i>	
Política monetária: metas de taxas de juros e a natureza não discricionária das reservas	117
<i>6</i>	
Política de emprego e o valor do dinheiro	145
<i>7</i>	
A lógica da visão da moeda guiada por tributos	175

8	
Conclusões	199
<i>NOTAS</i>	209
<i>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</i>	235
<i>ÍNDICE</i>	243

## ORIGINALIDADE E PERTINÊNCIA

Este livro constitui uma das obras mais originais e instigantes do pensamento econômico contemporâneo. Resgata a centralidade que a questão do emprego – ou melhor, do trabalho remunerado – deve ter na teoria e na prática da economia, dentro da melhor tradição keynesiana. Na realidade atual, como nos anos 1920 e 1930, o desemprego tornou-se um fenômeno generalizado, tanto no mundo de industrialização avançada quanto nos países em desenvolvimento, acompanhando a reemergência e hegemonia do pensamento e das práticas do liberalismo econômico radical.

Wray tem uma proposta arrojada para eliminar o desemprego involuntário, pronta para ser testada por alguma economia capitalista avançada. Do ponto de vista teórico, trata-se de uma atualização do pensamento keynesiano tradicional, vinculada à necessidade de combater o desemprego e evitar simultaneamente a inflação. Do ponto de vista prático, talvez não se aplique inteiramente a um país em desenvolvimento, mas abre assim mesmo uma oportunidade de reflexão, sobretudo quando associamos a idéia ao desafio proposto ao Brasil nas eleições de 2002 de criar 10 milhões de empregos em quatro anos.

O valor do livro está não apenas na sua formulação propositiva, mas sobretudo no rigor científico em que suas teses se assentam. Recorrendo a alguns clássicos da teoria monetária e da “economia funcional”, como Knapp, Keynes e Abba Lerner, o autor coloca na perspectiva contemporânea o fun-



cionamento da economia capitalista em seus elementos centrais, para daí extrair os aspectos normativos, segundo os efeitos reais que cada uma das ações dos agentes econômicos tem na economia, à margem de preconceitos doutrinários e ideológicos.

É sob este último aspecto que considero extremamente oportuna a publicação em português de *Understanding Modern Money*. O livro será especialmente útil para os que se dedicam à compreensão profunda da moeda e da política monetária, ou, mais rigorosamente, da política fiscal-monetária. Este é um conceito-chave em Wray, porque, ao se investigar a natureza da moeda, percebe-se que ela não pode ser entendida isoladamente, como uma coisa com diferentes funções, mas apenas na sua relação com a política fiscal, onde aparece como o instrumento criado pelo governo para o pagamento de tributos.

A utilidade prática da obra de Wray, para o Brasil, está justamente em mostrar como estamos longe do modelo institucional de política fiscal-monetária que funciona nos países avançados e, em especial, nos Estados Unidos. Temos um sistema fiscal-monetário institucionalmente contracionista, sobretudo a partir do momento, em 1987, em que se extinguiu a chamada Conta Movimento do Banco do Brasil. Não é surpresa que o crédito, no País, como proporção do PIB, seja hoje inferior a 25%, quando em países avançados chega a mais de quatro vezes isto.

Um aspecto crucial da teoria da “finança funcional”, como descrita por Wray, é que o governo não recolhe tributos primariamente para pagar seu dispêndio, mas, ao contrário, emite moeda (ou dívida) para comprar bens e serviços a fim de permitir que a sociedade tenha como pagar tributos (ou poupar). Nesta época de predominância dos fetiches liberais de política fiscal “responsável”, é interessante considerar que, num regime fiscal-monetário coerente, o governo primeiro gasta mediante a emissão de moeda fiduciária, e só depois, dependendo do efeito que esse dispêndio tenha sobre a taxa de juros, no *open market*, emite moeda ou dívida, ou recolhe dívida pública.

O esquema específico proposto por Wray, de “empregador de última instância” (*employer of last resort*, ELR) talvez se aplique melhor a sociedades avançadas, onde importa mais criar empregos novos que dirigir o emprego criado para cobrir insuficiências do sistema social e econômico. Entretanto, os fundamentos do ELR são os mesmos de uma política tradicional de promoção do pleno emprego, que certamente se aplica à realidade brasileira. Aqui precisamos criar empregos e usar o emprego criado para melhorar os serviços públicos e de infra-estrutura econômica e social, usando como ala-

vanca o dispêndio público, inclusive deficitário. Claro, há que criar as pré-condições cambiais para isso.

*Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços* é um livro de cuja tradução e publicação a Editora UFRJ e a Contraponto podem se orgulhar em colocar à disposição de economistas e estudantes de Economia de todos os graus, assim como outros estudiosos de áreas afins das Ciências Sociais.

*Carlos Lessa*

→ LISTA DE SIGLAS ←

AFDC - Aid to family with dependent children (ajuda a famílias com crianças dependentes)

AFEEMAIL - Grupo de discussão institucionalista operado via internet pela Associação para a Economia Evolucionária

BCE - Banco Central Europeu

CRA - Contemporaneous reserve accounting (contabilidade de reserva contemporânea)

EBSP - Emprego Básico no Setor Público

ELR - Employer of last resort (empregador de última instância)

FED - Federal Reserve System (Sistema de Reserva Federal, banco central americano)

IOU - I owe you (literalmente, devo-lhe; reconhecimento de dívida)

IPC - Índice de Preços ao Consumidor

IRMA - Interest rate exinterance account (conta de manutenção de taxa de juros)

LRA - Lagged reserve accounting (contabilidade de reserva defasada)

NAIRU - Non accelerating inflation rate of unemployment (Taxa de desemprego não aceleradora da inflação)

NOBS - Note options banks (bancos de opção de depósitos)

PECI - Programa de Emprego de Combate à Inflação

PEEM - Programa de Empregos para Estabilização da Moeda

PIB - Produto Interno Bruto

PKT - Grupo pós-keynesiano de discussão via internet

PPEEP - Programa de Pleno Emprego e Estabilidade de Preços

ROBS - Remittance option banks (bancos de opção de remessa)

*S* - Poupança desejada

SBSP - Salário Básico do Setor Público

SEBC - Sistema Europeu de Bancos Centrais

*S<sub>n</sub>* - Poupança nominal líquida

UE - União Européia

UEM - União Econômica e Monetária

UME - União Monetária Européia

WPA - Works Progress Administration (administração do progresso dos trabalhos)

A crença conservadora de que existe alguma lei da natureza que impede as pessoas de conseguir emprego, de que é “imprudente” empregar pessoas e financeiramente “saúdável” manter um décimo da população na ociosidade por um período indefinido é totalmente inverossímil – o tipo de coisa em que nenhum homem poderia acreditar se não tivesse a cabeça entulhada de idéias insensatas durante anos e anos (...) Nossa principal tarefa, portanto, será a de confirmar o instinto do leitor: o que *parece sensato é sensato*, e o que *parece insensato é insensato*. Tentaremos mostrar-lhe que se novas formas de emprego são oferecidas, mais homens serão empregados, e esta é uma conclusão tão óbvia quanto parece, não contendo nenhuma armadilha oculta; colocar os desempregados para trabalhar em tarefas úteis terá as conseqüências que parece que deveria ter, ou seja, aumenta a riqueza nacional; e a noção de que, por tortuosas razões, vamos nos arruinar financeiramente se usarmos esses meios para aumentar nosso bem-estar é o que parece ser – um fantasma. (Keynes, 1972, p. 90-92)

Numa carta a George Bernard Shaw em 1<sup>a</sup> de janeiro de 1935, Keynes escreveu: “Acredito estar escrevendo um livro de teoria econômica que vai – não imediatamente, suponho, mas ao longo dos próximos dez anos – revolucionar amplamente o modo como o mundo pensa sobre os problemas econômicos”. A afirmativa de Keynes tornou-se verdadeira; seu livro na verdade revolucionou a teoria econômica em bem menos de uma década. Entretanto, no final dos anos 1970, o paradigma keynesiano havia-se dividido nas facções “keynesiana”, “monetarista” e da “economia do *supply-side*”\*, e no fim dos

---

\* A expressão “*supply-side*” está consagrada entre estudiosos de economia, não comportando tradução. (N. do R.)

1990 pouco restava da revolução keynesiana. Em alguns aspectos, a teoria aqui apresentada retorna à análise de Keynes, mas propositalmente evita debates doutrinários na esperança de que não haja neste livro nada que keynesianos, monetaristas e defensores do *supply-side* tenham dificuldade em aceitar.

Como observo no final desta seção, há vários outros economistas que estão desenvolvendo argumentos semelhantes, principalmente para publicação em jornais acadêmicos. Meu propósito aqui é apresentar estas idéias de maneira clara, para leitores que tenham conhecimentos sólidos, mas não necessariamente acadêmicos, em economia. O mais importante, talvez, é que este livro resume pesquisas teóricas e aplicadas que investigam o dinheiro, os gastos e déficits governamentais, a inflação e o emprego, tal como existem hoje, procurando oferecer uma exposição coerente e unificada. Espera-se que estas análises atuais sejam apenas o primeiro passo do que pode tornar-se uma revolução no modo como se pensa a economia e, especialmente, a política econômica.

A principal conclusão política que decorre desta análise talvez seja chocante, mas pode ser formulada de maneira simples: é possível ter realmente pleno emprego sem causar inflação. Embora isto seja um objetivo desejável, é visto como uma afirmativa absurda; nenhum economista que se respeite, seja ele keynesiano, monetarista ou defensor do *supply-side*, permitiria a si mesmo sustentar essa esperança. Mas se a análise aqui é correta – e não é preciso dizer que estou seguro de que é – então a conclusão lógica é que nós podemos nos mover imediatamente em direção ao pleno emprego com estabilidade de preços reforçada. Na verdade, como argumentarei, os dois objetivos estão inextricavelmente ligados: a política que é recomendada para alcançar o pleno emprego aumentará também a estabilidade dos preços.

Esta política consiste em fazer o governo atuar como “empregador de última instância”; ela tem sido chamada também, por outros, de “seguro governamental de trabalho” ou de “estoque regulador de empregos do governo”. O governo simplesmente anuncia sua decisão de empregar qualquer um que quisesse e estivesse disposto e apto para trabalhar por salário monetário fixo, estabelecido. Não é uma idéia nova; ela já vem sendo apresentada desde a Grande Depressão. A novidade aqui reside em uma análise econômica que mostra que esta política de emprego pode ao mesmo tempo reforçar a estabilidade dos preços. Os trabalhadores do sistema de “empregador de última instância” atuam como um “estoque regulador” do trabalho disponível, pronto para ser empregado pelo setor privado com um acréscimo sobre um salário

conhecido e fixo (o salário fixado pelo governo). Isso serve como âncora para os salários e, portanto, para os preços. Pode ser que o leitor não esteja convencido até agora; será certamente necessário uma análise cuidadosa para mostrar-lhe a validade dessas afirmativas. É o que tentarei fazer.

Mesmo que se aceite o argumento de que o efetivo pleno emprego (que, como discutido no Capítulo 1, deve ser distinguido da NAIRU\* – taxa de desemprego não aceleradora da inflação) pode ser alcançado sem disparar a inflação, ainda há muitas objeções que podem ser levantadas. Qual é o custo? O déficit orçamentário não explodirá? Se isso acontecer, como o governo financiará os seus déficits? O dispêndio e a tomada de empréstimos pelo governo para esse programa não “reduzirão” o dispêndio e o crédito para o setor privado? \*\* Como o programa afetar a competição com empresas estrangeiras na nova economia global? Tento tratar dessas objeções nos capítulos que se seguem. À medida que isso for ocorrendo, muitas preocupações – particularmente aquelas que têm a ver com custos do programa, finanças governamentais e *crowding-out* – desaparecerão desde que se entenda a natureza do “dinheiro moderno”.

Em todas as economias modernas o governo define o que é dinheiro ao escolher o que aceitará como pagamento dos tributos. Ao exigir dos cidadãos que os paguem em dinheiro (isto é, em dólares), os cidadãos precisarão obtê-lo para pagar os tributos. A fim de obter “aquilo que é necessário para pagar tributos”, o dinheiro, oferecem ao governo (assim como aos mercados) serviços do trabalho ou bens produzidos. Isso significa que o governo pode comprar qualquer coisa que esteja à venda, em dólares, pela simples emissão de dólares. O governo, para gastar, não “necessita” do “dinheiro do público”; mais apropriadamente, é o público que necessita do “dinheiro do governo” para pagar os tributos. Uma vez entendido isso, fica claro que nem tributos, nem títulos públicos “financiam” o dispêndio governamental. Ao contrário, os tributos são necessários para dar valor ao dinheiro, ao passo que a venda de títulos faz parte da política monetária ou de taxa de juros (proporcionando uma alternativa rentável de reserva de valor à moeda, que não rende juros).

---

\* Sigla em inglês para “Non accelerating inflation rate of unemployment”, aqui traduzida por “taxa de desemprego não aceleradora da inflação”. (N. do T.)

\*\* Este movimento de redução do crédito para o setor privado por uma maior tomada de recursos pelo setor público corresponde ao chamado efeito *crowding-out*, expressão que usaremos de agora em diante. (N. do R.)

Quando os leitores se deparam com este argumento pela primeira vez, eles em geral acreditam que estou propondo uma operação a pleno vapor das "impressoras", para financiar todo o dispêndio governamental com "dinheiro impresso", o que se acredita ser um caminho certo para a hiperinflação. E na verdade poderia ser. Meu argumento é que, na realidade, todo gasto governamental é "financiado" por "criação de moeda", mas esta moeda é aceita porque há uma obrigação fiscal imposta que é, por definição, penosa. Sem essa obrigação tributária onerosa, o governo poderia fazer funcionar impressoras até o dia de São Nunca, mas não encontraria nada à venda por dólares! Assim, o dispêndio governamental pode ser muito grande (mas também muito pequeno); os déficits governamentais podem ser excessivos (mas também insuficientes); há um perigo real de que a atividade governamental expulse a atividade privada; e há um perigo de que o dispêndio governamental possa causar inflação, quando muito grande, ou deflação, quando muito pequeno.

A chave, pois, é assegurar que o dispêndio governamental esteja no nível exato, de forma que não sejam induzidas forças inflacionárias ou deflacionárias. Como mostrarei, o esquema do programa de empregador de última instância garante que o dispêndio governamental estará no nível correto. Além disso, o aspecto de estabilizador dos preços que o programa tem permite ao governo "ditar" aos mercados o salário com o qual ele empregará todos aqueles dispostos, desejosos e aptos para o trabalho. Em forte contraste, a política atual requer que o governo pague "preços de mercado" pela maioria das coisas que compra, o que significa que o governo não tem escolha, salvo forçar uma baixa, ou o desemprego, nos mercados, a fim de combater a inflação. Em outras palavras, no sistema atual, o pleno emprego e a estabilidade dos preços são inconsistentes, exatamente como muitos economistas argumentam. Entretanto, com as mudanças políticas advogadas aqui, poderemos nos mover imediatamente para o pleno emprego e a maior estabilidade dos preços.

Este livro proporciona o exame do registro histórico, análise institucional e alguma história do pensamento econômico. Isso pode parecer "diversionismo" para aqueles que estão querendo ser persuadidos apenas pela lógica. Mas os economistas acadêmicos, em particular, esperam, e até mesmo exigem, história, autoridade e resultados empíricos antes que revoluções sejam empreendidas. Assim, recorre-se a argumentos de Adam Smith e outros, e a exemplos da África colonial, da Confederação Sulista e outras experiências remotas para suplementar análises teóricas e políticas.

Organizei este trabalho da seguinte forma: o Capítulo 1 oferece uma visão panorâmica dos argumentos teóricos e das recomendações políticas.



Mostra também como a visão apresentada neste livro é diferente da análise política convencional. Os Capítulos 2 e 3 apresentam uma visão alternativa da moeda – que poderia ser chamada de “teoria estatal da moeda”. Os Capítulos 4 a 6 examinam as importantes implicações políticas que derivam desta visão da moeda. O Capítulo 7 oferece um resumo mediante o uso de um modelo abstrato, embora não matemático. Quando este livro for usado em cursos de graduação, o Capítulo 7 pode provavelmente ser omitido; entretanto, o entendimento desenvolvido nos seis capítulos prévios poderão tornar a exposição do Capítulo 7 acessível mesmo a uma audiência não acadêmica. O livro termina com o Capítulo 8, que oferece um breve resumo e conclusão.

Uma nota final. Tenho usado neste prefácio a primeira pessoa do singular, mas usarei a forma do plural na parte remanescente do livro. A razão é que recebi tanta ajuda de um grupo de indivíduos que trabalharam comigo para desenvolver os argumentos principais que devo dividir o crédito pelo que se segue com Warren Mosler, John Henry, Jan Kregel, o falecido Hyman Minsky, Mat Forstater, Stephanie Bell e Pavlina Tcherneva. Fui também beneficiado pelas discussões com Jay Levy, Dimitri Papadimitriou, Wynne Godley, Bill Mitchell, John Adams, Anne Mayhew, Karl Widerquist, Alain Parguez, participantes dos grupos de discussão do PKT e AFEEMAIL,<sup>1</sup> Robert Guttmann, Helen Ginsburg, Sumner Rosen, membros do National Jobs for All Coalition, Tom Ferguson, Robert Heilbroner, Steve Fazzari e Paul Davidson. Barbara Slater, Editora da Edward Elgar Publishing, e Judy Kahn, Editora do Levy Institute, ofereceram assistência editorial, enquanto Irene Culver, Marc-Andre Pigeon e Sandy Nelson ajudaram com o processamento no Word. Recebi valiosas sugestões para o texto de leitores anônimos, assim como de Philip Arestis, Malcolm Sawyer, Geoff Harcourt, Peter Groenewegen, Philip Harvey, E. J. Nell, Y. S. Brenner e Paul Dalziel. Desnecessário dizer que nenhum dos acima citados tem responsabilidade pelos meus erros. Finalmente, gostaria de agradecer o apoio financeiro do Centro para o Pleno Emprego e Estabilidade dos Preços.

- Página em branco. 18

## INTRODUÇÃO

Examinaremos neste livro as implicações decorrentes do entendimento do papel desempenhado pelo dinheiro moderno em qualquer economia capitalista desenvolvida. Muitos dos tópicos mais importantes do debate econômico atual recebem uma luz completamente nova quando submetidos à análise crítica baseada nesse entendimento. Por exemplo, veremos que nossa análise ajuda a tornar claras questões nas seguintes áreas:

*Déficits governamentais* → Muitos economistas e gestores públicos (nos Estados Unidos e em outros lugares) foram convencidos de que os déficits governamentais devem ser reduzidos. Na verdade, nos Estados Unidos, muitos apóiam uma emenda de orçamento equilibrado estabelecendo que déficits temporários sejam compensados por superávits nos anos seguintes; e o Tratado de Maastricht especificou índices máximos permitidos de déficit e de dívida em relação ao PIB. Muitos têm aplaudido quando o orçamento dos Estados Unidos tende ao equilíbrio e discutem “o que fazer com o superávit”.

Nossa análise, entretanto, mostra que um orçamento equilibrado é a possibilidade teórica mínima sustentável; o limite prático mais baixo é um déficit contínuo, e qualquer superávit deve ter duração curta, porque desencadeará poderosas forças deflacionárias. Além disso, não há um valor “ótimo” ou mesmo “normal” para o déficit interno ou para a relação entre a dívida e o PIB, consistente com a prudência fiscal. A emenda de orçamento equilibrado imporia restrições fiscais desnecessárias e impossíveis aos Estados Unidos.

*Valor da moeda* → Muitos economistas e gestores públicos acreditam que a política monetária é responsável pela manutenção do valor interno da

moeda (o valor internacional da moeda é agora determinado pela “flutuação suja”). Na verdade, dois textos legais (a Lei do Emprego, de 1946, e a Lei “Humphrey-Hawkins”, de 1978) são interpretados como se instruísem o FED [Federal Reserve System, o banco central americano] a manter o valor interno da moeda. O consenso atualmente predominante é de que o FED possa fazer isso estabelecendo metas de taxa de inflação segundo um índice, tal como o Índice de Preços ao Consumidor (IPC).

Nossa análise mostrará, entretanto, que a responsabilidade pelo valor da moeda é do Tesouro. A política fiscal “prudente”, portanto, reside não em “equilibrar o orçamento”, mas em manter o valor da moeda retirando recursos do setor privado para serem usados no setor público. Isso poderá ser alcançado fazendo-se com que o dinheiro seja suficientemente difícil de obter de modo que o público forneça ao governo os bens e serviços de que ele necessita, a preços mais ou menos estáveis, para garantir a política pública. Nossa proposta é que o governo pode estabilizar o valor interno da moeda em termos do salário nominal que paga em um programa de “estoque regulador”, como empregador de última instância.

*Política monetária* → Como discutido acima, muitos economistas e gestores públicos assumem erroneamente ou acreditam que o FED determina a taxa de inflação através do controle sobre a oferta de moeda. Entretanto, a adoção pelo FED de metas monetárias explícitas por mais de uma década e meia não lhe permitiu controlar a oferta de moeda da maneira desejada. Muitos outros países também fizeram experiências com metas monetárias, e obtiveram resultados similares aos dos Estados Unidos. Ainda assim, a maioria dos economistas acredita que o FED pode controlar pelo menos a quantidade de reservas.

Veremos que a visão convencional compreende mal o processo de oferta de reserva. Nenhum banco central é capaz de controlar a quantidade de reservas, que deve ser suprida de acordo com a demanda. O moderno instrumento de política do banco central é sempre e em qualquer lugar uma taxa de empréstimo *overnight* na qual as reservas são supridas. A maior parte das atividades do banco central é defensiva, compelida pelas atividades do Tesouro.

*Venda de títulos governamentais* → As vendas de títulos governamentais pelo Tesouro são geralmente vistas como operações de “financiamento” exigidas quando o governo incorre em déficit. De acordo com essa visão, o governo deve captar recursos às taxas que o mercado determina, havendo um grande receio de que um déficit contínuo exponha o governo a uma situação em que ao oferecer dívida para financiar um déficit descubra que não há compradores

– causando uma crise fiscal. Imagina-se que o problema é ampliado quando o governo é “forçado” a confiar em “emprestadores” estrangeiros para financiar o déficit governamental.

Mostraremos que este receio é infundado. Melhor, as vendas de títulos podem ser vistas como nada mais que uma drenagem para ajustar as reservas requeridas para permitir que o banco central atinja sua meta de taxa de juros. Isso significa que (1) as vendas de títulos são subentendidas como parte da política monetária, e não para financiar déficits, (2) a taxa de juros dos títulos governamentais pode ser qualquer taxa acima de zero desejada pelo banco central e (3) esta taxa de juros não pode ser determinada pelo mercado, pois é determinada pela política do banco central.

*Política de emprego* → Embora a Lei do Emprego e a Lei Humphrey-Hawkins obriguem o governo dos Estados Unidos a manter um elevado, senão pleno, índice de emprego, o governo nunca adotou uma política que garantisse esse resultado. Ao contrário, tem adotado uma variedade de políticas de *supply-side* (incentivos fiscais, programas de treinamento) e algumas políticas “do lado da demanda” (principalmente as destinadas a aumentar o nível da demanda agregada) na esperança de que os mercados operem em um nível suficientemente elevado para garantir um alto emprego. Como os mercados quase nunca atuaram no nível desejado, o governo foi obrigado a suplementar essas políticas com vários programas de “bem-estar” para proporcionar uma segurança líquida (salário-desemprego, AFDC [Aid to family with dependent children], tíquete refeição, assistência gerál).

Mostraremos que há uma alternativa que reconhece o papel importante do trabalho na criação de sentimentos positivos de auto-estima e também assegura que aqueles que podem contribuir para a sociedade irão contribuir. Em resumo, proporemos uma verdadeira política de pleno emprego: O governo atuará como “empregador de última instância” oferecendo emprego a qualquer um que queira trabalhar a um salário nominal por ele fixado.<sup>1</sup>

*Precificação exógena* ← Atualmente, o governo dos Estados Unidos (assim como outros governos de “livre mercado” pelo mundo afora) decide a quantidade de recursos (incluindo trabalho) que deseja comprar, e paga então preços de mercado por virtualmente tudo que compra. Em outras palavras, ele geralmente fixa a quantidade exogenamente (determina fora do mercado a quantidade de porta-aviões, de milhas de rodovias interestaduais, de horas de serviço de limpeza), mas deixa os preços “flutuarem” endogenamente (paga preços ditados pelos fornecedores – seja indo diretamente aos mercados ou por meio de um processo de licitação “competitiva”). Se resultar inflação (e não é difícil ver por quê), o governo deve então forçar uma queda do nível

de atividade no setor privado para tentar reduzir a "pressão de mercado" sobre os preços. Essa queda do nível de atividade se expressa como desemprego, instalações e equipamentos ociosos, estoques crescentes de matérias-primas e bens de consumo. Em outras palavras, como se sabe, desemprego é o custo forçado para se manter algum grau de estabilidade dos preços.

Há uma alternativa. O governo pode, em vez disso, deixar a quantidade "flutuar" e fixar os preços exogenamente. Embora possa, em princípio, estabelecer o preço de qualquer coisa e de tudo que quer comprar, é provavelmente preferível e certamente suficiente (por razões discutidas abaixo) para o governo fixar somente um preço importante. O mercado estabeleceria então todos os outros preços relativamente a este preço. No passado, os governos fixavam o preço do ouro ou de alguns outros metais preciosos. Na economia moderna é preferível estabilizar o preço do trabalho. Isto é feito criando e mantendo um "estoque regulador" no programa "empregador de última instância" (ELR)\*, com o preço do trabalho fixado pelo governo. Isso levará ao pleno emprego sem acarretar as pressões inflacionárias que podem resultar quando o governo paga preços de mercado por tudo. Assim, como se acredita que um estoque regular de ouro garanta alguma estabilidade aos preços (desde que se assegure que o ouro esteja sempre "plenamente empregado"), o estoque regulador da força de trabalho do ELR também aumenta a estabilidade dos preços (desde que se assegure que a força de trabalho esteja sempre plenamente empregada). Na realidade, o pleno emprego torna-se um "subproduto" da estabilidade dos preços, o que é o reverso da situação atual, na qual o desemprego é necessário para manter a estabilidade de preços.

Esses exemplos são apresentados para indicar o quanto esta análise se distancia da sabedoria convencional. Embora parte do que foi dito acima possa, sem dúvida, parecer forçado a muitos leitores, uma análise cuidadosa levará inexoravelmente a estes resultados. Deixe-nos apresentar brevemente os principais argumentos que levam a estas conclusões.

Podemos começar com o reconhecimento de que o Estado moderno impõe e obtém pela força uma contribuição tributária de seus cidadãos, e, importante, escolhe "aquilo que é necessário para pagar tributos" (*twintopt*).<sup>2</sup> Se um Estado decidisse só aceitar peles de castor em pagamento de tributos, a população teria de organizar-se para obter a quantidade necessária de peles de castor; se fosse suficientemente difícil cumprir a obrigação tributária, as peles de castor atingiriam um alto valor relativo. Certamente, todos os Estados

---

\* *Employer of last resort*, no original. (N. do T.)

modernos impõem obrigações tributárias em dinheiro e, em geral, só aceitam dinheiro em pagamento de tributos. Não é por acaso que todos os Estados modernos exigem que esses pagamentos monetários de tributos sejam feitos na forma da própria moeda do Estado.<sup>3</sup> Esta moeda, em troca, é nada mais que uma exigibilidade do governo.

Porque o público necessita do dinheiro do governo (exigibilidades do governo, que são moeda), ele vai querer fornecer coisas para o governo a fim de obter *twintopt*. Assim como as pessoas lutariam para obter peles de castor, se estas fossem o *twintopt* exigido, os cidadãos nas economias modernas esforçam-se para obter moeda a fim de pagar os tributos.<sup>4</sup> Isso significa que o governo pode, se assim escolher, estabelecer os termos em que a moeda pode ser obtida (isto é, o “esforço” necessário para obtê-la). Não teria sentido para o governo impor um tributo e depois recusar-se a oferecer a moeda necessária, pois isso poderia apenas significar a prisão de cidadãos por evasão fiscal!<sup>5</sup> No mínimo, o governo terá de assegurar a oferta de um montante de moeda igual às obrigações tributárias a longo prazo. Na verdade, provavelmente, poderia, sem perigo, fornecer mais moeda que o estritamente necessário para os tributos. Muitos cidadãos ficariam felizes de acumular pequenas reservas de moeda extra num dado ano, para o caso de ser mais difícil obter moeda em anos seguintes, e também para o caso de perder algum dinheiro na troca. O caso “normal”, então, é o governo “incorrer em déficit”, isto é, fornecer mais moeda do que ele recolhe em tributos.<sup>6</sup> Repetindo, nas economias modernas, o dinheiro de curso forçado (ou, mais especificamente, as exigibilidades do governo — freqüentemente chamadas de base monetária —, moedas do Tesouro, notas da Reserva Federal e reservas bancárias, no caso dos Estados Unidos) é sempre moeda.

O governo cria uma demanda por dinheiro impondo uma obrigação tributária; como em todas as economias modernas, o governo dos Estados Unidos detém, ele próprio, o monopólio da oferta de moeda, a qual é fornecida quando ele compra bens, serviços e ativos do público.<sup>7</sup> O governo decide quanto “esforço” é necessário quando estabelece os termos em que fornece dinheiro, por exemplo, o preço que está querendo pagar multiplicado pela quantidade que compra (ou o dispêndio governamental total).<sup>8</sup> Note-se também que o governo pode escolher desvalorizar seu dinheiro, reduzindo o esforço necessário para obtê-lo. Se o governo mantém constantes as obrigações tributárias, mas anuncia que pagará duas vezes mais unidades monetárias para obter a mesma quantidade de bens, serviços e ativos, não poderia ficar surpreso ao descobrir que sua moeda tornou-se “menos valiosa”. Visto de um ângulo diferente, o governo descobriria que os “preços” de tudo que comprou

tinham aumentado; um índice de preços dos itens que o governo comprou poderia registrar "inflação" em termos da moeda. Da mesma forma, o governo poderia manter constante o esforço requerido para obter cada unidade de moeda (isto é, manter os preços constantes), mas cortar as obrigações tributárias pela metade. Provavelmente iria descobrir que, se tudo o mais permanecesse constante, menos bens e serviços seriam oferecidos para venda ao governo.<sup>9</sup>

Neste ponto, o leitor pode objetar que as coisas não são assim tão simples: a moeda é usada para muitas coisas além do pagamento de tributos; mesmo indivíduos sem nenhuma obrigação tributária demandam moeda; o governo não é a única fonte de moeda; o governo não determina, sozinho, o que deve ser feito para obter moeda. Embora essas objeções sejam válidas, não introduzem nenhuma mudança significativa. Se peles de castor fossem *twintopt*, poder-se-ia esperar que também fossem usadas como meio de troca e meio de pagamento nas transações entre os cidadãos. Mesmo se o governo anunciasse uma nova política, segundo a qual as peles de castor fossem substituídas por peles de bisão como *twintopt*, poder-se-ia esperar que, ao menos por algum tempo, as peles de castor continuariam a ser usadas em transações privadas. Entretanto, depois de anunciada a troca, todas as vantagens de que as peles de castor tivessem gozado anteriormente seriam agora transferidas para as peles de bisão, e esperar-se-ia que, ao longo do tempo, os mercados privados abandonariam as peles de castor pelas de bisão.

Todos os Estados modernos podem e se reservam o direito de determinar o *twintopt*, e, em todos os Estados que funcionam bem, o *twintopt* é o dinheiro usado. Embora muitas transações, na verdade a maioria, não requeiram o uso de dinheiro pelas partes envolvidas na transação, o acerto final de contas entre bancos se dá na forma de dinheiro do governo.<sup>10</sup> Isto é, quando alguém compra alguma coisa preenchendo um cheque, o resultado é um "fluxo compensatório" de um banco para outro, que ocorre na contabilidade do banco central da nação sob a forma de "reservas bancárias", que nada mais são que exigibilidades do governo. Dentro das fronteiras dos Estados Unidos, portanto, quase todas as transações monetárias ocorrem na unidade de conta dólar, unidade escolhida pelo Estado para denominar suas próprias exigibilidades, as quais, por sua vez, são necessárias para o pagamento de tributos. O uso de outras obrigações denominadas em dólar (como depósitos bancários) em transações privadas decorre da imposição, pelo governo dos Estados Unidos, de que as obrigações tributárias denominadas em dólar sejam pagas na forma de obrigações governamentais denominadas em dólar. Uma vez que as obrigações governamentais denominadas em dólar (e as obrigações bancárias denominadas em dólar) são usadas em transações privadas, o dinheiro então terá usos adicionais, além de servir como *twintopt*. Isso provavelmente aumentaria o desejo do



público de acumular direitos líquidos contra o governo, na forma de reservas em dinheiro.<sup>11</sup>

Note-se, também, que, mesmo nesta economia "ampliada", na qual a maior parte do dinheiro é usada em transações privadas e na qual a maior parte do dinheiro toma a forma de obrigações privadas (como os depósitos bancários), o governo ainda tem o poder de desvalorizar (ou revalorizar) o dinheiro. Suponhamos que o governo estivesse pagando US\$10.000 por ano a um trabalhador de tempo integral (digamos, por 2.000 horas de trabalho) para obter serviços de secretariado, mas agora anuncia que pagará US\$20.000 por ano, ao mesmo tempo em que mantém as obrigações tributárias constantes em US\$1.000 *per capita*. Não apenas fará com que os cidadãos achem mais fácil cumprir as obrigações tributárias (ele levava a décima parte do ano, ou 200 horas, para obter o dinheiro necessário para cumprir a obrigação, mas agora precisa só da vigésima parte, ou 100 horas), como o setor privado achará que, permanecendo tudo o mais constante, deve competir com o salário duplicado do setor público para adquirir serviços de secretariado. Seria surpreendente se alguém achasse que essas forças não levariam à "inflação", ou à redução do valor do dinheiro.<sup>12</sup> Mesmo que o governo houvesse comprado apenas serviços de secretariado, outros preços do setor privado tenderiam a subir, na medida em que o trabalho fosse realocado. Em outras palavras, se o governo duplicasse os preços que paga, afetaria os preços relativos (isto é, as taxas relativas de remuneração), tendendo a elevar a pressão sobre outros salários e, portanto, os preços, por meio da competição e da arbitragem (permanecendo tudo o mais constante, se alguém pode escolher entre produzir assentos de toalete sob medida para venda ao governo a preços que tenham dobrado ou produzir assentos de toalete para o setor privado, produzirá para o setor privado somente se os preços aumentarem).<sup>13</sup> Concluímos que, mesmo que o dinheiro de curso forçado seja apenas uma porção da oferta total de moeda, e mesmo que o dispêndio governamental seja apenas uma pequena porção do dispêndio total, as decisões de gasto do governo geralmente afetam o valor do dinheiro, ou seja, os preços.

Quanto à objeção de que os tributos não recaem sobre todos os que usam moeda, num sentido teórico estrito, mesmo se o governo impusesse tributos sobre um único indivíduo, isso seria suficiente para gerar uma demanda por moeda. Realisticamente, entretanto, se o governo dos Estados Unidos decidisse impor, somente sobre uma pessoa, um tributo de um trilhão de dólares, o resultado provável seria não encontrar demanda para o seu dinheiro (outra que não a dessa própria pessoa), além de não recolher nenhum tributo e de fazer com que aquela pessoa passasse o resto da vida na prisão. Se, entretanto, o governo impusesse um tributo sobre a metade de seus cidadãos,

mesmo aqueles sem nenhuma obrigação tributária desejariam obter a moeda do governo, porque a outra metade, com obrigações tributárias, estaria querendo trocar alguma coisa com a metade sem obrigações tributárias, a fim de obter moeda. Portanto, não é necessário de forma alguma impor um tributo sobre todos os cidadãos a fim de criar uma ampla demanda por moeda.

Para resumir, com obrigações tributárias suficientemente altas (e penalidades suficientemente severas para a sonegação), o governo pode transferir para si mesmo a parcela desejada do produto de uma nação (embora não estejamos afirmando que o PIB total seria tão alto em um esquema de "governo-toma-tudo" quanto o é sob o sistema atual). A razão para isso, entretanto, não está em que o governo necessita de pagamentos de tributos para comprar o produto da nação, mas, isso sim, porque as obrigações tributárias são necessárias para forçar os cidadãos a fornecer coisas para o governo a fim de obter dinheiro.<sup>14</sup> Como detém o monopólio da emissão de moeda, o governo pode estabelecer o preço das coisas que deseja comprar, desde que esta seja a única fonte de moeda demandada pelo público para pagar tributos.<sup>15</sup>

Há, entretanto, desvantagens para o governo ao tentar estabelecer preços exogenamente para tudo que deseja comprar. Mesmo se tomamos um simples caso no qual o governo anuncia que pagará, digamos, US\$32 por onça de ouro e US\$10 por onça de prata, é fácil ver que o governo pode cair no chamado "problema dos dois preços". Se o setor privado percebe que, a estes preços, é relativamente mais fácil extrair prata, a produção seria desviada para prata até que o setor privado tivesse fornecido toda a prata que o governo está querendo comprar. Enquanto os cidadãos não houverem cumprido suas obrigações tributárias, a produção será desviada para o ouro. À medida que a data final para o pagamento do tributo se aproximasse, o ouro se tornaria altamente valorizado em relação à prata, pois a população tentaria desesperadamente oferecer ouro para o governo. Mesmo que o setor privado fosse perfeitamente planejado para evitar tais problemas, os preços relativos ficariam distorcidos, a menos que o governo ajudasse a estabelecer a relação de preço nominal ouro-prata no nível da razão do preço relativo do mercado; distorções posteriores ocorreriam na medida em que a tecnologia mudasse ou fossem descobertos novos recursos. Se o governo compra milhares de diferentes tipos de bens e serviços, anunciando para cada um preços fixos, é extremamente improvável que as relações de preços nominais do governo reflitam as do mercado; portanto, os preços nominais fixados pelo governo desorganizariam o sistema de preços relativos do mercado.

Mas isso não significa que um governo sábio devesse simplesmente aceitar os preços determinados pelo mercado para tudo o que compra, pois assim pouco poderia fazer para reduzir a inflação de preços do mercado. <sup>2</sup>

não ser impondo uma desaceleração. Ele poderia constatar que os preços das coisas que compra estariam aumentando, exigindo orçamentos e obrigações tributárias cada vez maiores, para evitar contribuir para pressões inflacionárias (embora seja improvável que as receitas tributárias crescessem exatamente na mesma medida do dispendio, visto que a poupança desejada na forma de direitos líquidos contra o governo iria provavelmente aumentar também).<sup>16</sup> Tal sistema não teria nenhuma âncora de preços, embora o governo pudesse tentar deflacionar a economia diminuindo suas encomendas de bens e serviços em relação à obrigação tributária (isto é, movendo o orçamento para um superávit) – causando desemprego tanto de recursos quanto de trabalho. Portanto, quando se recorre a preços determinados pelo mercado, a influência direta do governo sobre os preços é eliminada e o força a usar a recessão para combater a inflação.

O governo, ao contrário, poderia criar uma âncora de preços mediante o uso de um estoque regulador. Por exemplo, muitos governos no passado operaram com um “padrão ouro”, sem reconhecer que isso poderia ser usado como uma âncora de preços do tipo estoque regulador.<sup>17</sup> O governo poderia anunciar preços de compra e venda para o ouro, concordando em comprar ouro, digamos, por US\$32,02, e vender ouro, digamos, por US\$32,04. Quando o público necessitasse de dinheiro, venderia ouro ao governo, aumentando dessa forma a oferta de dinheiro. Quando o público tivesse mais dinheiro do que o desejado, compraria ouro do governo. O padrão ouro daria alguma estabilidade aos preços por tanto tempo quanto o governo mantivesse constante o seu preço de compra. Quando houvesse inflação generalizada de preços, o preço do ouro (que seria mantido constante) cairia relativamente a outros preços e o ouro substituiria outras mercadorias no consumo (por exemplo, o ouro substituiria outros metais preciosos em joalheria) e nos processos produtivos. O preço estabilizado do ouro serviria como uma âncora de preços, embora, em face da baixa extensão na qual o ouro é substituível, o efeito pudesse ser limitado.<sup>18</sup>

O problema, então, com o padrão ouro é que ouro é relativamente uma mercadoria secundária na economia moderna em termos de seu uso na produção e no consumo. A estabilidade do preço do ouro não gera forças poderosas para estabilizar os preços das outras mercadorias. Seria preferível escolher uma mercadoria mais importante para servir como base de uma política de estoque regulador. Por exemplo, os produtos do petróleo entram na produção de muitas outras mercadorias, o que torna óleo combustível um forte candidato a uma política de estoque regulador.<sup>19</sup> A estabilização do preço do combustível poderia ser uma força estabilizadora muito maior na economia moderna do

que o que poderia ser obtido pelo retorno ao padrão ouro, ou ao regime de estoque regulador com ouro. O governo poderia anunciar que estaria disposto a comprar combustível a US\$20,00 por barril ou vendê-lo a US\$20,05 por barril. Durante períodos inflacionários o governo venderia combustível, que seria um substituto para insumos relativamente mais caros; isso reduziria também a oferta de dinheiro e provocaria a salda de recursos da produção e refino do combustível. Durante períodos deflacionários o governo compraria combustível, cujo preço relativo estaria subindo, oferecendo mais dinheiro e induzindo um maior uso de recursos na produção e nas indústrias de refino de combustível.

Existe, entretanto, uma mercadoria ainda melhor para servir como estoque regulador, e essa mercadoria é o trabalho. Uma das vantagens de uma política de estoque regulador é que a mercadoria utilizada para esse fim estará sempre plenamente "empregada". Sob um padrão ouro, nunca se encontraria ouro "ocioso"; se a economia privada não encontrasse um uso para o ouro, ele seria vendido ao governo a um preço fixo. Da mesma forma, com um programa de estoque regulador de combustível, o combustível não necessitado no mercado privado seria vendido ao governo a um preço fixo; ninguém seria forçado a manter óleo "não desejado", uma vez que o governo garante um mercado.<sup>20</sup> Há, pois, duas razões pelas quais o trabalho é a "mercadoria" preferível para ser usada num programa de estoque regulador para estabilização dos preços.<sup>21</sup> Primeiro, o trabalho é um insumo básico em praticamente todos os processos de produção concebíveis. Segundo, a ociosidade do trabalho (isto é, o desemprego) gera um grande número de problemas para os indivíduos e para a sociedade em geral.

Sabemos, naturalmente, que o trabalho não é um insumo de produção "homogêneo", como o ouro; combustível é menos homogêneo que ouro, mas talvez mais homogêneo que trabalho. Os indivíduos que estão atualmente desempregados (oficialmente ou não) nos Estados Unidos poderiam não realizar todas as tarefas associadas à produção numa economia moderna; alguns indivíduos poderiam estar preparados para algumas das tarefas requeridas; algumas tarefas poderiam requerer habilidades específicas, educação, destreza ou temperamento que apenas uma parcela dos americanos poderia possuir. Na medida em que os desempregados não são substitutos, nem podem ser preparados para sê-los, dos trabalhadores já empregados, o estoque regulador será menos bem-sucedido como estabilizador de preços. Entretanto, mesmo que não houvesse nenhum trabalho que pudesse ser realizado por aqueles que estão atualmente desempregados (e isso é bem improvável), os empregadores encontrariam novos processos para utilizar os desempregados sob

incentivos corretos. Por exemplo, seria possível substituir alguns processos que requerem trabalhadores altamente qualificados por processos que requerem pouca qualificação (como os artesãos foram substituídos pela produção fabril). Em algum grau, trabalho desempregado é, ou poderia ser, um substituto para trabalho existente em pelo menos algumas ocupações. É por isso que se acredita que o desemprego ajuda a estabilizar preços, e que a política, atualmente, confia em que aumentando o desemprego se reduz a inflação, pois do contrário o desemprego faria pouco para combater a inflação. Como argumentaremos, se aqueles que estão correntemente desempregados ajudam a combater a inflação, então uma política de estoque regulador envolvendo trabalhadores empregados terá mais êxito no combate à inflação.

A política de empregador de última instância (ELR) é realmente um esquema de “estoque regulador” que ajuda a ancorar os preços e também contribui para o pleno emprego. O governo anunciaria um preço fixo para o trabalho, concordando em “comprar” todo trabalho a um salário anunciado ou “vendê-lo” com uma ligeira margem sobre o salário anunciado. Qualquer um que não pudesse encontrar um trabalho nos setores privado e público poderia apresentar-se para o trabalho do ELR, recebendo o salário do ELR. O setor privado sempre poderia contratar trabalhadores fora do sistema do ELR pagando um salário suficientemente alto para tornar preferível o emprego no setor privado ao emprego do ELR. Como discutido no Capítulo 6, os trabalhadores do ELR receberiam treinamento para torná-los mais desejáveis (em relação aos desempregados) para os empregadores do setor privado; ao mesmo tempo, receberiam renda pelo trabalho. Os aspectos específicos de um tal programa são tratados no Capítulo 6; aqui apenas resumimos as implicações macroeconômicas.

Sob este esquema, o governo “define o dinheiro” estabelecendo o salário do ELR.<sup>22</sup> Se o governo muda o salário do ELR, redefinirá o dinheiro, exatamente como uma mudança anunciada no preço do ouro sob um padrão ouro desvalorizaria ou revalorizaria o dinheiro. Quanto mais tempo o salário do ELR for mantido constante, mais ele servirá como uma “âncora de preços” para a economia, com outros preços determinados “relativamente” a este preço. Por exemplo, um bombeiro poderia receber um salário igual a cinco vezes o salário do ELR; como as condições do mercado mudam, as instituições mudam, o poder de barganha muda, essa relação deve mudar; o bombeiro pode vir a receber seis vezes o salário do ELR. Não sustentamos que outros preços (se do trabalho ou de bens e serviços produzidos) ficariam perfeitamente estáveis sob tal esquema, mesmo porque eles não permaneciam estáveis sob o padrão ouro. Entretanto, acreditamos que, com um estoque regulador do

ELR, a estabilidade de preços seria muito maior que sob o sistema atual e até maior que sob o velho padrão ouro. Ao mesmo tempo, o esquema de estoque regulador do ELR alcançaria automaticamente um contínuo pleno emprego.<sup>23</sup>

Os trabalhadores do ELR são um estoque regulador melhor que trabalhadores desempregados porque, em último caso, eles devem se apresentar dispostos, prontos e aptos para trabalhar (diferentemente de trabalhadores desempregados, que não precisam estar dispostos, prontos e aptos). Como será discutido no Capítulo 6, o programa do ELR pode ser desenhado para fazer os trabalhadores do ELR até mesmo mais desejáveis para o setor privado proporcionando-lhes treinamento prático e cursos suplementares de leitura, escrita e matemática, caso necessário. É por isso que o pleno emprego sob um esquema ELR será menos inflacionário que sob o sistema atual, que confia no desemprego para estabilizar preços. Alguém poderia pensar na força de trabalho do ELR como "um sistema de estabilização de preços" de trabalhadores disponíveis, o que está em contraste com o atual "exército de reserva de desempregados" que se supõe cumprir a mesma função, mas com muito sofrimento e males sociais causados pelo desemprego. O programa ELR estabilizará os preços com mais sucesso, e ao mesmo tempo garantirá o pleno emprego.

Não apenas a política do ELR geraria maior estabilidade de preços e pleno emprego, como também criaria um poderoso "estabilizador automático" para reduzir as flutuações do ciclo econômico. Como mostraremos, o conjunto de trabalhadores do ELR crescerá e se encolherá anticíclicamente. Quando os mercados privados estiverem em depressão, os trabalhadores despedidos fluirão para o sistema do ELR, aumentando o dispêndio governamental e a oferta de dinheiro e ao mesmo tempo ajudando a manter o consumo.<sup>24</sup> Quando a economia privada se expande, trabalhadores do sistema do ELR serão contratados, reduzindo o dispêndio governamental.<sup>25</sup> Portanto o dispêndio governamental (no programa ELR) flutuará de maneira fortemente anticíclica.<sup>26</sup>

Em alguns aspectos, este livro apresenta uma modesta proposta que geraria melhorias incrementais em relação à situação presente. Em resumo, podemos caminhar imediatamente para o pleno emprego sem gerar mais inflação do que o sistema atual gera. Mesmo se não houvesse outros benefícios, isso parece ser motivo suficiente para dar uma oportunidade à proposta. Esperamos também alcançar maior estabilidade de preços, maior crescimento econômico, redução do crime e de outros problemas sociais, e melhorar muitos indicadores de bem-estar social. Mas, mesmo que esse não seja o caso, pen-

samos que seria mais fácil discutir soluções para vários problemas sociais e econômicos nos Estados Unidos se pudéssemos primeiro resolver o problema do desemprego de uma vez por todas.

## DEFINIÇÕES

No restante deste capítulo, definiremos algumas palavras-chave que serão usadas ao longo do livro.

*Moeda estatal* será definida como a que é aceita pelo Estado para pagamento de obrigações para com o próprio Estado (principalmente tributos). A moeda estatal pode ser ou não a moeda corrente. A moeda estatal consiste hoje de obrigações do Estado e de algumas obrigações privadas, embora a moeda “plena” (moeda-mercadoria) possa ter sido usada no passado como moeda estatal.

*Moeda-mercadoria* será definida como uma dada quantidade de metal precioso que, quando cunhada, circula como meio de pagamento e meio de troca. Frequentemente sua oferta é monopolizada de alguma forma pelo governo. A moeda-mercadoria consiste de moedas cunhadas cujo valor é determinado pela quantidade de metal precioso que contém; entretanto, mesmo no caso da moeda plena, o Estado determina o valor do metal precioso em termos da moeda estatal de conta. Por exemplo, sob o padrão ouro, o Estado anuncia que o ouro terá o “valor” de US\$32 por onça e então atua como um operador de mercado para assegurar que o ouro permaneça no valor nominal. Uma moeda de um dólar plena deve conter um trinta e dois avos de uma onça de ouro. Portanto, mesmo uma moeda cunhada plena pode ser uma moeda estatal, com um valor nominal determinado pelo Estado. Como discutido no Capítulo 3, muitas moedas de metal ao longo da história não foram totalmente plenas. Moedas que contêm algum metal precioso, mas cujo valor de face está acima daquele ditado pelo conteúdo de metal precioso, são realmente moedas fiduciárias (a menos que o Estado se comprometa a convertê-las ao par do metal precioso, se houver demanda).

*Moeda fiduciária* será definida como exigibilidades emitidas pelo Estado para a compra de bens, serviços ou ativos, ou para pagamento pelo governo de suas obrigações, sem nenhuma promessa de conversão. Não é em si mesma nada mais que uma dívida. Mais importante, a moeda fiduciária pode ser usada para pagar obrigações ao governo – como obrigações tributárias. Nos Estados Unidos, a moeda fiduciária consiste de dinheiro corrente (notas da Reserva Federal, moeda cunhada do Tesouro e algumas notas do Tesouro remanescentes) e reservas bancárias (que são dinheiro mantido por bancos

em caixa-forte, mas também – e mais importante – depósitos bancários nos bancos da Reserva Federal). Como observamos, uma moeda que contém ouro pode não ser nada mais que uma moeda fiduciária mesmo sob um padrão ouro, em que a moeda não é totalmente plena e não possa ser resgatada por ouro.

Diz-se freqüentemente que o valor do dinheiro de curso forçado é determinado pela “confiança” no Estado. Em certa medida isso é verdadeiro, como discutiremos abaixo, o que é necessário é que se “confie” em que o Estado vai impor e implementar uma obrigação tributária pagável na forma da moeda estatal que é aceita ao par nos guichês de pagamento do Estado. Por exemplo, uma moeda com o valor de face de um dólar deve ser aceita pelo Estado em pagamento de tributos com o valor de um dólar. Entretanto, isso é verdadeiro tanto para moeda-mercadoria quanto para moeda de curso forçado; não há diferença significativa entre o dinheiro de curso forçado e uma moeda totalmente plena.<sup>28</sup> Por um lado, é provavelmente preferível usar o termo “dinheiro” e não “moeda fiduciária”, evitando-se de qualquer distinção entre “moeda fiduciária” e “moeda-mercadoria” (“moeda-mercadoria” não será mais usada, em qualquer caso). Por outro, “dinheiro” tem a desvantagem de que muitas pessoas não pensam nas reservas bancárias como dinheiro, enquanto nós podemos estender a definição de moeda fiduciária para incluir reservas bancárias. Talvez nossa definição de moeda fiduciária fique restrita ao que os economistas chamam de “base monetária”.

*Moeda bancária* será definida como obrigações bancárias que são aceitas como meios de pagamento ou meios de troca; hoje, trata-se principalmente de depósitos sobre os quais podem ser expedidos cheques, embora no passado consistisse sobretudo em letras de câmbio. Parte da moeda bancária – especialmente em termos modernos – é conversível sem muita demora e com pequena perda de valor em relação à moeda fiduciária e/ou à moeda-mercadoria; hoje, a conversão é sempre feita ao par com moeda fiduciária, embora no passado a moeda bancária freqüentemente circulasse sem conversibilidade. Da mesma forma que o Estado concorda em aceitar moeda fiduciária em seus guichês de pagamento, os bancos aceitam moeda bancária em pagamento de obrigações junto ao sistema bancário. Isso explica porque a conversibilidade não é necessária para permitir que a moeda bancária circule. Entretanto, na medida em que a moeda bancária não fosse conversível ao par, os bancos individuais seriam seletivos na aceitação da moeda emitida por outros bancos. Este problema foi resolvido mediante o desenvolvimento de câmaras de compensação que permitissem aos bancos compensar contas entre eles ao par, isso levou cada banco a aceitar moeda emitida por qualquer banco, assim aumentando a aceitabilidade pelo público. A aceitabilidade de moeda bancária



crece ainda mais quando ela se torna moeda estatal, aceita em pagamento de tributos. Na verdade, esta é a chave para o desenvolvimento da compensação ao par, porque, se o Estado aceita depósitos bancários em pagamento de tributos sem distinguir entre bancos, então os depósitos bancários se compensam ao par. Note-se que dinheiro bancário pode circular (na verdade tem circulado) mesmo quando não é uma moeda estatal; embora a aceitabilidade em pagamento de tributos seja condição suficiente para garantir demanda para a moeda, não é condição necessária.

A *unidade de conta* é a unidade na qual se denominam as moedas, os preços e os contratos monetários. Era originalmente uma unidade de peso – shekel, lira, libra – baseada no peso de uma dada quantidade de grãos de trigo ou de cevada. Na economia moderna, ela é puramente conceitual – o dólar, o marco, o franco. O estado moderno emite sua moeda fiduciária denominada na unidade de conta, aceitando a moeda fiduciária em pagamento de obrigações tributárias que são sempre estabelecidas em termos da mesma unidade de conta. Nos Estados Unidos, a unidade de conta é, naturalmente, o dólar; obrigações tributárias, todos os preços domésticos importantes (incluindo os preços das obrigações e ativos) e a maioria dos contratos monetários internos são denominados em dólar. Como discutimos, a política fiscal tem um importante papel na determinação do valor interno do dólar, ou de quanto o dólar pode comprar internamente.

*Pleno emprego* 4 De acordo com muitos economistas, “pleno emprego” significa uma taxa de desemprego que está associada a uma taxa constante de inflação, que é a taxa de desemprego não aceleradora da inflação ou NAIRU. Outros economistas associam pleno emprego com uma “taxa natural” de desemprego que se supõe ser determinada pelo salário real de equilíbrio (na interseção das curvas de demanda e oferta agregada de trabalho) de forma que todo desemprego é voluntário no sentido de que os desempregados não querem trabalhar pelo salário de equilíbrio. Durante os anos 1960, muitos economistas assumiram que a taxa natural de desemprego era cerca de 4%, mas isso foi aumentado para mais de 5% em fins dos anos 1980. Estimativas da NAIRU variam consideravelmente, mas muitos economistas acreditavam que nos Estados Unidos, durante os anos 1980, a NAIRU estava bem acima de 6%. Outros economistas associam pleno emprego a uma situação na qual somente persiste desemprego friccional (por exemplo, aqueles que estão temporariamente entre empregos) e talvez desemprego estrutural (por exemplo, devido ao descompasso entre as qualificações requeridas para assumir vagas de emprego e as qualificações do desempregado). Nesta definição, pleno emprego poderia ser consistente com uma taxa de desemprego de talvez 1% ou 2%. Alguns economistas adotam uma definição em que o plenc

emprego é consistente com uma situação na qual o número de desempregados iguala o número de postos de trabalho oferecidos; embora dados agregados sobre postos de trabalho oferecidos para os Estados Unidos não estejam geralmente disponíveis, pesquisas mostram que, mesmo nos anos recentes, com taxas de desemprego inferiores a 5%, o número de desempregados é várias vezes maior que o número de postos de trabalho oferecidos.

Há diferentes maneiras de definir o desempregado. Obviamente, não se deveriam classificar muitos e talvez a maioria daqueles que não estão trabalhando como desempregados. As estatísticas oficiais norte-americanas contam apenas aqueles que estão atualmente procurando emprego (com critérios específicos de procura), excluindo dessa forma muitos que gostariam de trabalhar mas que, por qualquer razão, não estão procurando ativamente trabalho (esses são classificados como fora da força de trabalho). Os economistas geralmente gostariam de distinguir entre desemprego voluntário e involuntário: aqueles que estão desempregados simplesmente porque se recusam a trabalhar ao "salário de mercado" que podem obter são classificados como voluntariamente desempregados. Há também trabalhadores empregados que estão trabalhando menos horas por dia do que desejariam, ou que estão trabalhando em um emprego que não requer suas qualificações, educação e treinamento; estes poderiam ser chamados de parcialmente desempregados, ou subempregados.

Em fevereiro de 1998, a taxa oficial de desemprego nos Estados Unidos era de 4,6% (ou 6,4 milhões de pessoas), com 137,6 milhões na força de trabalho civil (uma taxa de participação na força de trabalho de 67%) e 131,2 milhões de empregados (a relação entre emprego e população era de 64,2%). Mais 1,5 milhão de pessoas eram marginalmente vinculadas à força de trabalho, significando que queriam trabalhar, estavam disponíveis para o trabalho e tinham procurado por trabalho algum tempo nos últimos doze meses, mas não tinham procurado por trabalho nas últimas quatro semanas anteriores à pesquisa (assim, não foram contados como desempregados). Estes representam um subconjunto de aproximadamente 67 milhões de adultos (acima de 16 anos) que são classificados como fora da força de trabalho. Obviamente, as estatísticas oficiais não contam necessariamente como desempregados aqueles que os economistas gostariam de contar. Alguns dos oficialmente desempregados podem estar gozando férias enquanto recebem benefícios do desemprego, e alguns daqueles que estão fora da força de trabalho aceitariam com prazer emprego, se um trabalho lhes fosse oferecido. Outros poderiam ser registrados na força de trabalho se, por exemplo, lhes fossem disponibilizados serviços de creche ou benefícios de saúde (nos Estados Unidos, tais benefícios não são usualmente disponíveis para o degrau mais baixo da escala salarial).

ao passo que benefícios de saúde podem ser disponibilizados para aqueles que estão desempregados ou fora da força de trabalho).

Muito tem sido escrito sobre esses assuntos e mais análises poderiam ser feitas. Para os propósitos deste livro, entretanto, adotamos uma abordagem simples. Pleno emprego e desemprego zero são definidos como uma situação na qual todos os que desejam trabalhar a um salário nominal fixado pelo governo serão providos com um trabalho de tempo integral. Certamente, alguns indivíduos escolherão permanecer oficialmente desempregados, talvez enquanto procuram por um trabalho mais bem pago; alguns indivíduos aceitarão a oferta de trabalho do governo, mas trabalharão num serviço aquém de suas qualificações; outros permanecerão fora (ou sairão) da força de trabalho. Discutiremos o programa de empregador de última instância [ELR] em detalhe no Capítulo 6, mas a idéia é muito simples: o governo oferece empregar qualquer um que se apresente para o trabalho, a um salário de US\$6,25 por hora. Espera-se que muitos dos oficialmente desempregados no início do programa aceitarão a oferta; além disso, muitos daqueles que eram contados previamente como fora da força de trabalho também aceitarão a oferta. Se o salário do governo for acima do salário mínimo, ou se os empregos do governo forem percebidos como melhores que no setor privado, alguns dos empregados desistirão de seus empregos para aceitar o trabalho do estoque regulador.

Como discutiremos, é impossível prever com antecedência quantos dos oficialmente desempregados, empregados ou fora da força de trabalho aceitarão a oferta de emprego a US\$6,25, nem podemos prever quantos escolherão permanecer oficialmente desempregados ou fora da força de trabalho, mas nós denominaremos a este um estado de pleno emprego, porque haverá um emprego disponível para qualquer um que deseje obter emprego com o empregador de última instância. Não desejamos minimizar os problemas enfrentados por um trabalhador que perde um emprego altamente remunerado e deve escolher entre um emprego do governo a US\$6,25 por hora e o desemprego. Reconhecemos que isso não trata de, ou muito menos resolve, todos os problemas do desemprego. Entretanto, trata do que acreditamos ser o problema principal do desemprego nas economias modernas: a incapacidade de proporcionar empregos suficientes no nível mais baixo de salário e qualificação. Outros programas podem ser necessários para tratar outros problemas de emprego e desemprego, mas, na sua maior parte, estão além do escopo deste estudo.<sup>29</sup>

Página em branco. 36

## MOEDA E TRIBUTOS: A ABORDAGEM CARTALISTA\*

### INTRODUÇÃO

Em uma análise convencional, o dinheiro é usado para facilitar as trocas; supõe-se que seu valor foi determinado em algum momento pelo valor do metal precioso que representava, embora sob um sistema de moeda fiduciária diga-se que seu valor é determinado pela quantidade de mercadorias que pode comprar. O que, por sua vez, é uma função da taxa de inflação, que se presume estar sob o controle do banco central. Nessa visão, a política monetária tem a ver, principalmente, com o controle da oferta de moeda, enquanto a política fiscal tem a ver com o dispêndio governamental, tributação e financiamento.

Isso é totalmente diferente da abordagem cartalista, que pode ser traçada de Adam Smith até John Maynard Keynes. Em vez de restringir nosso foco aos bem conhecidos cartalistas, neste capítulo escolhemos apresentar idéias relacionadas de Smith, Knapp e Keynes, e as últimas idéias dos teóricos que seguem a "abordagem da moeda endógena", assim como o trabalho relacionado de Hyman Minsky, Abba Lerner e Kenneth Boulding. Esta é a visão que informa a análise da moeda apresentada neste livro, que chamaremos de visão da "moeda guiada por tributos", mas que devemos chamar igualmente de abordagem cartalista.

---

\* O termo cartalista deriva do neologismo *cartal*, criado por Knapp. Por sua vez, *cartal* deriva de *carta*, do latim *charta*, que significa folha de papiro, material usado para a escrita na Antiguidade. O autor usa este termo para referir-se ao dinheiro-papel, impresso. (N. do T.)

Na abordagem cartalista, o dinheiro é uma criatura do Estado; ao menos no caso do dinheiro moderno, sendo difícil de ocorrer exemplos de dinheiro sem Estado.<sup>1</sup> O Estado define dinheiro como aquilo que aceita nos guichês públicos de pagamento (principalmente em pagamento de tributos). Isto tem importantes implicações políticas. Uma vez que o Estado impõe um tributo aos seus cidadãos, pagável numa moeda sobre a qual tem um monopólio de emissão, ele pode influenciar o valor daquela moeda estabelecendo as condições sob as quais a população pode obtê-la. O governo não tem “necessidade” do dinheiro do público para gastar; ao contrário, o público necessita do dinheiro do governo para pagar tributos. Isso significa que o governo pode “comprar” qualquer coisa que esteja à venda em termos de seu dinheiro, apenas pelo fornecimento desse dinheiro. Como discutiremos no Capítulo 4, uma vez que o público desejará normalmente reter alguma moeda extra, o governo normalmente terá de gastar mais do que tributa; em outras palavras, é normal a exigência por um déficit governamental. Déficits governamentais não requerem “tomada de empréstimo” pelo governo (venda de títulos); antes (como mostraremos no Capítulo 5), o governo emite títulos para permitir que o público mantenha alternativas que rendam juros à moeda governamental que não rende juros. Assim, a visão cartalista da moeda, se perfeitamente entendida, levaria a uma visão muito diferente dos objetivos de uma política monetária e fiscal apropriada. Mais notavelmente, seria reconhecido que, antes de se esforçar por um orçamento equilibrado, déficits seriam aceitos como a “norma”. E antes de se tentar usar a política monetária para alcançar preços estáveis, a política monetária reconheceria que seu papel consiste em estabelecer a taxa de juros de curto prazo, enquanto a política fiscal seria usada para aumentar a estabilidade do valor do dinheiro.

### A MOEDA EM SMITH

Vamos examinar primeiro as visões de moeda de Adam Smith. O ponto de vista de Smith – particularmente sobre criação de moeda pelos bancos e sobre a determinação do valor de uma moeda inconvertível – é bem similar às visões apresentadas a seguir (especialmente no Capítulo 5). Vale a pena o esforço de explorar os argumentos do “pai” da economia em detalhe; nossa exposição posterior deverá então ser mais fácil de seguir.

De acordo com Smith, as letras de câmbio convertíveis podem substituir a moeda-mercadoria:

Quando a população de um determinado país tem tal confiança na fortuna, na probidade e na prudência de um banco em particular, de forma a acreditar que ele está sempre pronto para pagar, contra apresentação, tantas de suas notas

promissórias quantas lhe sejam provavelmente apresentadas a qualquer tempo, aquelas notas acabam por ter o mesmo curso da moeda de ouro ou de prata (...) (Smith [1776], 1937, p. 277)

Neste ponto, o banco pode "criar moeda (bancária)" emprestando suas próprias notas. Na maioria dos países, as notas bancárias surgiram na economia como letras de câmbio para serem descontadas nos bancos; entretanto, na Escócia, os bancos deram um passo à frente:

Eles inventaram, então, outro método de emitir suas notas promissórias; subvencionando, o que chamaram, contas correntes, ou seja, concedendo crédito proporcional a uma certa soma (...) a qualquer indivíduo que pudesse apresentar duas pessoas de crédito incontestável e bens de raiz como garantia (...) (Ibid., p. 282-283)

Em outras palavras, os bancos emitiam notas e mantinham IOUs\* dos tomadores, com a "garantia" de duas pessoas de crédito. Estes bancos aceitariam então suas próprias notas em pagamento dos empréstimos bancários. Isso assegurava demanda para as letras de câmbio pelos comerciantes a fim de fazer pagamentos sobre empréstimos ("contas correntes").

Os bancos, quando seus clientes recorrem a eles por dinheiro, geralmente o adiantam na forma de suas próprias notas promissórias. Com estas notas os comerciantes pagam aos fabricantes pelos bens, os fabricantes aos fazendeiros por matérias-primas e provisões, os fazendeiros a seus senhorios como renda, os senhorios as repagam aos fabricantes pelos bens de consumo e objetos de luxo com que os suprem, e os comerciantes de novo as retornam aos bancos a fim de manter suas contas correntes em equilíbrio, ou saldar o que tomaram emprestado; e assim quase todo o negócio de dinheiro do país é transacionado por meio deles. (Ibid., p. 283)

Como as notas circulam como se fossem dinheiro, o banqueiro precisa manter apenas uma reserva fracionária em relação a elas.

Portanto, mesmo que ele tenha geralmente em circulação notas num montante de cem mil libras, vinte mil libras em ouro e prata podem muitas vezes ser uma provisão suficiente para o atendimento de demandas ocasionais (...) A circulação como um todo pode, portanto, ser conduzida com somente a quinta parte do ouro e prata que de outra forma seriam necessários. (Ibid., p. 277)

Assim, na Escócia, "os negócios do país são quase inteiramente realizados por meio dos papéis daquelas diferentes companhias bancárias, neles sendo comumente feitas as compras e os pagamentos de todas as espécies" (ibid., p. 281).

---

\* Sigla de *I owe you*, eu lhe devo; reconhecimento de dívida.

Letras de câmbio "liberam" dinheiro em espécie, de que não se necessita domesticamente, para ir para o exterior

a fim de buscar o emprego lucrativo que não pode encontrar no país. Mas o papel não pode ir para o exterior, porque a uma distância dos bancos que o emitam, e do país no qual o pagamento dele pode ser exigido por lei, ele não será recebido em pagamentos comuns. Ouro e prata, portanto (...) serão enviados ao exterior, e o canal de circulação doméstica permanecerá preenchido com (...) papel (...) (Ibid., p. 278)

Papel-moeda não só é um substituto para ouro e prata, mas na verdade aumenta o volume do comércio. "Por meio daquelas contas correntes cada comerciante pode, sem imprudência, manter um volume de negócios maior do que poderia de outro modo" (ibid., p. 283). Por isso, o comerciante com uma "conta corrente" (ou linha de crédito) pode seguramente manter reservas de segurança próximas de zero. "O comerciante em Edimburgo (...) não mantém nenhuma moeda desempregada para atender a essas demandas ocasionais. Quando estas são apresentadas, ele as satisfaz a partir de sua conta corrente com o banco, e gradualmente substitui a soma tomada emprestada por dinheiro que entra pelas vendas ocasionais de seus bens" (ibid., p. 284). Isso não significa que o volume de papel-moeda excederá o volume de ouro e prata que seria necessário para circular a mesma produção. "Caso o papel em circulação em algum momento exceda aquela soma, como o excesso não poderia nem ser enviado ao exterior nem ser empregado na circulação do país, deve imediatamente retornar aos bancos para ser trocado por ouro e prata" (ibid., p. 284).

Ocasionalmente, entretanto, bancos emitem papel-moeda em excesso. Isso pode ocorrer se o banco não exigir a tempo o pagamento de seus empréstimos; por exemplo, um banco poderia permitir a um cliente pagar sua dívida com uma letra de câmbio e não com moeda-mercadoria ou notas bancárias. Posteriormente, estas se tornariam muitas vezes notas "fictícias" sem nenhuma mercadoria circulando por trás delas.

O valor que foi realmente adiantado contra a primeira letra nunca retornou de fato aos bancos que o adiantaram; porque antes do vencimento de cada letra uma outra letra seria sempre emitida num montante maior (...) que a letra que estava para ser paga; e o desconto desta outra letra era essencialmente necessário contra o pagamento daquela que estava para vencer em breve. Este pagamento, portanto, seria inteiramente fictício. (Ibid., p. 295-296)

Este processo aumentaria os juros devidos (em razão dos descontos compostos sobre as letras apresentadas para pagamento) além da capacidade de pagar. Ademais, o excesso de notas emitidas aumentaria o refluxo, drenando reservas e forçando o banco a aumentar as reservas mantidas – que rendem



menos juros – reduzindo sua lucratividade. Assim, na maior parte dos casos as pressões do mercado assegurariam que haveria uma tendência a emitir o montante “correto” de papel – que seria equivalente à quantidade de ouro e prata requerida para a circulação –, porém maior do que o que teria circulado se o dinheiro em espécie fosse correntemente utilizado (porque o volume de comércio seria maior).

Até que o papel-moeda seja resgatado por ouro (ou prata), ele circula ao par com a moeda de ouro. “O que quer que seja comprado ou vendido com este papel, deve necessariamente ser comprado ou vendido tão barato quanto teria sido com ouro ou prata” (ibid., p. 308). Se o papel não for resgatável [por ouro], então deve circular com um desconto. Smith discutiu o caso em que o resgate seria incerto, ou requereria um prazo: “Tal papel-moeda, sem dúvida, cairia mais ou menos abaixo do valor do ouro e da prata, de acordo com a maior ou menor dificuldade ou incerteza de obter pagamento imediato; ou de acordo com o maior ou menor prazo no qual o pagamento fosse exigível”<sup>2</sup> (ibid., p. 309).

Como exemplo, Smith apresentou o caso das colônias americanas que tipicamente ofereciam conversão somente depois de uma espera de vários anos e não pagavam juros sobre o papel durante o período de espera. Além disso, essas colônias aprovaram leis sobre o dinheiro de curso forçado “para tornar seu papel de igual valor ao do ouro e prata, estabelecendo penalidades contra aqueles que estabelecessem qualquer diferença no preço de seus bens, quando os vendiam por um papel-moeda da colônia, e quando os vendiam por ouro e prata (...)” (ibid., p. 311). Smith considerava tal regulação como “tirânica” e ineficiente, pois o dinheiro das colônias cairia em relação à libra inglesa. Entretanto, ele também notou que a Pensilvânia “foi sempre mais moderada em suas emissões de papel-moeda do que qualquer outra de nossas colônias. Diz-se conseqüentemente que seu dinheiro de papel nunca caiu abaixo do valor do ouro e da prata que era corrente na colônia antes da primeira emissão de papel-moeda” (ibid., p. 311). Aqui há alguma ambigüidade, porque ele previamente não havia afirmado que a depreciação de uma moeda não conversível era uma função da quantidade da moeda emitida, mas agora ele pareceu afirmar que a emissão mais moderada da Pensilvânia evitava a depreciação.

No parágrafo seguinte ele parece ter resolvido o enigma. Se um papel-moeda cujo resgate é incerto (ou está sujeito a condições – como um período de espera) é aceito em pagamento de tributos, e se não é emitido em excesso relativamente à obrigação tributária, então ele pode não se depreciar relativamente à moeda em espécie.

Sendo o papel-moeda de cada colônia recebido no pagamento de tributos provinciais, pelo valor pleno pelo qual foi emitido, decorre necessariamente desse uso algum valor adicional além e acima do que ele teria tido em relação à distância real ou suposto prazo de vencimento de seu pagamento ou resgate. Este valor adicional seria maior ou menor à medida que a quantidade do papel emitida fosse maior ou menor que a que seria empregada no pagamento dos tributos da colônia que o emitiu. Ele era em todas as colônias muito acima do que poderia ser empregado dessa maneira. (Ibid., p. 312)

Portanto, a depreciação observada nas colônias ocorreu precisamente porque a emissão de notas estava bem acima do que era requerido em pagamento de tributos.

Um governo mais prudente poderia não apenas evitar a depreciação, mas até mesmo fazer com que o papel-moeda gerasse um prêmio sobre dinheiro em espécie!

Um príncipe, que decretasse que uma certa parcela de seus tributos seria paga em papel-moeda de certo tipo poderia, assim, dar um certo valor a seu papel-moeda, mesmo que o prazo de pagamento e resgate final dependessem da vontade do príncipe. Se o banco que emitiu este papel fosse cuidadoso para manter a quantidade dele sempre um pouco abaixo do que poderia ser facilmente empregado daquela maneira, a demanda por ele seria mesmo capaz de render um prêmio, ou ser aceito no mercado por algo mais que a quantidade de dinheiro de ouro ou prata pela qual foi emitido. (Ibid., p. 312)

Em síntese, um papel-moeda essencialmente não resgatável poderia de fato circular acima do par mesmo sob um padrão ouro se fosse legalmente exigido pelo Estado em pagamento de tributos, e se a quantidade emitida fosse mantida "um pouco abaixo do que poderia ser facilmente empregado dessa forma".<sup>3</sup> A chave, pois, não é realmente a possibilidade de resgate, nem são as "leis sobre dinheiro de curso forçado" que tentam "atribuir a seu papel valor igual ao do ouro e da prata"; ao contrário, é a aceitação do papel-moeda em pagamento de tributos e a restrição da emissão em relação à obrigação tributária total que dá valor ao papel-moeda. Essencialmente, Smith reconheceu que este papel-moeda não precisa ser dinheiro de curso forçado do governo, porque seu argumento estava baseado no reconhecimento de que o papel-moeda é uma exigibilidade do sistema bancário. Tudo o que importa é que o Estado aceite essas letras de câmbio em pagamento de tributos, caso em que circulariam ao par, ou mesmo com um prêmio, relativo à moeda em espécie. Note-se também que este é o real motivo pelo qual "papel" permanece no país, enquanto "dinheiro em espécie" pode ir para o exterior. Se há padrão ouro ou prata no exterior, a moeda em espécie será sempre aceita fora do país, desde que possa ser "monetizada" e aceita em pagamento de tributos no país estrangeiro. Por outro lado, papel-moeda é denominado somente na

unidade doméstica de conta e não pode ser "monetizado" ou aceito para pagamentos de tributos no exterior.

Finalmente, embora Smith não o tenha reconhecido explicitamente, o pagamento de tributos é uma forma de refluxo que remove papel-moeda (e moeda em espécie) de circulação, assim como o dinheiro bancário (notas ou depósitos) refluí quando notas e cheques são apresentados para pagamento ou compensação. Não é de fato a conversibilidade, mas antes o refluxo que remove papel-moeda "não desejado".

Na próxima seção, examinaremos a teoria monetária mais geral de Knapp, que é consistente com, mas expande significativamente, as observações de Smith.

### KNAPP E A TEORIA ESTATAL DA MOEDA

George Friedrich Knapp expôs uma teoria estatal da moeda similar, mas muito mais geral do que o que é hoje conhecido como a abordagem cartalista. Esta abordagem é oposta à visão metalista, de acordo com a qual o valor da moeda deriva do valor do padrão metálico adotado (por exemplo, ouro ou prata). Mais geralmente, de acordo com Knapp, os metalistas tentam "deduzir" o sistema monetário "sem a idéia de um Estado". Isso, acredita ele, é "absurdo", porque "a moeda de um estado" é aquela que é "aceita nos guichês de pagamento públicos" (Knapp, [1924] 1973, p. vii-viii; ver também Goodhart, 1989). É pois impossível separar a teoria monetária da teoria do Estado. A exposição de Knapp é extremamente complexa e exigiu a criação de um esquema classificatório com centenas de termos. Tentaremos apresentar um resumo simples; em alguma medida teremos de parafrasear mais do que usar citações extensivas, porque, de outra forma, teríamos de definir os numerosos termos que ele cunhou.

De acordo com Knapp, dívidas são expressas numa unidade de valor, "unidade em que o montante do pagamento é expresso" (*ibid.*, p. 8), e saldadas com meios de pagamento, "uma coisa móvel que tem a propriedade legal de ser o portador das unidades de valor" (*ibid.*, p. 7). O que, então, determina que coisas poderão atuar como meio de pagamento para saldar dívidas? Knapp observou que meios de pagamento são ocasionalmente trocados; às vezes um tipo de material (por exemplo, ouro pesado ou cunhado) foi aceito, mas "subitamente" outro (por exemplo, prata pesada ou cunhada) toma seu lugar. Portanto, embora os meios de pagamento possam ser um material definido, ele não é limitado a qualquer material em particular, porque pode ser trocado (*ibid.*, p. 8-25). "Anuncia-se que uma peça de tal e qual descrição

será válida como tantas unidades de valor" (ibid. p. 30). "A validade pelo anúncio não se limita a qualquer material. Pode ocorrer com o mais precioso ou os mais inferiores metais..." (ibid. p. 30). A idéia fundamental foi o reconhecimento de que estas transições sempre exigem que o Estado anuncie uma taxa de conversão (isto é, tantas onças de ouro por tantas onças de prata). As dívidas sempre eram nominais e nunca eram efetivamente "metálicas": todas as dívidas são convertidas ao novo metal, o que prova que todas as unidades de conta devem ser nominais. Daí o conceito de teoria cartalista, ou mais especificamente teoria estatal da moeda, uma vez que o anúncio é feito pelo Estado.

Knapp examinou a transição do uso de pesos de ouro, passando por moedas cunhadas cujo peso determinava o valor e por moedas cunhadas aceitas pelo valor de face, até finalmente chegar ao papel-moeda; ele descobriu que o Estado desempenhou o papel principal na maior parte dessa transformação – mas omitiremos essa evolução histórica. Começaremos com o sistema moderno, no qual a moeda *cartal* se desenvolveu.

Quando deixamos nossos casacos na chapalaria do teatro, recebemos um disco de lata de um dado tamanho exibindo um sinal, talvez um número. Não há nada mais nele, mas este bilhete ou ficha tem um significado legal: é uma prova de que eu tenho o direito de pedir de volta o meu casaco. Quando enviamos cartas, afixamos um selo ou uma etiqueta que prova que obtivemos pelo pagamento da postagem o direito de ter a carta entregue. O "bilhete" é pois uma boa expressão (...) para um objeto móvel, moldado, e marcado, ao qual uma ordenação legal confere um uso independente de seu material. Nossos meios de pagamento, portanto, sejam moedas ou ordens de pagamento, possuem as qualidades acima nomeadas: são fichas de pagamento, ou bilhetes usados como meios de pagamento (...) Talvez a palavra latina *Charta* possa ter o sentido de bilhete ou ficha, e nós podemos formar um adjetivo novo mas inteligível – "Cartal". Nossos meios de pagamento têm esta forma simbólica, ou cartal. Entre os povos civilizados, nos nossos dias, pagamentos podem ser feitos somente com bilhetes de pagamento ou peças cartais. (Knapp, [1924] 1973, p. 31-32)

Note-se que assim como o disco de lata emitido pela chapalaria, o material usado para manufaturar as peças cartais é inteiramente irrelevante – pode ser ouro, prata ou metal comum; pode ser papel.

É impossível, portanto, falar das peças em si mesmas se são cartais ou não. Isto é evidente no caso de ordens de pagamento. Em relação às moedas, devemos sempre recorrer às leis e estatutos que podem por si mesmos prestar informações (...) se as peças ganham sua validade através de anúncios, são cartais. (ibid., p. 34-35)

Finalmente, "dinheiro sempre significa um meio de pagamento cartal. Todos os meios de pagamento são chamados dinheiro. A definição de dinheiro é doravante um meio de pagamento cartal" (ibid., p. 34-36).

O cartalismo é frequentemente identificado com a proposição de que os de curso forçado determinam o que deve ser aceito como meio de pagamento. Entretanto, a análise de Knapp foi mais longe.

Se já declaramos no início que o dinheiro é criado por lei, isso não deve ser interpretado no sentido estreito de que é criado pela jurisprudência, mas no sentido mais amplo de que é criado pela atividade legislativa do Estado, criado pela política legislativa. (Ibid., p. 40)

E qual é a natureza dessa "atividade legislativa" que determina que o dinheiro cartalista será aceito dentro da jurisdição do Estado?

O que faz parte do sistema monetário do Estado e o que não faz? Não devemos tornar nossa definição muito estreita. O critério não pode ser que a moeda é emitida pelo Estado, porque isso excluiria modalidades de moeda que são da mais alta importância; eu me refiro às notas bancárias: elas não são emitidas pelo Estado, mas fazem parte do seu sistema monetário. Nem pode a moeda de curso legal ser tomada como critério, porque em sistemas monetários há freqüentes modalidades de dinheiro que não são de curso legal (...) Ficamos mais perto dos fatos se tomamos como nosso critério que o dinheiro seja aceito nos pagamentos feitos aos guichês do Estado. Então todos os meios pelos quais um pagamento pode ser feito ao Estado fazem parte do sistema monetário. Nessa base não é a emissão, mas a aceitação, como a chamamos, que é decisiva. A aceitação estatal delimita o sistema monetário. Pela expressão "aceitação estatal" entenda-se somente a aceitação nos guichês de pagamento do Estado onde o Estado é o receptor. (Ibid., p. 95)

Assim, é a decisão do Estado de aceitar nos guichês de pagamento estatais, e não leis de curso forçado, que cria uma moeda cartal.

De acordo com Knapp, pagamentos "cênicos", ou aqueles que envolvem o Estado, são decisivos; estes tomam a forma de (1) "pagamentos ao Estado ao receptor; a estes chamaremos epicênicos", ou (2) "pagamentos feitos ao Estado, e a estes chamaremos apocênicos" (ibid. p. 96-97). Por outro lado, os pagamentos entre pessoas privadas ("paracênicos") "não são tão importantes como geralmente se supõe, porque eles, em sua maior parte, para dizer, regulam a si mesmos" (ibid., p. 96). Na verdade, as ações do Estado têm um importante papel na determinação do que servirá como meio de pagamento ("paracêntrico") em transações privadas.

No sistema monetário de um Estado deve haver uma modalidade que é definitiva, em oposição ao dinheiro provisório (convertível) (...) O dinheiro é definitivo quando se faz o pagamento nele, o negócio fica completamente concluído (...) O pagador não possui mais nenhuma obrigação, o receptor não tem mais nenhum direito contra o pagador ou contra o Estado, se foi o Estado que emitiu o dinheiro (...) (ibid., p. 102)

Esta modalidade de dinheiro definitivo que está sempre pronto e pode ser empregado para pagamentos apocêntricos [pagamentos feitos pelo Estado] (...) nós chamamos *valuta*; todas as outras formas de dinheiro (...) chamamos *aces-sórias*. (Ibid., p. 105)

O dinheiro definitivo é o que o Estado afirma que irá aceitar nos gui-chês de pagamento, enquanto o dinheiro valuta é um componente do dinheiro definitivo, principalmente aquele que ele fornecerá em pagamento.<sup>4</sup>

Na Alemanha nossas peças de ouro eram valuta, não porque fossem feitas de ouro (...) mas somente porque o Estado, quando fazia um pagamento, estava, em última instância, decidido a pagar em peças de ouro e a recusar comple-tamente quaisquer outros meios de pagamento que o receptor desejasse, se achasse que isso era de todo inconveniente. (Ibid., p. 107)

Entretanto, uma vez tendo o Estado decidido declarar um tipo de moe-da como valuta, aquele tipo se transformaria em moeda "decisiva" usada nas transações privadas.

Assim, se por necessidade política o Estado anuncia que doravante pagará em notas do Estado, ele deve, com base na lei, permitir igualmente que notas do Estado possam ser usadas para outros pagamentos (...) A consequência é que, numa disputa legal, o meio de pagamento que o credor é compelido a aceitar é sempre o que o Estado pôs na posição de valuta (...) Excluídos os acordos ami-gáveis, todos os pagamentos devem ser feitos em moeda valuta. (Ibid., p. 110)

Portanto, não é simplesmente uma lei de "curso legal" que torna as no-tas do estado aceitáveis em transações privadas, mas o fato de que o Estado primeiro decide o que usará ou aceitará como moeda em suas próprias tran-sações, e que isso deve ser aceitável como meio de compensação de dívidas pri-vadas. "As leis não decidem o que será moeda valuta, elas apenas expressam uma esperança piedosa, porque não têm poder contra seu criador, o Estado (...)" (ibid., 111).

Knapp estendeu sua análise para incluir moeda bancária. "O banco emite notas e as oferece em pagamento a seus clientes. Emissão de notas não é um negócio especial (...) mas um modo especial como o banco se esforça para fazer seus pagamentos (...) Ele tenta pagar em suas próprias notas em lugar da moeda emitida pelo Estado, porque, então, com capital comparativamente pequeno, ele pode obter maiores lucros que de outra forma" (ibid., p. 131). A aceitabilidade das letras de câmbio nas transações privadas não é (como co-mumente se acredita) resultado da promessa do banco de convertê-las em espécie. Em outras palavras, moeda bancária não derivou seu valor das reservas de ouro ou de moedas em espécie, ou mesmo de moeda valuta, nas quais ele prometia resgate. "Uma letra de câmbio é um documento cartal que especi-fica uma soma de moeda valuta; e o banco, ao emití-la, está comprometido

por lei a aceitá-la para um pagamento daquele montante" (ibid., p. 134). É irrelevante se as letras de câmbio são conversíveis. "Uma letra bancária inconvertível, portanto, não é uma nulidade, mas tem em comum com as letras de câmbio conversíveis o fato de que é uma garantia firme do banco" (ibid.). O importante é que a nota "é uma garantia de caixa privada disponível para pagamentos ao banco (...) mas claramente os clientes do banco podem usá-la para pagamentos entre si, na medida em que estão seguros de que será aceita pelo banco. Estes clientes e o banco formam, como se diz, uma comunidade de pagamento privada; a comunidade de pagamento pública é o Estado" (ibid.).

Knapp vai mais longe que Smith no seu reconhecimento de que notas bancárias não derivam seu valor das reservas (seja ouro ou moeda fiduciária do governo) mantidas para conversão, mas, antes, de seu uso na "comunidade privada de pagamento" e na "comunidade pública de pagamento"; isso, em troca, é uma função da "aceitação" pelo banco e pelos guichês de pagamento públicos. Dentro da "comunidade privada de pagamento" (ou "giro"), moeda bancária é a principal moeda usada nos pagamentos; entretanto, pagamentos na "comunidade pública de pagamento" requerem moeda estatal. Isso pode incluir moeda bancária, mas note-se que geralmente a entrega de moeda bancária para o Estado não é final, ou definitiva, porque o Estado a apresentará aos bancos para "resgate" (por reservas valuta). Moeda bancária, quando usada na comunidade pública de pagamento, não é "definitiva", a menos que o estado também a use em suas próprias compras.

O que faz das notas bancárias moeda estatal? "Letras de câmbio não são automaticamente moeda do Estado, mas elas passam a sê-lo tão logo o Estado anuncia que as receberá em pagamentos epicêntricos [pagamentos ao Estado]" (Knapp, [1924] 1973, p. 135). Se o Estado aceita notas como forma de pagamento, as notas de banco tornam-se então "acessórias", e os negócios dos bancos crescerão, "pois agora todos aceitarão de bom grado suas notas bancárias, na medida em que todos os habitantes do Estado terão oportunidade de fazer pagamentos epicêntricos (por exemplo, para impostos)" (ibid. p. 137). As notas de banco tornam-se, assim, moeda "valuta" se o Estado der o próximo passo e fizer "pagamentos apocêntricos [pagamentos pelo Estado] em letras de câmbio" (ibid., p. 138). Entretanto, os Estados muitas vezes exigiram que os bancos tornassem suas notas conversíveis em moeda emitida pelo Estado: esta foi "uma das medidas por meio das quais o Estado assegurou uma posição superior ao dinheiro que ele próprio emite" (ibid., p. 140), e assim manteve as letras de câmbio no papel de moeda acessória (em vez de permitir-lhes tornar-se moeda valuta). Se o Estado aceita notas bancárias co-

mo pagamento, mas não faz pagamentos nessas letras de câmbio, as notas serão resgatadas – levando a uma drenagem de “reservas” de moeda valuta (na verdade, governos e bancos centrais usavam resgate ou ameaça de resgate para “disciplinar” os bancos).

Em tempos de dificuldades (freqüentemente durante guerras que exigiam financiamento provido por bancos), entretanto, governos poderiam baixar leis que acabavam com a conversibilidade, anunciar que o Estado faria doravante pagamentos em termos de notas bancárias, e desse modo declarar que as letras de câmbio eram moeda valuta (ibid., p. 143). Usualmente, isso se aplicava a um único banco – aquele que se tornou o banco central. Através da ação do Estado, então, papel-moeda pode tornar-se moeda valuta. “Inicialmente, as notas de banco e as notas do Tesouro são empregadas somente como moeda acessória (...) A hora dramática chega quando o Estado anuncia que não pode mais pagar na moeda que era até então valuta [digamos, ouro cunhado] e que aquelas garantias em si mesmas são agora valuta”<sup>5</sup> (ibid., p. 196).

Quando se chega a esse ponto, tem-se um papel-moeda cartalista, não conversível, como ocorre hoje em dia em todos os países desenvolvidos. Naturalmente, esse desenvolvimento derradeiro ocorreu quase três quartos de século depois que o livro de Knapp foi publicado pela primeira vez (1905). Entretanto, ele havia reconhecido que a moeda de um Estado não derivava seu valor do metal, e, na verdade, que nenhum metal era necessário internamente. Ele argumentou, por outro lado, que na esfera internacional “dispensar totalmente dinheiro em espécie só seria possível para federações muito grandes de Estados, [e, por essa razão, é] provavelmente impraticável. Para o comércio exterior, a moeda em espécie é ainda necessária” (ibid., p. xv), ponto de vista semelhante ao exposto por Smith. No interior de um Estado, entretanto, o dinheiro em espécie não é necessário, porque a “moeda estatal pode ser reconhecida pelo fato de ser aceita em pagamento pelo Estado”; como disse Keynes (ver abaixo), o Estado não apenas obriga a usar o dicionário (leis de curso legal) como também o escreve (decide o que deve ser aceito como dinheiro).<sup>6</sup>

Pode-se ver que a análise de Knapp é consistente com a de Smith. A maior parte do papel-moeda (atualmente depósitos, em sua maioria) é emitida privadamente e deriva sua demanda não de uma promessa de resgate, mas sobretudo da aceitação pelo Estado nos seus guichês de pagamento. Knapp vai mais longe ao argumentar que o Estado eventualmente chega à conclusão (em geral durante uma crise) de que também pode fazer pagamentos naquilo que promete aceitar. Uma vez livre da conversibilidade interna em um padrão metálico, o dispêndio do Estado internamente não será mais limitado pela



quantidade de metal disponível. O abandono do padrão metálico internacionalmente poderia eliminar restrições metálicas nos países. O Estado então moveu-se para um sistema de papel-moeda interno, fazendo seus pagamentos apocêntricos em notas do banco central e aceitando pagamentos epicêntricos em notas de bancos privados (hoje, depósitos) que teriam de ser resgatadas (hoje, compensadas) por notas valuta do banco central (hoje, reservas). Metais preciosos eram então usados apenas para propósitos internacionais, até que os Estados Unidos finalmente abandonaram totalmente o padrão ouro no início dos anos 1970.

### O TRATADO SOBRE A MOEDA, DE KEYNES

Enquanto a *Teoria Geral* de Keynes apresentou a teoria da demanda efetiva agregada, atualmente identificada como "teoria keynesiana", seu anterior *Tratado sobre a Moeda* proporcionou um tratamento mais detalhado da sua teoria monetária. O primeiro volume desse livro apresenta definições de moeda que seriam usadas em sua análise; um breve exame delas proporciona algum entendimento da visão de moeda adotada por Keynes.

De acordo com Keynes, a "moeda-de-conta" é o "principal conceito" de uma teoria monetária; o dinheiro de conta "surge junto com as dívidas, que são contratos para pagamento diferido, e as listas-de-preços, que são ofertas de contratos para compra e venda" (Keynes, 1930, p. 3). Por sua vez, "o próprio dinheiro, principalmente aquele com o qual são liquidados os contratos de dívida e os contratos de preço, no qual é mantido um estoque de poder de compra geral, deriva sua natureza das suas relações com a moeda-de-conta, desde que dívidas e preços tenham sido primeiro expressos em termos desta última" (ibid.). Mais adiante, esclarece a distinção entre dinheiro e moeda-de-conta: "a moeda-de-conta é a descrição ou denominação e o dinheiro é aquilo que corresponde à descrição" (ibid., p. 3-4).

De acordo com Knapp, Keynes argumenta que o Estado tanto determina o que serve como moeda-de-conta quanto estabelece "a coisa" que será aceita como dinheiro.

O Estado, portanto, atua, em primeiro lugar, como a autoridade legal que obriga ao pagamento da coisa que corresponde ao nome ou descrição nos contratos. Mas atua uma segunda vez quando, além disso, invoca o direito de determinar e declarar que coisa corresponde ao nome, e mudar sua declaração de tempos em tempos — quando, por assim dizer, ele invoca o direito de reeditar o dicionário. Este direito é invocado por todos os Estados modernos e vem sendo invocado há quatro mil anos pelo menos. (Ibid., p. 4)

A "Era da Moeda Cartalista ou Estatal" foi atingida quando o Estado "invocou o direito não apenas de impor o dicionário, mas também de escrever

o dicionário" (ibid., p. 5). Enfatizemos que Keynes acreditava que a "Era do Dinheiro Estatal" começou "pelo menos" há quatro mil anos, ou seja, a teoria estatal da moeda certamente poderia aplicar-se a todas as economias "modernas", incluindo aquelas que viveram sob o padrão ouro no século XIX – mesmo uma moeda-mercadoria baseada no ouro é moeda estatal.

Dívida emitida privadamente – tal como a emitida por bancos – pode ser aceita em liquidação de transações mesmo se não é declarada moeda pelo governo; ela pode circular "lado a lado" com a "moeda estatal" (ibid., p. 6). Entretanto, o Estado pode "usar sua prerrogativa cartalista para declarar que a dívida [bancária] em si mesma é um meio aceitável de liquidação de obrigações" (ibid.). Moeda bancária torna-se então uma "moeda representativa" (ibid.). "Ao custo de não concordar inteiramente com o uso corrente, proponho incluir como moeda estatal não apenas a moeda que é por si mesma de curso legal compulsório mas também moeda que o Estado ou o banco central comprometem-se a aceitar em pagamento a eles ou a trocar por moeda de curso legal compulsória" (ibid.). Numa nota de rodapé nesta passagem, ele acrescenta: "Knapp aceita como 'moeda' – exatamente como penso – qualquer coisa que o Estado se compromete a aceitar em seus guichês de pagamento, seja ou não declarada de curso legal entre os cidadãos" (ibid. p. 6-7). Portanto, como Knapp, a análise de Keynes vai além das leis de curso forçado para identificar a "aceitação" pelo Estado como a chave para determinar o que servirá como moeda.

Finalmente, moeda estatal deve tomar uma de três formas: "*moeda-mercadoria, moeda fiduciária e moeda administrada*, sendo as duas últimas subespécies de *moeda representativa* (ibid., p. 7). Moeda-mercadoria é definida como "unidades reais de uma determinada mercadoria, não monopolizada, e que pode ser livremente obtida, que foi escolhida para finalidades familiares de moeda", ou "certificados de depósitos de unidades realmente existentes daquela mercadoria" (ibid.). Moeda fiduciária é uma moeda representativa "que é criada e emitida pelo Estado, mas não é conversível por lei em nada além dela própria, e não tem valor fixo em termos de um padrão objetivo" (ibid.). É diferente da moeda administrada, que "é semelhante ao dinheiro de curso forçado, a não ser pelo fato de que o Estado se encarrega de administrar as condições de sua emissão de uma forma que, pela conversibilidade ou de outro modo, ela terá um valor determinado em termos de um padrão objetivo"<sup>7</sup> (ibid., p. 8)

Moeda administrada é, de acordo com Keynes, a forma mais generalizada de dinheiro, que pode, "por um lado, degenerar-se em moeda-mercadoria, quando a autoridade administrativa estabelece como contrapartida cem por

cento do padrão objetivo, tornando-a efetivamente um certificado de depósito, e, por outro lado, em dinheiro de curso forçado, quando perde seu padrão objetivo" (ibid.). Em outras palavras, uma moeda de ouro plena – digamos, uma onça – avaliada em uma unidade monetária poderia ser qualificada como moeda-mercadoria, ao passo que uma nota de papel conversível em ouro contra a qual se mantém uma reserva fracionária de ouro poderia se qualificar como moeda administrada – mesmo se a taxa de conversão é uma unidade monetária por onça de ouro. Portanto, um sistema de padrão ouro pode ser operado seja como moeda-mercadoria, seja como moeda administrada. Por outro lado, uma moeda representativa pode tomar a forma seja de moeda administrada (uma nota de papel conversível à vista em ouro, ou mesmo em moeda estrangeira – por exemplo, em um sistema de caixa de conversão), seja de uma moeda fiduciária (sem obrigação de conversão a uma taxa de câmbio fixa em metais preciosos ou moeda estrangeira). Note-se que Keynes argumentou que mesmo um padrão ouro, seja um sistema de moeda-mercadoria, seja um sistema de moeda administrada, opera como um sistema de moeda estatal. Em qualquer caso, o Estado sempre pode "reescrever o dicionário", por exemplo, adotando um padrão prata e uma taxa de conversão (digamos, uma onça de ouro por quatro onças de prata).

Moeda estatal pode ser mantida por bancos, pelo banco central e pelo público.

A moeda estatal mantida pelo banco central constitui as "reservas" que sustentam contra seus depósitos. Podemos denominar estes depósitos de moeda do Banco Central. É conveniente assumir que toda moeda do Banco Central é detida pelos Bancos Membros – à medida que pode ser detida pelo público, ela pode ser no mesmo passo moeda Estatal ou moeda dos Bancos Membros, conforme as circunstâncias. Esta moeda do Banco Central mais a moeda estatal mantida pelos Bancos Membros compõem as reservas dos Bancos Membros, com as quais eles, por sua vez, sustentam seus depósitos. Estes depósitos constituem a moeda dos Bancos Membros nas mãos do público, e compõem, junto com a moeda Estatal (e a Moeda do Banco Central, se houver) detida pelo público, o agregado da moeda circulante. (Keynes, 1930, p. 9-10)

Quaisquer pagamentos ao Estado usando "moeda dos Bancos Membros" levarão os Bancos Membros a perder "moeda do Banco Central" ou "moeda Estatal detida pelos Bancos Membros" – isto é, reservas.

Como examinaremos com mais detalhe no Capítulo 5, e como Knapp reconheceu, "moeda de Bancos Membros" é a principal "coisa" que corresponde

---

\* No original, *currency board system*.

à “descrição” – dinheiro – usada em transações privadas (ou no interior da “comunidade privada de pagamento”). Quando aceita em pagamento de tributos, é também usada na “comunidade de pagamento pública” – mas isso não é moeda “definitiva” ou valuta na perspectiva de Bancos Membros porque eles devem se desfazer de reservas (principalmente “moeda do Banco Central”) sempre que tributos são pagos com “moeda de Bancos Membros”.

Em resumo, com a evolução do Estado moderno, o dinheiro de conta (“a descrição”) é escolhido pelo Estado, que é livre para escolher o que qualificará como moeda (“a coisa” que corresponde à descrição). Isso vai além das leis de curso legal – que estabelecem o que pode legalmente liquidar contratos – para incluir o que o Estado aceita em pagamento nos seus “guichês de pagamento”. O Estado é livre para escolher um sistema baseado em moeda-mercadoria, moeda fiduciária ou moeda administrada. Mesmo que escolha um sistema estrito de mercadoria, o valor da moeda não deriva da mercadoria aceita como moeda, “porque o Cartalismo começa quando o Estado indica o padrão objetivo que corresponderá à moeda-de-conta” (ibid., p. 11). “Moeda é a medida de valor, mas considerá-la como tendo valor em si é uma reliquia da visão de que o valor da moeda é regulado pelo valor da substância de que é feita, e é como confundir um bilhete de teatro com a *performance*” (Keynes, 1983, p. 402). Uma vez que se reconheça que o Estado pode “escrever o dicionário”, torna-se óbvio que o valor nominal de uma moeda-mercadoria (ou administrada) não pode ser derivado do valor do “padrão objetivo”; é então um pequeno passo para uma “moeda fiduciária” sem “padrão objetivo”, porque, em todos os três casos, o Estado determina o valor nominal da moeda. Isto é feito quando o Estado estabelece o que aceitará nos guichês de pagamento públicos, tanto quanto o valor nominal da coisa aceita.

### CONTRIBUIÇÕES RECENTES À TRADIÇÃO CARTALISTA

Em anos recentes, muitos teóricos contribuíram para o desenvolvimento de uma abordagem de “moeda endógena” que está relacionada em muitos aspectos com a posição cartalista e com a visão apresentada neste livro.<sup>8</sup> Há dois preceitos fundamentais da visão de moeda endógena: (1) a “oferta” de moeda geralmente se expande para atender à “demanda” de moeda; e (2) o banco central não tem controle direto, discricionário, sobre a quantidade de moeda. Em alguma extensão, todos os economistas examinados aqui, assim como a maioria dos economistas até o século XX, ao menos implicitamente adotaram uma abordagem de moeda endógena. É apenas nesse século que a maioria dos economistas acabou por aceitar a visão de moeda “exógena” segundo a qual o banco central pode controlar diretamente a quantidade de

moeda, e o estoque monetário pode ser assumido como "fixo" de tal forma que não corresponde à "demanda por moeda". Nesta seção, examinamos apenas brevemente contribuições diretamente relacionadas com os argumentos apresentados acima. No Capítulo 5, mostraremos que ambas as visões, a "exógena" e a "endógena", podem contribuir para nossa compreensão do processo de oferta de moeda, mas que em alguma medida o debate entre os dois campos não passou de um mal-entendido, pois cada lado examinou partes diferentes daquele processo.

A visão de que a "oferta" de moeda se expande para atender à "demanda" pode ser recuada pelo menos até a "Banking School" no início do século XIX (senão até Adam Smith, como discutido acima), não obstante a terminologia não fosse usada (Wray, 1990). A "Banking School" acreditava que as notas de banco são emitidas para atender às necessidades do comércio (essencialmente um argumento de "bilhetes reais"), que as notas bancárias nunca poderiam ser excessivas na medida em que fossem resgatáveis à vista, e, portanto, que nenhuma outra restrição à emissão seria necessária. Os seus oponentes contemporâneos, a Currency School<sup>9</sup>, queriam regular estritamente a quantidade de notas emitidas de tal forma que se igualasse a quantidade de moeda em espécie – essencialmente, uma base de reservas de 100% – para fazer o sistema operar como se toda a circulação se realizasse à base de moeda plena ("moeda-mercadoria" de Keynes, sendo a moeda não mais que um recibo de depósito por dinheiro em espécie). Eles pensavam que isto domesticaria ou eliminaria o ciclo econômico, que acreditavam ser causado pela emissão excessiva de notas. Em contraste, a "Banking School" concluiu que a emissão de notas bancárias privadas nunca seria excessiva, enquanto as notas fossem conversíveis, porque refluiriam aos bancos (uma posição totalmente semelhante à de Smith, examinada acima); entretanto, uma moeda fiduciária não conversível (governamental) poderia ser excessiva porque não refluiria.<sup>9</sup>

Outros depois dessa controvérsia similarmente defenderam a visão da "Banking School" de que a oferta de crédito se expande mais ou menos no compasso das necessidades do comércio. Marx, por exemplo, argumentou que, durante uma fase expansionista, crédito substitui moeda, funcionando como o principal meio de troca e permitindo que o volume de transações cresça. Numa crise, entretanto, "quase-moeda" (moeda "definitiva" de Knapp) só é desejada quando funciona principalmente como meio de pagamento para quitar dívidas (e pagar tributos), mais do que como um meio de troca.

\* Antecessora da atual Escola Monetarista. (N. do T.)

Em crise, “a circulação de notas [de banco] como um meio de compra é decrescente”, muito embora “sua circulação como meio de pagamento possa aumentar” (Marx, 1909, p. 542). “Não é de nenhum modo a forte demanda por empréstimos (...) que distingue o período de depressão daquele de prosperidade, mas a facilidade com que essa demanda é satisfeita em períodos de prosperidade, e as dificuldades que encontra depois que uma depressão se tornou um fato” (ibid., p. 532). Em outras palavras, os bancos, na fase de expansão, adiantam empréstimos prontamente (criando “moeda de bancos membros”), mas se recusam a conceder crédito quando o ciclo se reverte.

Como discutido acima, Keynes também reconheceu que os bancos podem normalmente ampliar os empréstimos para financiar um aumento do dispêndio.<sup>10</sup> Muitos de seus seguidores defenderam mais tarde posições semelhantes. Isso foi desenvolvido por Kaldor (1985) no que se tornou conhecido como a abordagem “horizontalista” da moeda endógena (Moore, 1988). Uma trajetória semelhante, mas essencialmente independente, levou à moderna abordagem circuitista. Antes de Keynes, Schumpeter tinha desenvolvido uma visão de bancos dinâmicos e inovadores, na qual a expansão de crédito era a chave que permitia aos empreendedores financiar as inovações. Na verdade, o crédito era visto essencialmente como “criação de poder de compra [pelos bancos] com a finalidade de transferi-lo ao empreendedor” (Schumpeter, 1934, p. 107). Aprofundando os pontos de vista de Schumpeter, a abordagem circuitista da moeda chegou às mesmas conclusões que a abordagem “horizontalista” da moeda endógena.<sup>11</sup>

O que é importante observar é que se a oferta de moeda atende à demanda, isso significa que a “quantidade de moeda” não é “exógena” no sentido de ser determinada seja através de política monetária (tal como o controle do banco central sobre as reservas dos bancos) seja pela quantidade de reservas de metal precioso (como sob um sistema de “moeda-mercadoria ou de “moeda administrada”).<sup>12</sup> Embora o Estado defina a moeda, ele não controla a quantidade. O Estado é apto para controlar sua emissão inicial de dinheiro, mas isso é feito mais através da política fiscal que através da política monetária. Isto é, a quantidade de moeda criada é determinada pelas compras do Estado (incluindo bens, serviços e ativos adquiridos pelo Tesouro e o banco central); parte dessa moeda será então removida de circulação na medida em que os tributos sejam pagos. O resto termina na forma de encaixes desejados, ou flui para os bancos para ser acumulado como reservas bancárias. A política monetária então drena o excesso de reservas, removendo-as das contas dos Bancos Membros e substituindo-as por títulos comprados voluntariamente. Como Boulding (1950) argumentou, a política fiscal tem mais a ver com a quantidade de moeda emitida pelo governo, enquanto a política monetária tem a

ver com regulação dos mercados financeiros (principalmente, com a determinação das taxas de juros de curto prazo).

Hyman Minsky apresentou uma visão de moeda que era baseada na abordagem cartalista.<sup>13</sup> Sua abordagem enfatizou a “endogeneidade” da moeda, isto é, a visão de que moeda é criada durante processos normais importantes de uma economia capitalista – e não é criada e jogada por helicópteros (como na famosa história da moeda hexógena, de helicóptero, de Milton Friedman). Em sua maior parte, a moeda bancária é criada quando os bancos concedem empréstimos.

A moeda é única no sentido de que é criada no ato de financiamento por um banco e é destruída quando os compromissos sobre os instrumentos de dívida possuídos pelos bancos são cumpridos. Porque moeda é criada e destruída no curso normal de negócios, o montante em circulação responde à demanda por financiamento. (Minsky, 1986, p. 249)

Um “empréstimo” nada mais é que um compromisso assumido por um banco de realizar pagamentos “agora” na base de uma promessa do tomador de “pagar mais tarde”. “Empréstimos representam pagamentos que o banco faz a homens de negócio, chefes de família e governos em troca de sua promessa de fazer pagamentos ao banco em alguma data futura”<sup>14</sup> (ibid., p. 230).

Tudo isso ocorre nos registros contábeis dos bancos; a “moeda” que é criada por um banco nada mais é que um crédito no balancete de outro banco.<sup>15</sup> De acordo com Minsky, existe uma pirâmide de exigibilidades com o banco central no topo. As exigibilidades dos bancos são convertíveis, à vista, em exigibilidades do banco central, que são usadas para compensação interbancária (assim como para conversão das exigibilidades dos bancos em “encaixe” mantido pelo público, resultando numa drenagem líquida de reservas).

Os pagamentos que os bancos fazem são para outros bancos, embora sejam simultaneamente debitados da conta do cliente. No banco receptor, os pagamentos são creditados numa conta do depositante.

Para os bancos membros do Sistema da Reserva Federal, os pagamentos interbancários levam a depósitos que se transferem da conta de um banco para a conta de outros bancos da Reserva Federal. Para bancos não membros, intervém outro banco – chamado um correspondente – de tal forma que as transferências nos bancos da Reserva Federal são para as contas de correspondentes. (Minsky, 1986, p. 230-231)

Os “pagamentos”, portanto, entre bancos ocorrem nos registros contábeis do FED na medida em que os bancos usam “moeda do FED” (reservas) para compensar débitos líquidos de suas contas. “Enquanto o público usa depósitos

bancários como moeda, bancos usam depósitos no Federal Reserve como moeda. Isto é a propriedade hierárquica fundamental de nosso sistema monetário e bancário" (ibid., p. 231). Isto é, naturalmente, o mesmo arranjo hierárquico observado por Knapp (em suas comunidades de pagamento públicas e privadas) e por Keynes (ponto ao qual retornaremos no Capítulo 5).

Num argumento muito semelhante à visão cartalista de Knapp, Minsky explicou que as pessoas aceitam moeda bancária em parte porque podem usá-la para cumprir seus próprios compromissos com os bancos. "Depósitos à vista têm valor de troca porque uma multidão de devedores aos bancos tem dívidas pendentes que reclamam o pagamento de depósitos à vista aos bancos. Estes devedores trabalharão e venderão bens ou instrumentos financeiros para conseguir depósitos à vista" (ibid.).

Em outras palavras, de acordo com Minsky, moeda bancária tem valor (nominal) precisamente porque pode ser usada para quitar dívidas com os bancos – é, por assim dizer, aceita nos "guichês de pagamento dos bancos". O "tomador" quita seu compromisso com o banco entregando exigibilidades bancárias para a data futura, e a necessidade de exigibilidades bancárias para quitar suas próprias exigibilidades com os bancos leva-o a aceitar exigibilidades bancárias em pagamento por bens e serviços fornecidos. Mais do que destacar a moeda como meio de troca, destaca-se a moeda como meio de pagamento – para quitar exigibilidades.

Isso levou Minsk de volta às observações de Smith/Knapp, de que são os tributos que dão valor à moeda emitida pelo governo.<sup>16</sup>

Numa economia onde a dívida do governo é um ativo importante nos registros contábeis dos bancos de depósito e emissão, o fato de que tributos devem ser pagos dá valor à moeda da economia (...) A necessidade de pagar tributos significa que as pessoas trabalham e produzem para obter aquilo com que podem pagar os tributos. (Ibid.)

E mesmo que muitos tributos sejam correntemente pagos usando moeda bancária, devido ao arranjo hierárquico, Keynes e Minsky enfatizam que os bancos podem fazer estes pagamentos ao governo somente usando moeda do banco central, isto é, perdendo reservas.

Retornando ao principal tema cartalista, Abba Lerner insistia que:

Qualquer que tenha sido a história do ouro, no tempo atual, em uma economia que funciona normalmente, dinheiro é uma criatura do Estado. Sua aceitabilidade geral, que é o seu principal atributo, mantém-se ou se reduz segundo sua aceitabilidade pelo Estado. (Lerner, 1947, p. 313)

Como o Estado demonstra exatamente a aceitabilidade?



O Estado moderno pode, em geral, tornar qualquer coisa que escolha aceitável como moeda (...). É verdade que uma simples declaração de que isto ou aquilo é moeda não funcionará, mesmo se apoiada pela evidência constitucional rendendo aceitar a moeda proposta em pagamento de tributos ou de outras obrigações para consigo, a mágica está feita. Qualquer um que tenha obrigações para com o Estado desejará aceitar os pedaços de papel com que pode pagar obrigações, e todas as outras pessoas desejarão aceitar estes pedaços de papel porque sabem que os contribuintes, etc., por sua vez, os aceitarão. (Ibid.)

Isso parece ser uma afirmação tão clara quanto possível: mesmo que não tenha sido sempre o caso, é seguramente verdadeiro e óbvio atualmente que o Estado escreve a "descrição" de dinheiro quando denomina a obrigação tributária numa moeda-de-conta, e define a "coisa" que corresponde à "descrição" quando decide que será aceita nos guichês de pagamento públicos. A "coisa" que corresponde à "descrição" é amplamente aceita não por causa da soberania apenas, nem por causa de leis de curso legal ou porque ele deve ter (ou ter tido) lastro em ouro, mas porque o Estado tem o poder de impor e implementar obrigações tributárias e porque tem o direito de escolher "o que é necessário para pagar tributos" (*twintopt*). Este direito, como enfatizado por Keynes, "tem sido invocado há pelo menos quatro mil anos" (Keynes, 1930, p. 3). Embora Keynes não seja historiador e embora se possa especular sobre desde quando os Estados primeiro invocaram esses direitos, não pode haver nenhuma dúvida de que todos os Estados modernos têm esse direito. Como Lerner disse, "moeda-cigarro e moeda estrangeira somente podem ser amplamente usadas quando a moeda normal e a economia em geral estão num estado de caos" (Lerner, 1947, p. 313). Dever-se-ia acrescentar somente que quando o Estado está em crise e perde legitimidade, e em particular perde seu poder de impor e cobrar obrigações tributárias, "a moeda normal" estará num "estado de caos", levando, por exemplo, ao uso de moedas estrangeiras em transações privadas internas. Em todos os outros casos, é a moeda estatal que é usada, e moeda estatal é a que o Estado aceita em pagamento de tributos.

## CONCLUSÃO

Na abordagem cartalista, o público demanda a moeda do governo porque esta é a forma pela qual se pagam tributos. Não é uma coincidência que o Estado moderno use a mesma moeda valuta que aceita em pagamentos epicêntricos em seus pagamentos apocêntricos – ele usa os tributos como um meio de induzir a população a fornecer bens e serviços ao Estado, fornecendo em troca a moeda que será usada para quitar a obrigação tributária. Na

## → TRABALHO E MOEDA HOJE

economia moderna, parece que tributos são pagos usando moeda. Mas a análise da conta de reserva mostra que esses pagamentos de sempre levam a uma drenagem de reserva (isto é, reduzem as exigências do banco central), de modo que, na realidade, somente a moeda do é definitiva (liquida as obrigações tributárias em última instância).

Voltemos agora à história da moeda para depois examinar as implicações da visão cartalista ou de moeda-guiada-por-tributo.

## UMA INTRODUÇÃO À HISTÓRIA DA MOEDA

### TALHAS\* E DINHEIRO

A maioria dos textos sobre moeda e banco começa com uma história sobre as origens do dinheiro, segundo a qual o comércio primitivo era baseado em escambo, até que o homem descobriu que certas mercadorias poderiam ser usadas como um meio de troca para eliminar a "dupla coincidência de desejos" exigida para que o escambo pudesse ocorrer. Uma caricatura primitiva dessa crença é apresentada por A. Mithcell Innes (1913); embora seja um pouco longa, não pode ser melhorada:<sup>1</sup>

As teorias fundamentais nas quais se baseia a moderna ciência da economia política são:

Que sob condições primitivas os homens viviam e vivem do escambo;

Que quando a vida se torna mais complexa o escambo não é mais suficiente como um método de trocar mercadorias, e, por consenso, fixa-se uma determinada mercadoria que é aceita em geral e que, daí em diante, todos usarão para as trocas (...)

Que esta mercadoria então torna-se "meio de troca e medida de valor";

Que muitas diferentes mercadorias serviram, em várias épocas e lugares, como meio de troca - gado, ferro, sal, conchas, bacalhau seco, fumo, açúcar, cravos etc.;

Que gradualmente os metais, ouro, prata, cobre, e mais especialmente os dois primeiros, passaram a ser considerados, por suas qualidades inerentes, mais ade-

---

\* O significado arcaico da palavra *talha* designa uma vara ou pedaço de madeira dividida em duas partes, nas quais se inscreviam sinais indicadores de dívida, ficando o devedor com uma parte e o credor com a outra.

quados para esse propósito do que quaisquer outras mercadorias, e estes metais logo tornaram-se, por consenso, o único meio de troca;

Que um certo peso fixo de um destes metais de uma pureza conhecida tornou-se um padrão de valor, e para garantir este peso e qualidade tornou-se incumbência dos governos emitir peças de metal gravadas com seu sinal peculiar (...)

Que imperadores, reis, príncipes e seus conselheiros competiam entre si, na Idade Média, para enganar o povo falsificando suas moedas (...) e que esta situação produziu sérios males, entre os quais a depreciação do valor da moeda e o conseqüente aumento de preços (...)

Que para economizar o uso dos metais e para evitar seu transporte constante, um mecanismo chamado "crédito" desenvolveu-se mais recentemente, por meio do qual, em vez de se ceder um certo peso de metal a cada transação, dá-se uma promessa de fazer isso, a qual, sob circunstâncias favoráveis, tem o mesmo valor que o metal em si. Crédito é denominado de substituto do ouro. (Innes, 1913, p. 377)

Entretanto, "pesquisas atuais no campo da história comercial e da numismática" demonstram que "nenhuma dessas teorias apóia-se em uma sólida base de prova histórica - que de fato são falsas" (ibid., p. 378). Resumidamente, não há nenhuma evidência de que os mercados operaram numa base de escambo (exceto em circunstâncias extraordinárias como em campos prisioneiros de guerra), não há nenhuma evidência de que "diferentes mercadorias" tenham mudado de mãos como meios de troca (isto é, para commodities no mercado), não há nenhuma evidência de que o valor das moedas primitivas fosse determinado por um certo peso fixo de metais preciosos e não há nenhuma evidência de que o crédito tenha se desenvolvido com um substituto "capaz de economizar" moedas de metal precioso como meio de troca.

Neste capítulo vamos esboçar uma alternativa à visão convencional. Naturalmente, é impossível apresentar uma "história da moeda" adequada em um capítulo. Em vez disso vamos expor algumas anedotas e interpretações alternativas do folclore popular relativas às origens e à evolução da moeda. Em alguns aspectos poderia ser suficiente simplesmente ignorar a história da moeda e nos concentrarmos somente na moeda como ela se apresenta no início do século XX. Entretanto, como Keynes argumentou, a moeda moderna "cartal" tem no mínimo 4.000 anos, e é nossa intenção que a análise contida neste livro não seja apenas a de um "caso especial" a ser aplicada apenas aos Estados Unidos no fim do século XX, mas que possa ser aplicada muito mais amplamente à era da moeda cartal, ou estatal, em seu conjunto. Em vez de tentar localizar as origens da moeda num suposto mercado primitivo originalmente baseado no escambo, situamos suas origens no desenvolvimento

antiga comunidade palaciana, que era capaz de impor obrigações tributárias a seus súditos. Acreditamos portanto que um breve exame da história e evolução da moeda ilumina a natureza do dinheiro moderno.

Evidências históricas sugerem que virtualmente todo o “comércio” desde os tempos mais primitivos era realizado à base de créditos e débitos. Innes escreve sobre a experiência européia primitiva: “Por muitos séculos, quantos não sabemos, o principal instrumento de comércio não era nem moeda nem dinheiro privado, mas a talha”<sup>2</sup> (ibid. p. 394). Talha era um “pedaço de madeira quadrada de aveleira, entalhada de uma certa maneira para indicar o montante da compra ou dívida”, criada quando o “comprador” se tornou um “devedor” ao aceitar um bem ou serviço do “vendedor” que automaticamente se tornou “credor” (ibid.). “O nome do devedor e a data da transação eram escritos nos dois lados opostos do pedaço de madeira, que era então dividido ao meio de modo que os entalhes ficassem cortados ao meio, e o nome e a data aparecessem nas duas peças da talha” (ibid.). A separação era interrompida a cerca de uma polegada da base do pedaço de madeira de tal forma que uma peça, o “cabo” [*stock*], era mais longo que a outra, chamada “toco” [*stub*] (chamada também de “folha” [*foil*]). O credor ficaria com o cabo (daí derivam nossos termos ações [*stock*] e capital de estoques de mercadorias) enquanto o devedor levaria o toco (um termo ainda usado como em “*richer stub*” [canhoto de bilhete]) para assegurar que o cabo não fosse adulterado. Quando o devedor quitasse sua dívida, as duas peças da talha seriam comparadas para verificar o montante do débito.

Naturalmente, talhas de madeira não eram os únicos registros, assim como não havia nada de único quanto à madeira de aveleira (na verdade, parece ter sido usada porque era comum na Inglaterra e no Norte da Europa). Pedacos de cobre datando de 1000 a 2000 a.C. encontrados na Itália parecem ser talhas, propositadamente quebradas no momento em que foram produzidas de tal forma que credor e devedor pudessem ter seu cabo e toco (Innes, 1913, p. 394). Alguns dos mais antigos registros de talhas vêm da Babilônia, em tabuletas de argila *shubati* (“recebido”); estas continham indicações da quantidade de grãos, a palavra *shubati*, o nome da pessoa que entregou, o nome da pessoa que recebeu, a data e o selo do receptor ou do escriba do rei (quando o rei era o receptor). Diferentemente da talha de madeira, estas tabuletas não seriam divididas para dar um toco ao devedor. Este problema era resolvido de duas formas: as tabuletas eram ou guardadas em templos onde estariam a salvo de adulteração, ou eram lacradas em caixas que teriam de ser quebradas para serem alcançadas. Todas as inscrições referidas acima seriam repetidas na caixa, mas a tabuleta fechada não conteria o nome e o selo do

receptor. Assim, no caso de que fosse quebrada, a tabuleta não estaria completa. Somente quando a dívida fosse quitada a caixa seria quebrada (permitindo ao devedor observar que a inscrição na caixa conferia com a da tabuleta fechada). Diferentemente das tabuletas guardadas em templos, as "tabuletas em caixas" poderiam circular.

E, na verdade, as talhas circulavam como "instrumentos negociáveis, transferíveis". Podia-se entregar o cabo de uma talha para adquirir bens e serviços, ou para quitar a própria dívida. "Por seu intermédio, todas as compras de bens e todos os empréstimos de moeda eram feitos, e todas as dívidas compensadas" (ibid., p. 396). Um comerciante que mantivesse um certo número de cabos de talha de clientes poderia encontrar um comerciante que mantivesse um número de cabos de talha contra o primeiro comerciante, "compensando" suas dívidas de toco de talha trocando-as pelos cabos dos clientes. Com esta finalidade, grandes "feiras" eram organizadas para atuar como "câmaras de compensação" permitindo aos comerciantes "compensar seus débitos e créditos mútuos"; a "maior dessas feiras na Inglaterra era a de St. Giles em Winchester, ao passo que as mais famosas provavelmente em toda a Europa eram as de Champagne e Brie, na França, às quais vinham comerciantes e banqueiros de todos os países" (ibid.). Dívidas eram compensadas "sem o uso de uma simples moeda"; tornou-se prática comum "fazer dívidas pagáveis em uma ou outra das feiras", e "em algumas feiras nenhum outro negócio era feito, exceto compensação de débitos e créditos", embora comércio a varejo fosse freqüentemente realizado nas feiras. Enquanto a análise convencional vê como primeiro propósito das feiras o comércio a varejo, Innes postula que o comércio a varejo originou-se como um ramo lateral do negócio de câmara de compensação.<sup>3</sup> Ele observa também que feiras de câmara de compensação eram realizadas na Grécia e Roma Antigas, e no México no tempo da conquista.

Ainda que se aceite que muito ou mesmo a maior parte do comércio tenha se realizado com base em créditos e débitos, isso não refuta necessariamente a história dos livros-texto. Talvez tenham existido moedas antes dessas talhas (registros de dívidas), e certamente as moedas eram feitas de metais preciosos. Talvez as dívidas fossem conversíveis em moeda, na verdade, talvez esses contratos de dívida fossem executáveis apenas em moeda de curso legal. Se este era o caso, então os créditos e débitos apenas substituíam moeda, e dívidas líquidas seriam liquidadas em moeda, o que não seria inconsistente com a história convencional. Há muitos problemas com esta interpretação.

Primeiro, os débitos em talha (na forma de tabuletas de argila) são no mínimo dois mil anos mais velhos que as mais antigas moedas conhecidas.<sup>4</sup>

Parece muito improvável que tabuletas de argila pudessem durar mais que metais preciosos cunhados. Segundo, o fato de que as denominações de todas as antigas moedas de metal precioso (mesmo as menos valiosas) fossem muito elevadas para serem usadas no comércio do dia-a-dia vem há muito tempo confundindo os historiadores econômicos. Por exemplo, as mais antigas moedas eram eletro (uma liga de prata e ouro) e a denominação mais comum teria tido um poder de compra de cerca de dez carneiros, de tal forma que "não pode ter sido uma moeda usual para pequenas transações" (Cook, 1958, p. 260). Elas podiam ser adequadas para o comércio no atacado de grandes comerciantes, mas não poderiam ter sido usadas no comércio varejista do dia-a-dia.<sup>5</sup> Além disso, o citado valor nominal das moedas não parece ser estritamente regulado pelo conteúdo de metal precioso (ver abaixo). É também extremamente improvável que moedas tivessem sido inventadas para facilitar o comércio, porque "fenícios e outros povos do Leste que tinham interesses comerciais operaram satisfatoriamente sem moeda cunhada" por muitos séculos (ibid.). Na verdade, a introdução de moedas teria sido uma alternativa menos eficiente em muitos casos.

Finalmente, embora estejamos acostumados a um pequeno número de tipos de moedas (sempre emitidas pelo governo, com talvez uma moeda para cada denominação), o caso típico até recentemente era a plethora de moedas, algumas vezes incluindo muitas com o mesmo valor de face mas diferente valor de troca, emitidas por uma larga variedade de mercadores, reis, senhores feudais, barões, autoridades eclesiásticas e outros. Na verdade, "na França [feudal] havia, ao lado das moedas reais, oitenta diferentes cunhagens (...) cada uma independente da outra e diferente seja em pesos, denominações, ligas ou tipos, [e] vinte diferentes sistemas monetários" (Innes, 1913, p. 385). De acordo com MacDonald, na Gália Merovingea havia "1.200 diferentes moedeiros", sendo a grande maioria indivíduos privados; esta "época de cunhagem privada" parece ter "chegado ao fim com Pepino e Carlos Magno" (MacDonald, 1916, p. 29-35).

Observe-se que a história dos livros-texto acredita na escolha de um determinado metal precioso, por "consenso", para ser usado como moeda, precisamente porque ela reduziria os custos de transação do escambo. Entretanto, na realidade, o consumidor pobre (se isto existiu) era confrontado com um tremendo número de moedas de variados pesos, denominações, ligas e purezas com os quais não seria capaz de lidar.<sup>6</sup> Na verdade, é difícil acreditar que o membro típico dessas sociedades seria mais capaz de conhecer o valor de uma moeda do que, digamos, o de uma vaca.<sup>7</sup> Em vez de reduzir custos de transações com o uso de metais preciosos, estes custos poderiam

ser reduzidos com o uso de vacas! E não melhora em nada argumentar que vacas são menos divisíveis, porque, conforme notado acima, as moedas de metal precioso eram de longe muito mais valiosas para terem sido usadas de algum modo em transações diárias. Que ao menos algumas não eram usadas em transações frequentes fica evidenciado pelo "excelente estado de preservação no qual são usualmente encontradas" (Grierson, 1965, p. 536). Sabemos que o "desgaste" de moedas em circulação é extremamente elevado – talvez 1% por ano (Munro, 1979, p. 181-2) –, mas "as moedas carolíngias parecem ter circulado surpreendentemente pouco" (Grierson, 1965, p. 536). Finalmente, Grierson observa que era frequentemente necessário impor "legislação forçando a população a usar moeda; se ela se recusasse, ficaria exposta a severas penalidades, uma pesada multa se fossem homens livres, ou o açoite se não o fossem" (ibid.). Isto dificilmente parece consistente com a história do "consenso" nos livros-texto.<sup>8</sup>

É também difícil entender por que moedas de metal precioso eram quase sempre "mais valiosas" do que seria determinado pelo seu conteúdo de metal precioso, se é verdade que o valor do metal precioso determina o valor da moeda. Na verdade, seria estranho se o valor do metal cunhado fosse menor que o valor da moeda metalizada. Se o valor nominal da moeda estivesse abaixo do valor relativo do metal precioso nela contido, a moeda seria removida de circulação para ser usada como metal. Além disso, dados os custos da cunhagem, se a casa de cunhagem de moedas emitisse moedas cujo valor fosse pouco maior que o do metal contido, isso proporcionaria muito pouco poder de compra à casa de cunhagem. Enquanto a história dos livros-texto argumenta que o "crédito" papel desenvolveu-se para se economizar em metais preciosos, nós sabemos que moedas de metal foram um desenvolvimento tardio. Em outras palavras, alternativas de baixo custo à moeda plena já estavam em uso. Seguramente, talhas de madeira de aveleira ou tabuletas de argila tinham valor não monetário menor que metais preciosos. Portanto, é improvável que moedas de metal fossem emitidas para circular em competição (por exemplo, com talhas de aveleira), a menos que seu valor nominal estivesse bem acima do valor do metal precioso contido.<sup>9</sup>

O que, então, são moedas, quais são suas origens, e por que são aceitas? Parece que as moedas se originaram como "fichas de pagamento" (na colorida expressão de Knapp), nada mais do que uma evidência de dívida. É possível que se tenham originado no "setor privado", talvez derivadas de medalhas que eram comuns em algumas sociedades tradicionais. As "moedas" mais antigas, então, podem ter sido nada mais que presentes com uma imagem gravada para identificar o doador; é concebível que estas fossem dadas como reconhe-



cimento de uma dívida pessoal para com o receptor.<sup>10</sup> Retornaremos abaixo a esta visão, embora pareça ser uma fonte improvável para as primeiras moedas.

Muitos acreditavam que as primeiras moedas foram cunhadas pelo governo, provavelmente por Fédon de Argos por volta de 630 a.C. (Cook, 1958, p. 257). Dado o alto valor nominal das primeiras moedas e o peso uniforme (embora não pureza uniforme – o que provavelmente não poderia ter sido restado naquele tempo), Cook argumenta que “a cunhagem foi inventada para fazer um grande número de pagamentos uniformes de considerável valor numa forma portátil e durável, e que a pessoa ou autoridade que fazia o pagamento era o rei da Lúdia” (ibid., p. 261). Além disso, ele sugere que “o propósito da cunhagem era o pagamento de mercenários” (ibid.).<sup>11</sup> Esta tese foi modificada “por Kraay (1964), que sugeriu que governos cunhavam moedas para pagar mercenários somente a fim de criar um meio para o pagamento de tributos”<sup>12</sup> (Redish, 1987, p. 376-377). Crawford argumentou que a evidência indica que o uso destas primeiras moedas como um meio de troca era uma “consequência acidental da cunhagem”, e não a razão dela (Crawford, 1970, p. 46). Em vez disso, Crawford argumentou que “as necessidades fiscais do Estado determinavam a quantidade de produção da cunhagem e da moeda em circulação”, em outras palavras, moedas eram intencionalmente cunhadas inicialmente para permitir o “financiamento estatal” (ibid.). Assim, os primeiros governos, na verdade, entenderam que “cunhar moedas e tributar eram dois lados da mesma moeda da prerrogativa real” (Davies, 1997, p. 146).

Similarmente, Innes argumentou que “as moedas que [os reis] emitiam eram fichas de endividamento com que faziam pequenos pagamentos, tais como de salários diários de seus soldados e marinheiros” (Innes, 1913, p. 399). Isto explica o valor relativamente alto das moedas – que não eram destinadas a proporcionar um meio de troca, mas, antes, eram evidência da dívida do Estado para com “soldados e marinheiros”. As moedas eram então nada mais que “talhas”, como descrito acima – evidências de dívida do governo –, não merecendo as preocupações desordenadas dos modernos economistas. E, relativamente à quantidade de talhas de avelã e outras formas de dinheiro, o volume de moedas era extremamente pequeno:

Na verdade, a quantidade de moedas era tão pequena que não era nem mesmo suficiente para as necessidades da casa real e dos Estados que regularmente usavam fichas de várias espécies com o propósito de fazer pequenos pagamentos. Tão pouco importante era, de fato, a cunhagem de moedas, que algumas vezes os reis não hesitavam em recolhê-las para recunhagem e reemissão, e ainda assim o comércio funcionava do mesmo jeito.<sup>13</sup> (Innes, 1913, p. 389)

Voltemos por um momento e ponderemos as implicações. Em nossa visão, moedas são meras fichas de dívida da Coroa, uma pequena proporção do total das “talhas”.

Exatamente como qualquer indivíduo privado, o governo paga com uma declaração de endividamento – que pode ser sacada contra o Tesouro Real, ou qualquer outra instância de governo. Isso pode ser bem observado na Inglaterra medieval, onde o método regular usado pelo governo para pagar um credor era “levantando uma talha” nas aduanas ou em algum outro departamento de recebimento de renda, isto é, por assim dizer, dando ao credor uma talha de madeira como uma declaração de endividamento. (Ibid., p. 397-398)

A “*tallia divenda*” desenvolveu-se para permitir que o rei emitisse uma talha do tesouro para pagamento de bens e serviços vendidos à corte.<sup>14</sup> Mas por que afinal os súditos da Coroa aceitariam talhas de aveleira ou, mais tarde, notas de papel ou moedas simbólicas?

O governo obriga por lei certas pessoas selecionadas a se tornarem devedoras. Declara que quem importar bens do exterior deverá ao governo um tanto sobre tudo o que importar, ou que quem possuir terra deverá ao governo um tanto por acre. Esse procedimento chama-se impor um tributo, e as pessoas assim forçadas à posição de devedoras do governo devem, em teoria, procurar os detentores das talhas ou outros instrumentos de reconhecimento de dívida devidos pelo governo, e adquirir deles as talhas mediante a venda de alguma mercadoria ou fazendo para eles algum serviço, em troca do qual eles podem ser induzidos a partilhar talhas com eles. Quando estas retornam ao Tesouro do governo, os tributos são pagos. (Ibid., p. 398)

Innes observou ainda que a maior parte das receitas arrecadadas por coletores de tributos dentro da Inglaterra era feita na forma das talhas do tesouro:

Praticamente todo o negócio do Tesouro inglês consistia na emissão e recebimento de talhas, comparando talhas e contra-talhas, o cabo e o toco, como as duas partes da talha eram popularmente chamadas, mantendo as contas dos credores e devedores governamentais e cancelando as talhas quando retornavam ao tesouro. Era, de fato, a grande câmara de compensação de débitos e créditos do governo.<sup>15</sup> (Ibid.)

Nenhum contribuinte precisava procurar individualmente uma talha da Coroa, porque o encontro de contas entre devedores e credores da Coroa era realizado “através dos banqueiros, que desde os primeiros dias da história sempre foram os agentes financeiros do governo” (ibid., p. 399). Isto é, o banco faria a intermediação entre detentores de dívidas da Coroa e contribuintes que demandavam dívidas da Coroa para pagar tributos. O tesouro começou a assinar dívidas devidas ao rei pelo que “o cabo da talha mantido no Tesouro podia ser usado pelo rei para pagar a alguém mais, transferindo

para essa terceira pessoa o cabo da talha. Assim o credor do rei poderia então receber pagamento do devedor original do rei" (Davies, 1997, p. 150). Mais tarde, desenvolveu-se um ativo negócio para "descontar" essas talhas de forma que o credor do rei não precisasse esperar pelo pagamento do devedor. Note-se, também, que o uso de talhas de aveleira continuou na Inglaterra até 1826. Ironicamente, as talhas extinguíram-se numa fogueira de glória, ou de ignomínia, dependendo do ponto de vista. Depois de 1826, quando as talhas retornavam ao tesouro, eram armazenadas na Sala das Estrelas e em outras partes da Câmara dos Comuns. "Em 1834, a fim de economizar espaço e poupar combustível, decidiu-se que deveriam ser atiradas nas lareiras de aquecimento da Câmara dos Comuns. O zelo dos guardiões dos tocos foi tão grande que as históricas construções do parlamento pegaram fogo e foram completamente destruídas" (ibid., p. 663).

O enfoque confuso dos economistas em relação à moeda (e especialmente em relação às moedas emitidas pelo governo), ao câmbio e aos metais preciosos parece, então, estar fora de lugar. A chave é a dívida, e especificamente, a capacidade do Estado de impor uma dívida tributária aos seus súditos; uma vez que tenha feito isso, pode escolher a forma na qual os súditos podem "pagar" o tributo. Embora o governo pudesse em teoria requerer pagamento na forma dos bens e serviços que quisesse, isso seria extremamente incômodo. Desta maneira ele se tornaria um devedor para obter o que requer (e note-se que isso não é diferente do modo pelo qual muitos compradores tornaram-se devedores) e emite uma ficha (talha de aveleira ou moeda) para indicar o montante de suas dívidas; então aceita suas próprias fichas em pagamento para quitar obrigações tributárias.<sup>16</sup> Certamente suas fichas podem também ser usadas como um meio de troca (e meios de compensação de dívida entre indivíduos privados), mas isso deriva de sua capacidade de impor tributos e sua vontade de aceitar suas fichas, que na verdade tornam-se necessárias pela imposição do tributo (se alguém tem uma obrigação tributária mas não é um credor da Coroa, deve oferecer coisas para venda a fim de obter as fichas da Coroa).

Se a moeda não se originou como uma alternativa ao escambo para reduzir custo, quais foram suas origens? Na próxima seção resumiremos a pesquisa sobre as origens e desenvolvimento primitivo da moeda. Isso, naturalmente, é uma tarefa difícil. Como Grierson observa:

Estudos sobre as origens da moeda devem confiar fortemente em inferências de linguagem, literatura e lei antigas, mas deverão ter em conta também a evidência em relação ao uso de moeda "primitiva" em sociedades não ocidentais contemporâneas. Esta evidência, naturalmente, tem de ser usada com cuidado. (Grierson, 1977, p. 12)

Grierson também reconhece que a história do dinheiro é muito mais complexa que a história das moedas, havendo o perigo de se tentar encontrar dinheiro em sociedades que não o usavam. "Alguns sistemas, embora empregando conchas ou outras mercadorias freqüentemente usadas como "dinheiro", podem não ter necessariamente sido monetários.<sup>17</sup> É difícil para economistas modernos concordar mesmo sobre uma definição de moeda, e a maioria dos economistas reconhece várias diferentes funções da moeda. É possível que se possa encontrar uma "história de moeda" diferente dependendo da função que se identifique como a mais importante característica da moeda. Embora muitos economistas (e historiadores e antropólogos) preferissem traçar a evolução da moeda usada como meio de troca, nosso interesse primário é a função de unidade de conta da moeda.<sup>18</sup> Na próxima seção, especularemos sobre as origens da moeda, e, especialmente, sobre a moeda-de-conta.

### MOEDAS ANTIGAS

No capítulo anterior, notamos a afirmação de Keynes de que a moeda estatal tem "pelo menos" 4.000 anos. Na sua análise do dinheiro antigo, Keynes argumentou que, mesmo num período tão remoto como no terceiro milênio a.C., encontrava-se "na verdade muito avançado" o uso de moeda na Babilônia. Ele examinou em detalhe as "reformas" monetárias de Sólon (c. 590 a.C.) e Fédon (século a.C.), que estabeleceram valores para as moedas. Entretanto, estes valores eram baseados em unidades de peso que poderiam ser recuadas até aproximadamente 3000 a.C., se não antes. Keynes observou que

mina, ou mina, que Dungi prescreveu para Ur na metade do terceiro milênio a.C., é, dentro dos limites de nosso conhecimento positivo, o mais antigo padrão de peso. Descobertas recentes, entretanto, recuam a gênese da vida econômica organizada para uma data ainda mais remota do que se supunha previamente, uma vez que pesos podem ter existido séculos, e, talvez, até milênios antes de Dungi, em cujo reinado moeda, juros, contratos, recibos e mesmo letras de câmbio estão totalmente estabelecidos (...) (Keynes, 1982, p. 232)

Na verdade, Keynes argumentou que "os padrões de peso fundamentais da civilização ocidental *nunca* foram alterados desde os primórdios até a introdução do sistema métrico" (ibid., p. 239); sem exceção, "todos os padrões de peso do mundo antigo e também medieval na Babilônia, na Bacia do Mediterrâneo e na Europa foram baseados ou em grão de trigo ou em grão de cevada como sua mônada" (ibid.).<sup>19</sup> A "mônada" básica era então "60 x 60 x 3" grãos de trigo para a mina do "sistema egípcio", ou 60 x 60 x 2 grãos de cevada para o "sistema lídio ou eubóico" (ibid., p. 236). "Similarmente,

o grão do sistema geral de preços é pela definição da época o grão de trigo medieval, e o grão usado no sistema de pesos de joalheria é o grão de cevada medieval" (ibid., p. 237). Quer falemos de mina, shekel ou libra, todas as unidades de moeda antigas eram unidades de peso baseadas em grãos ou de trigo ou de cevada, com o valor nominal do ouro usualmente medido em unidades de trigo, e o valor nominal da prata usualmente medido em unidades de cevada.<sup>20</sup>

O fato de que Sólon e Fédon puderam proclamar o número de gramas de metal que seria dali em diante igual à mina, talento ou dracma é prova de que a idade da "moeda estatal" já tinha chegado. Não poderia ter sido o caso de que o "valor do metal precioso" contido nas moedas pudesse ter determinado o valor da moeda, porque as reformas mudaram o valor do metal relativamente às unidades de moeda de conta.<sup>21</sup> Além disso, exatamente como Knapp e Keynes argumentaram, o Estado é livre para alterar a moeda-de-conta; a "reforma" de Sólon foi para mudar do padrão ferro "egípcio" para o padrão mais novo de prata/cobre "lídio-eubóico" (isto é, a reforma consistiu em "reescrever" o "dicionário") (ibid., p. 267). Entretanto, uma vez que um rei tenha estabelecido uma nova moeda-de-conta, fixando um valor nominal para um metal precioso, ele usualmente não tinha poder para manter o valor nominal do metal. Antes, o preço do metal precioso tendia a aumentar relativamente à moeda-de-conta (embora pudesse cair); quando confrontada com a escolha entre permitir a unidade monetária depreciar-se relativamente ao preço do ouro ou tentar fixar o preço monetário do ouro, a Coroa até muito recentemente quase sempre escolheu deixar a moeda depreciar-se — por razões que discutiremos abaixo.

Em outras palavras, o rei podia estabelecer a unidade monetária da "mina" fazendo-a inicialmente igual a tantos grãos de ouro, mas como o preço do ouro aumentava, o preço de mercado da quantidade de ouro aumentaria sem provocar uma proclamação oficial para estabelecer um novo padrão monetário.<sup>22</sup> A "mina" permaneceria definida como o mesmo número de grãos de ouro a despeito do preço corrente do ouro em termos de qualquer moeda-mina particular. Note-se também que, como Innes argumentou, "as unidades monetárias, *livre*, *sol* e *denier*, são perfeitamente distintas das moedas, e as variações no valor destas últimas não afetam as primeiras" (Innes, 1913, p. 386). Isto é, moedas poderiam também depreciar-se (ou apreciar-se) relativamente à unidade monetária (pela "depreciação" das moedas, como será discutido abaixo). Em alguns casos, a unidade monetária podia nunca ser cunhada.<sup>23</sup> É pois extremamente difícil sustentar que o metal determina o valor das coisas usadas como moeda.

Para recapitular: o Estado anuncia a unidade monetária e pode definir seu valor como tantos grãos de ouro. As moedas correntes, mesmo que possam conter metal precioso, não carregam necessariamente um valor nominal fixado relativamente seja ao valor nominal do ouro contido, seja à moeda-de-conta. Na verdade, o valor nominal da moeda poderia quase sempre exceder o valor do ouro contido – exceto no caso em que ela não era mais uma “ficha” da dívida do emissor (em cujo caso, a moeda podia ser retirada de circulação e fundida em barra). E, por razões discutidas abaixo, a moeda se depreciaria relativamente à unidade de conta por proclamação do emissor. Finalmente, se o preço dos metais preciosos mudasse, isso não mudaria necessariamente o valor nominal seja da moeda, seja da unidade de conta.

Unidades monetárias, portanto, parecem ter derivado de unidades de peso, mas não derivam seu valor de metal precioso. Por que unidades de peso? É possível que as unidades de peso tenham prevalecido porque ofereciam padrões bem conhecidos e objetivos. Entretanto, sabemos, por exemplo, que “existe muita evidência de salários-milho e rendas-milho da idade babilônica para frente” (Keynes, 1982, p. 258), e de impostos em cevada na Mesopotâmia (Hudson, 1998). É possível que a escolha de grãos de trigo e cevada como as bases de unidades monetárias tenha tido uma origem mais concreta? E eles surgiram de intercâmbio tipo escambo ou de primitivas relações de dívida?

As unidades de medida podem ter se desenvolvido primeiramente nas elaboradas regras que governavam o *wergeld*, que é a prática de pagar uma reparação por injúrias infligidas a outros.<sup>24</sup> “O objetivo geral destas leis era simples, ou seja, a provisão de uma tarifa de indenização que os legisladores acreditavam que, em qualquer circunstância, evitaria o recurso à vingança” (Grierson, 1977, p. 19). “As reparações nas leis galesas eram calculadas principalmente em gado e, nas irlandesas, em gado ou escravos (*cumhal*) (...) Nos códigos germânicos eram principalmente em metal precioso (...) Nos códigos russos eram prata ou peles” (ibid., p. 20). As reparações exigidas eram muito específicas, com diferentes reparações para diferentes ofensas.<sup>25</sup> Estas reparações “eram estabelecidas em assembleias públicas, e os padrões comuns eram baseados em objetos de algum valor que se esperava que um chefe de família poderia possuir ou que poderia obter de sua parentela” (ibid.).

Entretanto, ainda que o pagamento de reparação requeresse consenso social na forma de pagamento, não havia necessidade de estabelecê-lo num “equivalente geral” porque cada injúria específica infligida implicava uma dívida específica imposta ao transgressor individual. Portanto, embora o *wergeld* deva ter sido a fonte original da noção de dívida e medida de obrigação, provavelmente não poderia ter gerado diretamente pagamentos monetários porque

havia pouco incentivo privado para padronização dos termos.<sup>26</sup> Se nossos padrões monetários vieram de práticas de medida de riqueza, reparações por injúrias ou dote de noivado, não surpreende que as unidades fossem grandes (por exemplo, representando o valor de seis ovelhas).

Como estes pagamentos de reparações não devem ter sido originalmente medidos numa unidade de conta, parece mais provável que a moeda como unidade de conta tenha primeiro surgido como um meio de padronizar tributos ou taxas impostos pelos legisladores.<sup>27</sup> A primeira evidência de escrita, em tabuletas de argila, parece serem registros de tributos impostos e coletados. "Esta combinação de a) escrita (por exemplo, nome do fazendeiro), b) quantidades numéricas e c) um registro contábil oferece o x de que escrita, números e dinheiro (...) têm todos uma origem comum nestas tabuletas" (John Adams, correspondência privada, 27 de janeiro de 1998). Se é assim, as "origens" do dinheiro podem residir nas imposições de tributos dos palácios dos grandes impérios de grãos, eventualmente padronizada em unidades de conta em peso de trigo ou cevada. A prática de pagar a fim de "pacificar" ou eliminar uma dívida por injúrias infligidas a outro parece ter acostumado a população com a noção de medida de valor, e o palácio teria tido um grande incentivo em padronizar a medida de valor (ainda que nem indivíduos nem mesmo "consenso social" tenham tido tal incentivo). Embora o palácio pudesse ter obtido qualquer coisa de que necessitasse impondo tributos "em espécie" com uma lista de cada item que desejasse, e impondo tributos específicos sobre produtores específicos (por exemplo, um tributo de uma ovelha num produtor de ovelha, e assim por diante), um processo muito mais simples seria impor um tributo *per capita* de "cinco minas", usando moeda estatal denominada em mina para comprar itens necessitados e aceitando a mesma moeda estatal denominada em mina como pagamento de tributos.

A moeda-de-conta de trigo ou de cevada, portanto, antecipa de longe o uso de metais preciosos. Na verdade, a evidência sugere que as moedas de Fédon substituíram as mais antigas pontas de ferro (*oboloi*) que tinham sido usadas como dinheiro.<sup>28</sup> Estas tinham sido emitidas em unidades de peso de conta em cevada ou trigo com uma estampa para indicar o templo emissor. A mudança para metais preciosos parece ter sido feita para reduzir a falsificação — pois metais escassos seriam mais difíceis de se obterem (Heinsohn e Steiger, 1983). O "véu" do metal precioso que obscureceu o pensamento monetário desde então aparentemente resultou desta consideração puramente técnica. A cunhagem foi um desenvolvimento ainda mais tardio, frequentemente com uma estampa para indicar o emissor, mas só muito raramente (ao menos até recentemente) com uma estampa para indicar o valor nominal. Como Innes observa,

o que realmente aconteceu é que o governo imprimiu sobre peças de ouro uma estampa que leva a promessa de que elas serão recebidas pelo governo em pagamento de tributos ou outras dívidas para com ele (...). Em virtude da estampa que exhibe, o dinheiro mudou o seu caráter de mera mercadoria que era para um símbolo de obrigação. (Innes, 1913, p. 402)

Similarmente, Mommsen argumentou que no caso da cunhagem romana, ela deve ser vista como uma lei que dá à (...) peça de metal seu valor convencional por decreto legal, totalmente indiferente ao fato de o valor efetivo corresponder a ele ou não. Por esta validação estatutária, por assim dizer, a moeda do império (...) já é sacralizada em lei republicana: só esta cunhagem é moeda – todas as outras são mercadorias de comércio. (Mommsen, 1860, citado em Heinsohn e Steiger, 1983, p. 22)

Heinsohn e Steiger argumentam que “no mundo antigo, em todos os eventos, havia uma inteira consciência dessa névoa de ouro obscurecendo a verdadeira natureza da moeda. Aristóteles, por exemplo (...) escreve: ‘Em alguns aspectos, entretanto, moeda é uma pura imitação, uma criatura da convenção estabelecida em lei’” (ibid. p. 23).

Muito disso é reconhecidamente especulativo. Entretanto, temos uma grande quantidade de evidências de transações financeiras da Mesopotâmia de 2500-1200 a.C. Destas evidências, Michael Hudson conclui que “as dívidas precederam o dinheiro, e não o contrário. As primeiras obrigações exigindo reparação foram multas por infringir injúrias pessoais” (Hudson, 1998, p. 7). Com o desenvolvimento de grandes comunidades palacianas, pesados tributos na forma de cevada foram impostos aos produtores (inicialmente mais às cidades que a indivíduos).<sup>29</sup> Nesse tempo, a Mesopotâmia tinha um duplo padrão, cevada e prata, embora a prata não fosse cunhada; o “legislador” anunciava a taxa de conversão de prata em cevada e aceitava ambas em pagamento de tributos. Normalmente, entretanto, os produtores não tinham acesso à prata, de modo que, tipicamente, só mercadores pagavam tributos na forma de prata.

Suspeita-se que os templos desempenhavam um papel adicional atuando como testemunhas neutras, registradores e implementadores de transações privadas em trigo e cevada (incluindo reparação por danos e pagamento de dotes de noivado), e atuando como depositários de grãos.<sup>30</sup> No início estas ações teriam sido registradas nas tabuletas de argila, trigo ou cevada, ou gado, que representavam diretamente, com uma taxa de remuneração em trigo ou cevada cobrada para as funções desempenhadas pelo templo. Com o tempo, entretanto, as unidades teriam se tornado padronizadas (em unidade de trigo ou cevada), de tal forma que transações em vacas teriam sido regis-



tradas em equivalentes de trigo ou cevada, e com taxas registradas em unidades de trigo ou cevada (mas pagáveis em seus equivalentes).

Para resumir, unidades monetárias primitivas parecem ter sido derivadas de unidades de peso que provavelmente se desenvolveram a partir da prática de *wergeld*. Os palácios criaram as unidades monetárias para padronizar o pagamento de tributos. O uso de moeda em transações privadas derivou de dívidas de tributos, encorajado pelos palácios que podiam registrar e implementar transações privadas. Uma vez imposto um tributo em moeda sobre uma cidade, e mais tarde sobre indivíduos, o palácio seria capaz de obter bens e serviços emitindo sua própria dívida denominada em moeda na forma de talhas (inicialmente, tabuletas de argila, e mais tarde, talhas de madeira). Moedas vieram muito tarde, mas eram, como as talhas, evidência de dívida da Coroa. O uso de metais preciosos nas moedas foi adotado simplesmente para reduzir a falsificação.

### AVILTAMENTO DO DINHEIRO

Ao longo da história, desvalorização de moedas, aumento de preços de metais preciosos e tentativas de restaurar "dinheiro forte" têm sido lugar-comum. Isso é freqüentemente ligado aos esforços da Coroa para obter "senhoriagem" mediante o "aviltamento" proposital da moeda (reduzindo o conteúdo de metal precioso a fim de produzir mais moedas por unidade do metal). Diz-se que o problema foi resolvido mediante rigorosa implementação de um padrão ouro, pelo qual se cunhou moeda "totalmente plena" (ou notas com garantia plena de metal precioso). Esta interpretação, entretanto, pode ser incorreta, talvez sofrendo do "véu do ouro" ao qual aludimos acima.

Innes argumentou que, até recentemente, havia pouca relação entre o valor nominal de uma moeda e seu conteúdo de metal precioso. Mesmo

em Amsterdã e em Hamburgo, no século XVIII, era publicada e afixada na Bolsa, a certos intervalos, uma lista de câmbio dando o valor corrente das moedas em circulação na cidade, fossem estrangeiras, fossem domésticas, em termos da unidade monetária (...) O valor destas moedas flutuava quase diariamente (...) Moedas de peso e pureza similares circulavam a diferentes preços, de acordo com o país ao qual pertenciam. (Innes, 1913, p. 388)

Ele oferece exemplos mais antigos (França durante o reinado de São Luís, a antiga Gália e Bretanha, a antiga Grécia) e exemplos mais recentes (os Estados Unidos em 1782, antes de adotar o dólar) para demonstrar que "nunca houve uma unidade monetária que dependesse do valor da moeda ou do peso de metal; que nunca houve, até os dias mais modernos, qualquer relação fixa entre a unidade monetária e qualquer metal" (ibid., p. 379).

Além disso, "a idéia geral de que os reis deliberadamente aviltam a cunhagem no sentido de reduzir seu peso e pureza é sem fundamento" (p. 386).<sup>31</sup> Em vez disso, os reis eram extremamente protetores da "qualidade de sua cunhagem" — não porque isso determinava o valor da moeda, mas porque, "até o final do século XIII, cresceu o sentimento de que a estabilidade financeira dependia de algum modo da uniformidade da cunhagem". De acordo com Innes, moedas eram desvalorizadas não pela redução de peso, mas pelo fato de serem menos valiosas do que o ouro, o mais precioso contido, mas por uma proclamação real que estabelecia a desvalorização do valor nominal da moeda.<sup>32</sup> Quando um rei queria aumentar seu poder de compra, "ele decretava uma redução do valor nominal das moedas, o que era um método perfeitamente bem reconhecido de tributação tolerado pelo povo, que reclamava apenas quando o processo era repetido com frequência"<sup>33</sup> (ibid., p. 385). Trata-se de um método de tributação por reduzir o valor nominal das moedas, o rei aumentava o número de moedas que tinham de ser liberadas em pagamento de tributos, o que aumentava a quantidade de bens e serviços oferecidos por súditos a fim de obter o dinheiro do rei para pagar o tributo. Observe-se que o rei não mudava a moeda monetária, mas mudava apenas o valor monetário de suas "fichas", assim quebradeira dos mercados privados (que na maior parte era controlada pelo rei com o uso de talhas, letras de câmbio e outras dívidas denominadas "fichas da-de-conta"). Além disso, embora o valor nominal das moedas fosse reduzido, dependeria dos preços pagos pelo rei se isso resultaria ou não em inflação geral. Se o dispêndio nominal e os tributos fossem mantidos os mesmos, o assim chamado aviltamento do dinheiro poderia ocorrer sem que os preços significativamente.

Entretanto, como um resultado da desvalorização das moedas, o aumento da tendência altista geral de preços (algumas vezes chamada de "inflação de preços") e do aumento de preço dos metais preciosos (somente com descobertas no Novo Mundo), desenvolveu-se uma crença, na Idade Média, de que havia uma conexão entre "a queda no valor da moeda e o aumento do valor dos metais" e a "deplorável condição da cunhagem" (Innes, 1913, p. 400). Veio a acreditar-se que somente se o preço dos metais pudesse ser controlado e a "qualidade" das moedas melhorada, o aumento dos preços poderia ser evitado. Até o século XIX, entretanto, os governos não foram capazes de estabilizar os preços do ouro. Isso não podia ser feito por proclamação, mas somente através de uma ativa política de controle da produção (e de um enorme aumento da produção do ouro). E os governos não foram capazes de estabilizar o valor das moedas — mesmo através de leis de curso legal (ou de flagelações). Como reconheceu o primeiro Tribunal de Justiça Chase num caso de 1872 da Suprema Corte, "a

vam su-  
o" (ibid.  
validade  
da, ma  
bilidade  
(ibid.).  
do metal  
preciação  
su poder  
das. Este  
ado pelo  
muita fre-  
quente, as  
moedas  
mentaria  
as moe-  
unidade  
evitando  
conduzido  
na moe-  
sse agora  
ão numa  
los cons-  
em afetar

assim co-  
revolução  
aliviado  
Alta Idade  
moeda", "o  
n" (Innes,  
as precio-  
aumento  
ernos não  
feito por  
"estoque  
nem eram  
imposição  
idente do  
aceitabi-

lidade das dívidas para com o governo”, e não leis de curso legal, determina o valor nominal de moedas (ibid., p. 406).

Durante o século XIX e o início do século XX, os governos finalmente adotaram padrões ouro e intervieram para fixar seus preços.<sup>34</sup> Tendo estabelecido um padrão ouro que fixava o valor de moedas e todas as outras “fichas” estatais e dívidas relativamente à unidade de conta, que por sua vez era fixa relativamente à quantidade de metal precioso, não podiam mais “depreciar” o valor da moeda. Assim, finalmente chegamos a uma aproximação do sistema monetário que o livro-texto tomou como hipótese para as origens da moeda – mais pela intervenção proposital do governo que por um consenso de nossos antepassados que praticavam o escambo.

Este é um breve resumo das “origens” da moeda, em boa parte baseado em especulações em virtude de suas origens antigas. Entretanto, podemos também examinar casos um pouco mais recentes de tentativas de desenvolver um sistema monetário. Olharemos os casos de um governador colonial, da América colonial, e da América durante a Guerra Civil para examinar mais a fundo a relação entre moeda e tributos.

### UM GOVERNADOR HIPOTÉTICO

Começaremos com um exemplo estilizado e hipotético sobre o modo como uma economia pode ser monetizada. Nesta seção, não estamos tentando apresentar “história”, e sim mostrar como o dinheiro pode ser introduzido numa economia enquanto ao mesmo tempo demonstramos algumas proposições que serão discutidas de novo em capítulos seguintes. No mundo real, como discutiremos em seções abaixo, a monetização de uma economia é muito mais difícil e complexa.

Vamos supor que uma mulher fosse nomeada governadora de uma colônia onde moeda, preços e mercados não tivessem sido introduzidos previamente. Esta colônia tem uma economia em pleno funcionamento, embora tradicional (isto é, tribal), que é capaz de prover mais que suficiente alimentação, vestuário e habitação para seus habitantes. A nova governadora chega com seu talonário de cheques e muitas malas de papel-moeda e moeda. Seu encargo é organizar as populações indígenas para construir a mansão da governadora, para prover alimentos e serviços necessários para a governadora e sua família e para realizar umas poucas tarefas enumeradas pelo escritório da metrópole (uma nova estrada, por exemplo). A governadora anuncia a abertura de várias vagas de trabalho e tabela de remuneração. Para sua surpresa, ninguém se apresenta para trabalhar; e ofertas de salários ainda mais altas

não atraem interessados. Ela pede tropas ao escritório da metrópole e usa a ameaça de violência para induzir as populações indígenas a fornecer trabalho. Conclui que a população indígena é "indolente, inconfiável e desmotivada" (embora tivesse sido extremamente bem-sucedida em produzir para si mesma antes que ela chegasse!).

Isso não tinha de ser dessa forma. Como governadores coloniais do mundo real descobriram, a forma de introduzir moeda na economia (e, em particular, de gerar uma oferta de trabalho em troca de salários monetários) é impondo um tributo monetário. Em muitos casos, a população indígena já estaria familiarizada com o pagamento de taxas ou tributos, embora em forma não monetária. Uma vez que tributos tenham sido impostos, as necessidades da governadora definem apenas o que deve ser feito para obter "o que é necessário para pagar tributos"; ela anuncia que um tanto de *twintopi* pode ser obtido para trabalho de construção na mansão, um tanto de *twintopi* para fornecimento de alimentos para sua família, um tanto de *twintopi* para trabalho na nova estrada, e assim por diante. Note-se também que não há necessidade de transportar da metrópole malas de papel-moeda e moeda cunhada, porque a população indígena aceitaria prontamente qualquer coisa pelo que a governadora pagasse, uma vez garantido que ela aceitaria a mesma coisa em pagamento de tributos. Por exemplo, a governadora poderia fotocopiar um retrato seu para usar como papel-moeda, que poderia ser chamado de "govs".

Os govs não requereriam "lastro" de qualquer metal precioso, nem a governadora precisaria manter quaisquer reservas de dinheiro metropolitano contra govs. Os govs não têm necessidade de ser de curso legal "aceitável em pagamento de todas as dívidas, públicas e privadas", porque tudo que é necessário é que sejam aceitáveis em pagamento de tributos. Observe-se, finalmente, que não vem ao caso se a população indígena está acostumada com "mecanismos de mercado", com "contratos financeiros" e com o uso da "moeda", nem vem ao caso se há "confiança" na governadora ou no gov. Por assim dizer, todas as explicações dadas normalmente em livros-texto de economia sobre uso público de moeda governamental não se aplica a nosso exemplo. A única exigência é que a governadora imponha e implemente um tributo, pagável em govs.

A governadora poderia estabelecer o valor dos govs em qualquer nível que quisesse: se é um gov por hora de trabalho de construção ou mil govs por hora de trabalho de construção é inteiramente irrelevante para as populações indígenas. O que importa, naturalmente, é estabelecer a taxa de remuneração relativamente à obrigação tributária de uma maneira que mobilize o montante de "esforço" de trabalho requerido pela governadora. Note-se que

se a governadora não conseguisse tanto esforço quanto desejasse, não seria bom aumentar a taxa de pagamento - que apenas "desvalorizaria" o gov e ela obteria menos horas de trabalho fornecidas pelas populações indígenas, a uma dada obrigação tributária. Em vez disso, ela deveria aumentar a obrigação tributária ou baixar a taxa de remuneração para aumentar o montante de trabalho oferecido.

Finalmente, a governadora descobriria que ela não tinha "necessidade" de govs proporcionados pelas populações indígenas em pagamento de tributos; ao contrário, as populações indígenas precisavam de govs para pagar tributos. Isto também significa que a governadora nunca deveria se preocupar quanto ao "financiamento" de seu dispêndio (através de receitas tributárias); e nem deveria se preocupar sobre seus "déficits" que resultariam se as populações indígenas decidissem ganhar mais govs que os requeridos para satisfazer pagamentos de tributos. Na verdade, ela devia esperar que as populações indígenas quisessem normalmente manter alguns govs extras (por exemplo, para pagar tributos no futuro, ou para o caso em que alguns govs fossem "perdidos na lavanderia"), pelo que ela normalmente realizaria déficits. E ela poderia talvez encorajá-los a acumular govs como poupança, oferecendo pagamento de juros sobre estoques de gov.

Isso poderia ser feito, por exemplo, oferecendo ao mercado um "govtítulo" que rende juros por cada dez govs poupados, pagando um gov de juros por ano e prometendo retornar os dez govs do principal no fim de cinco anos. Com o tempo, sua "dívida" pendente em govtítulos crescerá na proporção em que a população indígena desejasse poupar govs e trocá-los por govtítulos. Ela não perderia seu sono devido ao seu "endividamento crescente" com os seus súditos; na verdade, ela não teria nenhuma razão até mesmo para manter registros de seus déficits e de sua dívida pendente em govtítulos. E nem deveria iludir-se por acreditar que os "mercados financeiros" ditavam-lhe qual taxa de juros teria de pagar sobre seus govtítulos, porque seria óbvio que ela, sozinha, estabelecia esta taxa. Ela descobriria que nenhuma informação útil seria possível obter da taxa de juros que pagava sobre govtítulos, de seus déficits anuais, de sua dívida, ou mesmo dos preços que pagava pelos bens e serviços obtidos. Tudo que seria relevante para ela seria a quantidade de bens e serviços reais oferecida pela população indígena. Se insuficiente (por exemplo, se suas próprias necessidades não estivessem sendo satisfeitas), ela poderia aumentar a obrigação tributária; se acima de suas necessidades (por exemplo, se a população indígena não estivesse produzindo o suficiente para sua própria sobrevivência), ela poderia baixar os tributos e reduzir suas compras para reduzir o "esforço de trabalho" dos povos indígenas.

Naturalmente, os govs também poderiam ser usados em trocas privadas, ou no que Knapp chamou de “comunidade privada de pagamento”. Um indivíduo com uma obrigação tributária poderia concordar em realizar serviços para seu vizinho a fim de obter govs que o vizinho poderia ter acumulado. Mercados privados poderiam desenvolver-se para possibilitar a produtores de bens e serviços obter govs necessários para pagamento de tributos. Uma maior parte de cada dia individual poderia vir a ser destinada a atividades de mercado na procura de govs, não apenas para pagar tributos, mas também para comprar no mercado bens e serviços que aumentam o padrão de vida. (Como discutiremos abaixo, economias tradicionais no “mundo real” podem exigir uma indução muito maior para produzir para o mercado.)

Uma vez que a governadora tenha introduzido a moeda gov sobre a qual tenha o monopólio de emissão, o desemprego pode desenvolver-se quando indivíduos oferecem trabalho para ela mas não encontram emprego.<sup>35</sup> Seria bastante estúpido deixar os desempregados implorando à governadora para permitir-lhes fornecer bens e serviços a ela, para poder obter govs; antes de mais nada, o custo para a governadora por emitir govs seria próximo de zero (consistindo dos custos da fotocopiagem de govs). A inteligente governadora poderia constatar rapidamente que a solução é aceitar as ofertas, isto é, empregar os trabalhadores desempregados.

Se ela descobrisse que era oferecido trabalho demais (por exemplo, as populações indígenas estavam trabalhando 16 horas por dia e negligenciando suas famílias), ela sempre poderia reduzir tributos e seu dispêndio para reduzir a oferta de trabalho. Ela constataria que o “dispêndio governamental” pode ser muito grande ou muito pequeno, conforme indicado pelo esforço excessivo destinado a obter govs num extremo, ou pelo número excessivo de oferta de trabalho que não é correspondida por ofertas de emprego no outro extremo. A governadora não seria capaz de julgar se o dispêndio governamental era muito grande (ou muito pequeno) simplesmente somando os govs que gastou, nem pelo cálculo do tamanho de seus déficits, nem mesmo medindo o dispêndio governamental total como uma porcentagem do “produto nacional bruto” da colônia – esses dados não proporcionam nenhuma informação útil para ela. De novo, a governadora precisa somente determinar que ela é capaz de obter os bens e serviços requeridos para atender às funções que seu escritório supõe desempenhar, enquanto assegura que a população não está trabalhando demais nem de menos, como evidenciado pelo negligenciamento de outras atividades num extremo, ou por filas de desempregados procurando empregos no outro.

Isso pode impressionar leitores como uma bela história, mas será que os governadores coloniais do mundo real criaram uma oferta de trabalho para

pessoas que quisessem trabalhar por salários monetários, pela imposição de tributos? Como mostraremos abaixo, na verdade fizeram isso. Contudo, isso não prova que este é o modo como a moeda se originou; uma coisa é argumentar que um governador que está acostumado ao uso da moeda pode descobrir que tributos proporcionam um meio de ajudar a monetizar uma economia, mas outra questão bem diferente é argumentar que isso é o modo como as economias foram monetizadas inicialmente. Além disso, como notaremos, não há evidência para suportar uma posição extrema de que os tributos por si sós serão suficientes para criar uma economia monetária a partir de uma economia tradicional. Governadores do mundo real também se basearam na força. Mesmo que tributos pudessem gerar uma oferta de trabalho, o desenvolvimento de mercados "privados" exigiu a destruição da economia tradicional. Observe-se, também, que não é claro que qualquer governador do mundo real entendesse completamente as implicações da visão de moeda guiada por tributos, mesmo que muitos deles explicitamente tenham reconhecido que tributos eram impostos para induzir as populações indígenas a oferecer bens e serviços de trabalho em troca de *twintopt*. Na próxima seção examinaremos brevemente uns poucos exemplos históricos que parecem ser consistentes com nosso argumento geral.

### GOVERNADORES COLONIAIS DO MUNDO REAL

William Henry Furness relatou o caso da ilha de Uap (parte das Ilhas Carolinas) que caiu sob o controle da Alemanha em 1898. Os ilhéus usavam *fei*, "rodas de pedra grandes, sólidas e finas, cujo diâmetro variava entre um e doze pés, tendo no centro um orifício suficientemente grande e forte para permitir carregar o peso e facilitar o transporte", em trocas cerimoniais<sup>46</sup> (Furness, 1910, p. 93). De qualquer forma, a única coisa que é necessário entender é que os ilhéus atribuíam grande valor cerimonial ao *fei*, e que o governador alemão se utilizava disso como um meio de obter serviços de trabalho.

Não há veículos com roda em Uap e, conseqüentemente, nenhuma estrada para carro; mas sempre houve caminhos claramente definidos de comunicação entre os diferentes povoados. Quando o governo alemão assumiu a propriedade das Ilhas Carolinas (...) muitos desses caminhos ou estradas estavam em más condições, tendo sido ordenado aos chefes de diversos distritos que as reparassem e colocassem em bom estado. Os blocos de coral toscamente enfeitados eram, contudo, bons até demais para os pés descalços dos nativos; e muitas daquelas ordens tiveram de ser repetidas, mesmo assim permanecendo despercebidas. Finalmente foi decidido impor uma multa, por desobediência aos chefes dos distritos. Em que forma a multa foi imposta? Não era de nenhum proveito



demandar prata ou ouro dos chefes – eles não tinham nenhum dos dois – e forçá-los a pagar em seu próprio dinheiro (*fei*) teria requerido, em primeiro lugar, metade da população da ilha para transportar as multas; em segundo lugar, seu maior edifício governamental não teria capacidade para guardá-las; e, finalmente, *fei* de seis pés de diâmetro, não tendo sido “feitos na Alemanha”, dificilmente seriam válidos como meio circulante na Pátria Mãe. Por último, por uma feliz idéia, a multa foi exarada mandando-se um homem a todos *faile* e *pabai* em todos os distritos desobedientes, onde ele simplesmente marcava um certo número dos mais valiosos *fei* com uma cruz em tinta preta para mostrar que as pedras eram reclamadas pelo Governo. Isso funcionou instantaneamente como um encantamento; a população, então tristemente empobrecida, voltou para as estradas e as reparou de ponta a ponta com tão bom efeito que elas agora são como avenidas. Então o Governo despachou seus agentes e apagou as cruzes. Presto! a multa foi paga, os felizes *faile*s retomaram a posse de seu estoque de capital, e ficaram nadando em dinheiro. (Furness, 1910, p. 98-100)

Portanto o simples ato de “multar” (ou tributar) gerou a oferta de trabalho desejada pelos colonialistas; as populações indígenas trabalharam para remover a “obrigação tributária” a fim de restaurar sua riqueza.<sup>37</sup>

Mat Forstater argumentou recentemente que a África colonial oferece uma excelente fonte de exemplos de monetização de economias através da imposição de tributos, porque são casos recentes com registros exatos. Em suas palavras:

Um dos objetivos da política colonial ao exigir que os tributos fossem pagos numa moeda emitida pelo governo era compelir os africanos a colocar à venda sua “força de trabalho” em troca de salários denominados naquela moeda (assim como forçar a migração da produção de subsistência para a de colheita paga, e criar novos mercados para os bens europeus). (Mathew Forstater, PKT, 25 set. 1996)

Examinaremos alguns casos que são demonstrações particularmente claras disso.

Na África colonial, os colonos descobriram que era difícil atrair as populações indígenas para a “força de trabalho”.

As dificuldades encaradas pelos primeiros colonizadores e outros empregadores em garantir trabalho assalariado são bem conhecidas (...) Os principais mecanismos para a criação de um semiproletariado podem ser listados de forma simples. Primeiro, a conquista e a administração ativa de sociedades africanas era usualmente acompanhada por a) tributação. (Strichter, 1985, p. 25)

Walter Neale examinou o caso específico do governo colonial britânico da África Central.

As necessidades imediatas dos pioneiros consistiam em terra e trabalho para tornar a terra produtiva. A conquista proporcionou terra aos pioneiros (...)

Trabalho era outra história. A escravidão, ao apoderar-se da população local e forçá-la a trabalhar a terra, tornou-se censurável aos olhos europeus (...) Em qualquer caso, no início os pioneiros assumiram - isso parecia óbvio para eles - que a força de trabalho apareceria para trabalhar a terra se fossem oferecidos salários. Salários eram oferecidos, mas os bantus não vieram trabalhar a terra. (Neale, 1976, p. 79)

Esta sociedade africana não era monetizada, assim a questão era como fazer isso. "A solução imposta pelos pioneiros consistiu na exigência de que um imposto *per capita* fosse pago em moeda, exigindo assim que os bantus trabalhassem para ganhar o dinheiro para pagar o tributo" (ibid.). Isso foi uma experiência quase universal por toda a África. Por exemplo, Magubane examinou o caso da África do Sul:

H. J. e Ray Simons, em seu livro *Class and Colour in South Africa, 1850-1950*, destacam que, depois da guerra anglo-boer, (...) cada africano adulto do sexo masculino era obrigado a pagar um tributo de duas libras em trabalho, e, se fosse polígamo, mais duas libras pela segunda esposa e por cada esposa adicional (...) (Magubane, 1979, p. 48)

Como outro exemplo, uma imensa força de trabalho era necessária para trabalhar nas minas de ouro no Cabo, mas os africanos se recusavam a trabalhar, motivo pelo qual "a Comissão de Trabalho na Colônia do Cabo de 1893 sugeriu que cada africano do sexo masculino deveria ser taxado, com total isenção se pudesse demonstrar que tinha sido empregado fora de casa durante a guerra" (ibid., p. 78). Semelhantemente, na África Ocidental, os franceses impuseram um tributo monetário para criar trabalho assalariado (Stichter, 1985, p. 40). No Congo Belga, "força direta tendia a ser usada nos primeiros estágios do recrutamento de trabalho antes dos efeitos indiretos, mas poderosos, da tributação" (ibid. p. 94). Um administrador colonial na África do Sul noticiou que

eles não têm nada a não ser grãos para a subsistência e para o pagamento de seus tributos. Milho, quando conseguem vendê-lo, rende cerca de 5 xelins por saca, e, em muitos casos, mulheres ou homens terão de viajar 20 milhas com uma saca de milho sobre suas cabeças, pela qual receberão 9 pence ou 1 xelim, tendo, então, de viajar de volta por 20 milhas e assim levantar seu tributo. (Administração Colonial de Ciskei, África do Sul, 1865, citado em Iliffe, 1987, p. 73)

Ainda um outro exemplo:

Em 1922, para aumentar a pressão econômica sobre os camponeses africanos, a Lei de Tributação e Desenvolvimento Nativos (número 41, de 1922) obrigou todos os africanos do sexo masculino entre 18 e 65 anos de idade a pagar um imposto *per capita* de uma libra por ano, e todos os

moradores do sexo masculino de cabanas nas reservas a pagar um tributo local de dez xelins. (Magubane, 1979, p. 83)

De acordo com dados fornecidos por Colin Leys para o Quênia pós-Primeira Guerra Mundial, tributos representavam em média aproximadamente três quartos dos salários monetários anuais (Leys, 1975, p. 31-32). Como os administradores coloniais pareciam reconhecer, o propósito dos tributos não era proporcionar renda ao governo colonial, mas sim "aumentar a pressão econômica" sobre a população indígena.

Voltando ao caso da África Central, como Neale observa, a imposição de tributos para obter trabalho "não era uma feliz solução"; as populações indígenas desapareciam "logo que recebiam o dinheiro exigido para pagar os tributos"; os pioneiros, "dada a idéia de certo e errado com que viam o mundo, pensavam que os bantus eram incapazes, preguiçosos, desonestos, incompetentes e irresponsáveis", enquanto os bantus, "dada a idéia de certo e errado com que viam o mundo, pensavam que os pioneiros eram ameaçadores, brutais e ao menos em alguma medida loucos" (Neale, 1976, p. 79-80). Com o tempo, a vida tribal foi destruída. Como Neale argumenta, "responsabilizar o dinheiro por isso tudo seria errado", mas a população indígena crescentemente "veio a necessitar e, portanto, querer dinheiro e as coisas que o dinheiro poderia comprar (...) dinheiro era certamente um elemento importante na mudança das vidas dos descendentes tanto de brancos quanto de negros na África Central" (ibid., 1976, p. 80-81).

Portanto, a tributação na forma de moeda nas colônias não apenas destruiu as economias tradicionais, mas também ajudou no desenvolvimento de economias monetárias. Isso não leva à conclusão de que apenas a tributação seria suficiente para induzir a produção para o mercado por dinheiro. Os colonos às vezes acharam necessário eliminar alternativas aos mercados, por exemplo, destruindo colheitas que permitissem auto-suficiência. Ou criando uma demanda por bens de luxo ou de *status*, que só poderiam ser obtidos, no mercado, destruindo o igualitarismo a fim de criar uma classe superior. O uso de outros meios adicionais para impor tributos monetários mostra exatamente como é incorreta a história dos livros-texto. Longe de um "consenso social" sobre o uso de dinheiro como uma eficiente alternativa ao escambo, na realidade o desenvolvimento de uma economia monetária exigiu imposição de tributos e uso de força. Como Rodney argumentou, somente uma "minoria aproveitou avidamente a oportunidade" (Rodney, 1974, p. 147) para produzir colheitas por dinheiro a fim de obter bens europeus – e só depois de ter sido exposta a eles. É muito mais difícil acreditar que indivíduos numa sociedade tradicional tivessem a idéia de produzir para o mercado para obter moeda a fim de adquirir bens que sequer existiam!

Em conclusão, as autoridades coloniais foram confrontadas com o problema de induzir populações indígenas a oferecer trabalho; elas constataram que simplesmente oferecendo moeda – mesmo que na forma de moedas de ouro ou prata – não conseguiriam o trabalho requerido. Nem adiantava a escravização, ou outras formas de compulsão, geralmente aceitáveis ou bem-sucedidas nesse tempo. Então eles confiaram na imposição de tributos, pagáveis (usualmente) na forma de moedas européias que só podiam ser obtidas dos colonizadores. Isso não apenas gerava o trabalho necessitado pelos colonialistas, mas também ajudava a promover a destruição da sociedade tribal e a criação de uma economia monetária.<sup>38</sup> Além disso, embora esteja claro que os governadores coloniais compreendessem que tributos monetizariam a economia, não está claro que eles entendessem todas as implicações disso. Eles compreendiam que tributos mais elevados induziriam um maior esforço de trabalho, e que aumentos de tributos poderiam ser usados para aumentar a oferta de trabalho mais do que para elevar a receita. Claramente, como o dinheiro europeu tinha de vir inicialmente dos colonos, os tributos poderiam, no melhor dos casos, fazer retornar o dinheiro que o governador havia gasto; entretanto, mais tarde, com o desenvolvimento de produção de safras por dinheiro para exportação, o dinheiro poderia fluir do país de origem, modificando esse resultado. Em qualquer caso, o propósito do tributo não era levantar receitas monetárias, mas proporcionar bens e serviços reais ao governador (e, eventualmente, induzir a produção de safras por dinheiro).

Finalmente, o caso dos governadores coloniais pode ser um teste mais poderoso da tese moeda-guiada-por-tributo do que parece à primeira vista, porque se trata de um caso no qual tributos são impostos por uma autoridade externa cuja única legitimidade aos olhos da população era a ameaça de uso da força. A transição poderia ter sido mais suave se a autoridade do Estado para impor tributos tivesse sido vista como derivada de princípios democráticos. Entretanto, o poder de tributar e de definir a forma pela qual o tributo seria pago põe em movimento o processo de monetização da economia. O ponto importante é que “monetização” não surgiu de escambo, e nem exigiu “confiança” – como contam muitas histórias a respeito das origens da moeda.<sup>39</sup>

#### AMÉRICA: COLÔNIAS, PRUDÊNCIA FISCAL E MOEDA CONFEDERADA

Finalmente, examinemos o caso dos Estados Unidos, que é extremamente interessante em virtude da sua tumultuada história monetária. Exceto durante períodos de guerra, o governo americano adotou a “prudência fiscal” como seu princípio orientador durante o fim do século XVIII e ao longo do século

XIX. Déficits muito grandes foram realizados durante as guerras, gerando substancial dívida pública; isso então levou à tentativa de realizar superávits fiscais depois da guerra a fim de quitar a dívida, o que, por sua vez, desencadeou severas forças contracionistas, problemas para o sistema bancário e profundas recessões ou depressões que restabeleceram os déficits governamentais – anulando o esforço de quitar a dívida. Somente uma vez (1835), a “prudência fiscal” foi bem-sucedida em eliminar a dívida governamental sujeita ao pagamento de juros, e a isso se seguiu uma depressão particularmente severa.

#### AMÉRICA NA GUERRA CIVIL

Uma grande variedade de moedas circulava nas colônias americanas, incluindo moeda “oficial” britânica e moeda estrangeira “não oficial” (principalmente, moedas espanholas e portuguesas). Apenas uma casa de cunhagem de algum porte operou em Massachusetts de 1652 a 1684, quando foi forçada a fechar.<sup>40</sup> Embora a contragosto da Inglaterra, e periodicamente proibidos, os governos coloniais também emitiam grandes quantidades de notas de papel, denominadas em libras, xelins e pence do sistema imperial. Estas eram frequentemente declaradas de curso legal (só em 1775, a Carolina do Norte declarou 17 diferentes tipos de moeda de curso legal) e aceitas em pagamento de tributos (Davies, 1997, p. 458-460). Entretanto, a emissão de notas coloniais foi, em quase todos os casos, muito além das obrigações que poderiam ser impostas pelos governos coloniais. Como Adam Smith reconheceu na época, foi este descompasso que gerou a “inflação” ou desvalorização das notas coloniais relativamente à moeda britânica. Uma série de leis do Parlamento finalmente proibiu a emissão de papel-moeda de curso forçado pelas colônias, em 1764.

No início da Guerra Revolucionária, o novo governo americano acreditava que não tinha literalmente outra escolha a não ser “financiá-la” pela “impressão de moeda”. “A tributação era odiada pelos americanos, porque tinha sido uma das causas principais da revolta” (Davies, 1997, p. 464). Ademais, os governos americanos não dispunham de “uma máquina administrativa apropriada” para arrecadar tributos, e de certo modo o “exército britânico ocupava grande parte do território enquanto a Marinha Real bloqueava os portos” (ibid.). Além disso, o Congresso Continental não tinha poder de impor tributos; somente as colônias individuais poderiam fazê-lo. E também, não era possível tomar empréstimos num montante suficiente: no máximo US\$10 milhões foram recolhidos em empréstimos domésticos, com quase US\$9 milhões disso recolhidos na forma de notas de papel, e talvez menos d

US\$8 milhões foram recolhidos em empréstimos estrangeiros. O governo central emitiu US\$241 milhões em “”, com os governos estaduais emitindo outros US\$210 milhões em suas próprias notas (ibid., p. 465). Sem obrigações tributárias suficientes as notas depreciaram-se rapidamente a despeito de tentativas de fixar preços em termos das notas. Os caíram eventualmente para um milésimo de seu valor de face, dando origem à frase “não vale u continental”.

Felizmente, o esforço de guerra foi mais bem-sucedido do que o financiamento teria sugerido. Depois da guerra, embora os ainda fosse considerados moeda de curso forçado, os comerciantes recusaram-se a aceitá-los pelo valor de face. Quando a Convenção Constitucional foi instalada em maio de 1787, um dos importantes itens levados em conta dizia respeito ao estado do novo dinheiro e das finanças do país. A Constituição, ratificada em 1789, é digna de nota porque, em seu Artigo 1º vincula, em proximidade, senão em teoria, moeda e tributos, em duas cláusulas: “Congresso terá o poder de cunhar moeda, regular o seu valor e o da moeda estrangeira” e o Congresso terá “o poder de estabelecer e arrecadar tributos, impostos aduaneiros e impostos de consumo, e pagar as dívidas (...) dos Estados Unidos” (Davies, 1997, p. 466). Como entendemos agora, estes dois estão inextricavelmente ligados (o Congresso não poderia regular o valor da moeda sem o poder de impor tributos), embora não seja claro que os formuladores da Constituição relacionassem os dois (como argumentamos no capítulo precedente, Adam Smith estabeleceu esta relação, ao menos de passagem). Por sua vez, Alexander Hamilton argumentou que “uma dívida nacional, não é excessiva, será para nós uma bênção nacional”, em parte porque os tributos necessários para pagar e servir a dívida iriam (...) forçar as mãos a trabalhar mais duro para pagar aqueles tributos”, um “argumento apresentado freqüentemente naquele tempo” (Stabile e Cantor, 1991, p. 16).

Entretanto, não foi senão pela Lei da Cunhagem de 1792 que o dólar baseado no sistema decimal, foi oficialmente adotado e cunhado com sucesso.<sup>41</sup> Refletindo a crença da época de que uma moeda forte tinha de se basear em metais preciosos, o dólar foi definido como equivalente a 371 grãos de prata ou 24,75 grãos de ouro (a relação era, portanto, de 15 para 1, com a prata valendo um pouco mais que no exterior. A Lei constituiu a primeira casa de cunhagem nacional, tornou as moedas de ouro e prata de curso forçado (conferindo também algum *status* de curso forçado às moedas de cobre) e determinou o fim do *status* de curso forçado para moedas estrangeiras depois de três anos (Davies, 1997, p. 467). Entretanto, na prática, o *status* de curso forçado para moeda estrangeira não foi completamente extinguido até 1857 em virtude de uma severa escassez constatada de moedas.

A despeito da proclamação de Thomas Paine, feita em 1776, de que “nenhuma nação poderia deixar de ter dívida”, porque “uma dívida nacional é um título nacional”, e a despeito do reconhecimento anterior de Hamilton quanto à conveniência de uma dívida nacional, na América, como Davies argumenta, “disputas monetárias foram desde o começo profundamente acirradas e quase sempre inconclusivas” (Davies, 1997, p. 471) e quase sempre foram decididas pelo aspecto das “finanças prudentes”, com uma severa desconfiança em relação a crédito, bancos e dívida nacional. Thomas Jefferson advogou “tirar do governo federal o poder de tomar empréstimo” (Stabile e Cantor, 1991, p. 29), enquanto Andrew Jackson rotulou a dívida pública como “uma desgraça nacional”, prometendo “pagar a dívida nacional” (ibid., p. 37). E, na verdade, Jackson conseguiu isso em janeiro de 1835, quando, “pela primeira e única vez, toda a dívida do governo que rendia juros foi paga” (ibid.). Um superávit fiscal continuou pelos dois anos seguintes, e o secretário do Tesouro Levi Woodbury imaginou que “deveria ser mantido como um fundo para pagar futuros déficits” (ibid., p. 41). Entretanto, uma profunda recessão começou em 1837, e pelos três anos seguintes o governo emitiu US\$20 milhões em dívida.

Mesmo nesse tempo, o Tesouro entendeu o problema criado pelos superávits. Os bancos privados mantinham espécie como reservas e o pagamento de tributos drenava moeda metálica do sistema bancário. Quando o governo realizava um superávit, estava por definição retirando mais moeda de circulação do que injetando através de dispêndio governamental.<sup>42</sup> O Tesouro defendia então o pagamento da dívida pendente, não apenas para eliminar a dívida, mas também pelo pleno reconhecimento de que isso devolveria espécie ao sistema bancário (geralmente, era política do Tesouro pagar juros e quitar dívida somente em espécie). Entretanto, era freqüente o caso em que havia uma insuficiente quantidade de dívida governamental vencendo. Assim, o Tesouro solicitava permissão especial para comprar a dívida no mercado aberto; freqüentemente, a dívida estava sendo vendida acima do par, o que significava que o Tesouro tinha de comprá-la com um prêmio. Por exemplo, em 1850, o “secretário do Tesouro James Guthrie pediu ao Congresso permissão para comprar títulos governamentais no mercado aberto” para “colocar alguns desses fundos [espécie] de volta em circulação”; a permissão foi concedida e ele pagou um prêmio de 21% “para ajudar a evitar um pânico bancário” (ibid., p. 46). Em apoio a sua política, Guthrie testemunhou que o Tesouro tinha o potencial de “exercer um controle fatal sobre o dinheiro (...) quando a receita excedesse grandemente o dispêndio” (ibid.).

Claramente, o Tesouro estava se engajando numa operação de mercado aberto de “banco central” para aliviar a pressão no sistema bancário. Entretanto,

este impacto nos bancos privados tinha sido reconhecido há muito; Biddle argumentou em 1832 que a acumulação de espécie pelo Tesouro em antecipação de pagamento de dívida poderia destruir muitos bancos estaduais. O secretário do Tesouro Robert J. Walker engajou-se numa operação de "re-compra" em 1847 para injetar reservas, comprando títulos e concordando em revendê-los a seus detentores prévios ao mesmo preço. Nos anos 1850, Fairchild comprou títulos, pagando elevados prêmios de 29% (ibid., p. 63). Depois da Guerra Civil, superávits eram a norma, com os grandes superávits no final dos anos 1880 levando ao pagamento de dívida e à profunda depressão nos anos 1890; o país fecharia o século com persistentes déficits.

Saltaremos a tumultuada história das tentativas de estabelecer um banco nacional e uma circulação nacional monetária em papel. Por volta de 1859, havia 9.916 diferentes espécies de letras de câmbio bem como 5.400 diferentes letras de câmbio falsificadas, circulando principalmente com um desconto sobre o valor de face e exigindo "não apenas de cada banqueiro como também de cada comerciante de alguma importância fazer referência a uma ou outra das séries de guias de notas bancárias" (Davies, 1997, p. 480-481). Entretanto, o governo federal foi impedido de emitir papel-moeda entre a Revolução e a Guerra Civil. Acreditava-se que este fato seria a fonte de uma estabilidade de preços de longo prazo no século XIX. Entretanto, na realidade, o motivo foi a política fiscal persistentemente "apertada": exceto durante guerras ou recessões profundas, o orçamento era constantemente superavitário, com o governo tomando mais espécie que pagava, exercendo uma influência deflacionária na economia.<sup>43</sup> Os superávits só se tornaram possíveis porque os déficits (e a dívida pendente) surgiram durante as guerras e recessões, o que permitiu ao governo injetar moeda de volta na economia enquanto comprava sua dívida. Então os Estados Unidos entraram no século XX com preços similares àqueles que existiam no começo do século XIX e com uma dívida governamental total de menos que US\$2 bilhões (da qual metade era com pagamento de juros e a remanescente consistia de notas do Tesouro) (Stabile e Cantor, 1991, p. 65)

#### O PERÍODO DA GUERRA CIVIL

Encerramos este capítulo histórico com um exame da Guerra Civil, que oferece uma comparação útil dos efeitos financeiros dos dois lados. O Norte era capaz de impor uma obrigação tributária significativa e recorreu numa extensão muito menor à "moeda impressa" (dispêndio deficitário com base em emissão de notas) que o Sul, que nunca foi capaz de impor e implementar



tributos. No Norte, por exemplo, o dispêndio total no esforço de guerra tem sido estimado em cerca de US\$4 bilhões; os tributos eram iguais a 21% dos gastos e as vendas de títulos eram iguais a 62%; somente US\$450 milhões de *greenbacks* foram emitidos, e outras fontes eram iguais a 4% dos dispêndios<sup>44</sup> (Lerner, 1954, p. 507). A inflação no curso da guerra fez com que os preços no Norte mais do que dobrassem. Em contraste, os preços no Sul aumentaram 28 vezes. Embora seja verdade que o Sul estava do lado perdedor, como discutiremos, grande parte da inflação parece mais ter sido um resultado de sua incapacidade para tributar do que de desapontamentos no curso das ações militares.

Os estados confederados defrontaram-se com uma tarefa monumental: como criar um dinheiro e emitir suficiente moeda fiduciária para prosseguir com a Guerra Civil. Embora guerras apresentem circunstâncias econômicas não usuais, é possível que seu financiamento possa jogar alguma luz na natureza da moeda estatal. Como as colônias durante a Guerra Revolucionária, a Confederação tentou impor tributos pagáveis em bens. Entretanto, os tributos "eram evitados pelos fazendeiros e homens de negócio que vendiam seus bens (ou os escondiam) antes da época do recolhimento" (Lerner, 1954, p. 506). Além disso, "nem os bens certos nem as quantidades certas de bens eram recolhidos, e os fornecimentos que eram obtidos freqüentemente estragavam, sofriam danos ou eram roubados antes que pudessem ser transportados para as áreas onde eram necessários" (ibid.). Todos estes problemas poderiam ter sido (e, na verdade, foram) esperados com tributos em bens. Como resultado, a Confederação, "como qualquer governo, comprou a parte principal de seus suprimentos" (ibid., p. 507).

Entretanto, tributos equivaliam a menos de 5% do dispêndio do Sul, que totalizou cerca de US\$2,7 bilhões, com vendas de títulos perfazendo a 30%, notas emitidas pela "máquina impressora" a 60%, e outras fontes de renda chegando a 5% do dispêndio (ibid.). Isto está em contraste com a situação financeira do Norte, discutida acima. Christopher Memminger, secretário do Tesouro confederado, defendeu receitas tributárias mais altas; entretanto, o Congresso exigiu tributos mais baixos, a Confederação não teve "instrumentos para arrecadar grandes quantidades de tributos" (ibid.), os estados do Sul resistiram fortemente a um poder estatal centralizado e, ao menos inicialmente, o Sul esperava uma vitória rápida. O secretário Memminger

via dois benefícios imediatos e indispensáveis em impor tributos pagáveis em notas do governo. Primeiro, tributos criavam uma demanda pelo papel emitido pelo governo e lhe davam valor. Se todos os contribuintes precisassem de papel, desejariam trocá-los por bens, e as notas circulariam como moeda. Segundo, à proporção que a tributação aumentasse a receita, reduziria o número de novas

notas que teriam de ser emitidas. Numerosos pronunciamentos públicos de Memminger durante a guerra mostram que ele percebeu claramente que real leva os preços a fugirem de controle. Também mostram que ele acreditava que um forte programa tributário diminuiria a possibilidade de inflação. (ibid., p. 508)

Se tomado fora do contexto, isto pareceria ser não mais do que a crença de que "inflação é causada por muita moeda caçando poucos bens", mas é claro que o entendimento de Memminger foi bem além disso. Ele acreditava que, se o Estado fosse meramente "imprimir" notas para comprar bens e serviços de que necessitava sem criar suficiente demanda por essas notas, isso resultaria em inflação. O que era necessário, entretanto, era impor obrigações tributárias suficientes para criar uma demanda pelas notas de forma que bens e serviços fossem oferecidos a preços relativamente estáveis.

Memminger propôs impor tributos monetários primeiramente sobre propriedades cuja renda futura dependeria da vitória do Sul, a fim de fazer melhor uso do "sentimento patriótico", e estabeleceu incentivos aos estados para arrecadar os tributos. Infelizmente, os estados não cooperaram. Alguns apenas confiscaram a propriedade pertencente a pessoas do Norte (contabilizando o valor como receita tributária), colocaram títulos para circular e arrecadaram como tributos o dinheiro que teria sido pago como juros, ou tomaram emprestado o montante necessário de bancos estaduais. Isto é parcialmente explicável pelo sentimento dos cidadãos de que eles já estavam pagando tremendos custos humanos para continuar a guerra, portanto, havia fortes sentimentos locais contra os tributos. Entretanto, dado nosso entendimento do princípio da moeda-guiada-por-tributos, é claro que confiscar propriedade de nortistas ou vender títulos a bancos não pode criar demanda pelo dinheiro. Ao longo da guerra, Memminger proporia medidas para aumentar as receitas tributárias, apenas para descobrir que o Congresso preferia emitir notas para "financiar" a guerra; mesmo quando as alíquotas dos tributos eram aumentadas, era fácil sonegá-los, e os estados tendiam a ficar do lado de seus cidadãos contra os coletores de impostos confederados.

Como resultado, Memminger foi forçado a confiar em vendas de títulos e emissões de notas. Na verdade, Memminger muitas vezes emitiu títulos usados pelo Tesouro como dinheiro, forçando os vendedores a aceitá-los; entretanto, ele também permitiu pagamentos de tributos na forma de títulos — o que significa que os títulos eram essencialmente dinheiro que pagava juros. Memminger escreveu ao presidente Davis: "Quando se lembra que a circulação de todos os estados confederados antes da presente guerra era menor que 100 milhões, torna-se óbvio que a grande quantidade de moeda

em circulação hoje deve levar à depreciação e ao desastre final" (Lerner, 1954, p. 520). Por volta de fevereiro de 1864, bem mais que US\$1,5 bilhão em notas tinham sido emitidas pela Confederação.

Na verdade, Memminger descobriu que, mesmo com um estafe de 262 pessoas na repartição de assinatura de notas (cada nota era assinada à mão num esforço para reduzir a falsificação), era impossível emitir notas suficientemente rápido para dar conta do dispêndio do Tesouro. Quando o Congresso se recusou a permitir-lhe simplificar a impressão de uma assinatura nas notas (para aumentar a velocidade de emissão), ele respondeu recomendando que o Sul lançasse mão de honrar as notas falsificadas numa tentativa de aumentar a oferta de moeda! Uma legislação para esse efeito foi aprovada, o que levou os bancos a contabilizar abertamente como ativos as notas falsificadas por eles mantidas. As falsificações poderiam ser transferidas para o Tesouro em troca de um certificado à vista de 6%, depois do que as falsificações seriam carimbadas como "válidas" pelo Tesouro, e então reemitidas para financiar o dispêndio governamental (Lerner, 1954, p. 120-21).

À luz de nossa discussão acima, as conseqüências das finanças confederadas não deviam ser difíceis de imaginar. Se um governo determina o valor do dinheiro ditando os termos pelos quais deve ser obtido *twintopt*, assim como garantindo que os tributos sejam na verdade pagos, então a Confederação se colocou, de fato, um objetivo muito modesto. A implementação de tributos era virtualmente inexistente, ao passo que os encargos, mesmo se implementados, não eram nem mesmo próximos daquilo que se teria exigido para mobilizar os recursos necessários para o setor governamental. Além disso, quando o Congresso concordou em aceitar falsificações, isso essencialmente reduziu o valor da moeda aos custos de impressão (o "esforço" envolvido em obter *twintopt* foi reduzido para o que era associado à impressão de falsificações).

Uma inflação descontrolada teria sido o resultado esperado, e, na verdade, era o resultado esperado por Memminger: "O dinheiro continua a aumentar rapidamente em quantidade. Este aumento causa um avanço diário nos preços (...) que, se não paralisado, deve resultar em conseqüências desastrosas para os melhores interesses do país" (Lerner, 1954, p. 520). A inflação aumentou para 23% ao mês em março de 1864. Uma "reforma" monetária em maio de 1864 repudiou o velho dinheiro e temporariamente baixou a inflação, mas, em 1º de agosto, US\$170 milhões de novas notas foram emitidas, enquanto menos de US\$10 milhões foram recolhidos em tributos, tornando inevitável a volta da inflação. Em novembro, o novo secretário Trenholm declarou que a reforma monetária era um fracasso. O resultado, como se diz, é história.

Certamente, guerras apresentam circunstâncias econômicas pouco usuais (particularmente quando se está do lado perdedor), e alguma inflação é certamente inevitável dado o provável hiato entre a quantidade de bens e serviços que o governo requer e os tributos que pode impor. Pode-se também esperar que mesmo cidadãos patrióticos possam tornar-se menos inclinados a aceitar dinheiro (e títulos governamentais) diante de notícias negativas da frente de guerra – assim, a inflação do Sul pode ter resultado de dúvidas de que ele ganharia a guerra, visto que seu dinheiro seguramente não seria aceito se o Norte ganhasse. Surpreendentemente, Lerner relata que este não era o caso: “Estranho como possa parecer, vitórias militares e derrotas, sem mencionar os eventos políticos cambiantes, não afetaram o mercado de títulos” (Lerner, 1954, p. 518). Na verdade, ao longo da guerra, os preços dos títulos aumentaram (as taxas de juros caíram) tanto no Sul quanto no Norte, tendo esta tendência sido revertida no Sul apenas durante 1864, quando “as linhas de suprimento militar deterioraram-se a tal ponto que os homens do general Lee estavam vivendo da mão para a boca” (ibid.). Mesmo assim, ocorreu apenas um pequeno declínio de preços dos títulos. Parece, portanto, improvável que se possa atribuir parte da inflação no Sul ao pessimismo relacionado às suas perspectivas a longo prazo (que deveria ter afetado a demanda por títulos ainda mais que a demanda por dinheiro); ao contrário, isso se deveu a sua incapacidade de impor o pagamento de tributos.

Depois da guerra, o dispêndio governamental federal caiu de US\$1,3 bilhão, em 1865, para US\$365 milhões, em média, durante o resto do século. A Lei Bancária Nacional de 1863 estabeleceu cartas patentes para bancos nacionais, permitindo-lhes emitir notas contra títulos governamentais. Durante a guerra, o Tesouro construiu, a partir de receitas aduaneiras, uma grande reserva de ouro que foi usada depois da guerra para resgatar *greenbacks* e títulos, tornando-se uma reserva “mais saudável” para o sistema bancário. Entretanto, o Tesouro descobriu que o ouro continuou a retornar na forma de pagamentos de tarifas aduaneiras, e seu resgate de títulos reduziu os títulos disponíveis para uso como reservas. Como resultado, poucas *greenbacks* foram resgatadas. Em 1869, a Suprema Corte decidiu que elas não teriam curso forçado, mas esta decisão foi revertida em 1870, e uma decisão de 1884 declarou que o Congresso tinha a autoridade geral para estabelecer o curso forçado do dinheiro. Diferente do caso das “continentais”, dada a política fiscal extremamente apertada que gerou superávits governamentais amplos e contínuos, as *greenbacks* permaneceram “rão boas quanto ouro” durante as décadas seguintes. Os preços caíram rapidamente depois da Guerra Civil, e as severas recessões dos anos 1870 e 1890 mantiveram a inflação sob controle pelo resto do século.

## CONCLUSÃO

Neste capítulo, examinamos rapidamente as origens do dinheiro, encontrando-as nos contratos de dívida e, mais especificamente, em dívida tributária que era imposta em forma de moeda. Similarmente, argumentamos que moedas metálicas não eram mais que símbolos do endividamento da Coroa. Significativamente, embora as moedas, de longa data, fossem feitas de metais preciosos, foi apenas em tempo relativamente recente que se passou a acreditar que o conteúdo de metal precioso determinava o valor da moeda cunhada. O padrão ouro tentou estabilizar os preços do ouro na crença de que isso estabilizaria o valor da moeda. Entretanto, argumentamos que os preços relativamente estáveis no padrão ouro provavelmente têm a ver mais com a política fiscal apertada adotada. Em alguma medida, um padrão ouro rigorosamente implementado geraria política fiscal apertada precisamente porque o dispêndio estatal dependeria da capacidade do Estado de obter e cunhar ouro. Entretanto, como mostramos, a tentação de sair do padrão ouro provou ser muito grande durante as guerras (e, na verdade, durante crises financeiras). Assim, ao menos no caso dos Estados Unidos, eram realmente os persistentes superávits estatais entre guerras que deflacionavam a economia.

Na verdade, provavelmente nunca poderemos descobrir as origens do dinheiro. Nem isto é crucial para os propósitos deste livro, pois estamos mais preocupados com o desenvolvimento e o entendimento do dinheiro moderno, isto é, com o uso do dinheiro nas economias modernas. Como discutimos nos capítulos precedentes, todas as economias modernas têm uma moeda estatal que é muito claramente definida pela "aceitação" do Estado nos "guichês de pagamento públicos", embora nossos funcionários governamentais do mundo real moderno provavelmente entendam até menos sobre moeda do que os governadores coloniais. Nos dois próximos capítulos, nos dedicaremos ao exame das modernas políticas fiscais e monetárias.

## DISPÊNDIO GOVERNAMENTAL, DÉFICITS E MOEDA

Segundo a visão convencional, receita tributária proporciona a renda de que o governo necessita para financiar seu dispêndio. Um governo pode ser capaz de gastar mais do que arrecada, ao menos temporariamente, se é capaz de emitir dívida que o público vai reter. Isto é, o governo pode ser capaz de tomar empréstimo do público para financiar o dispêndio deficitário. Um método que é quase universalmente rejeitado é o governo emitir dívida que não rende juros — moeda corrente — para financiar déficits. Isto pode ser feito ou diretamente pelo Tesouro ou indiretamente através do banco central. Como déficits governamentais financiados dessa forma causariam diretamente uma expansão da oferta de moeda, muitos economistas sustentam que isso causaria diretamente inflação.

Se, ao contrário, o governo vendesse títulos que rendem juros para financiar (ou "fundar"<sup>1</sup>) seu déficit, a oferta monetária só aumentaria — de acordo com a maioria dos economistas — se o banco central "acomodasse", aumentando as reservas bancárias.<sup>2</sup> Se o banco central não acomodar, não haverá impacto direto sobre a inflação.<sup>3</sup> De acordo com a visão convencional, a tomada de empréstimo pelo governo, acabaria provavelmente por "ocupar os espaços" dos empréstimos ao setor privado, pois ampliaria a demanda por fundos emprestáveis, pressionando para cima as taxas de juros e deslocando dispêndio privado sensível aos juros (investimento, construção habitacional, consumos duráveis). A ocupação do espaço<sup>4</sup> pode ser parcial, completa ou mesmo mais do

<sup>1</sup> No original, *crowd out*. (N. do T.)

<sup>2</sup> No original, *crowding out*. (N. do T.)

que completa, dependendo das hipóteses que se assumam.<sup>4</sup> Em prazo mais longo, se a ocupação de espaços ocorrer, isso deprimirá a oferta agregada e poderia dessa forma induzir inflação de custo.

Finalmente, embora a maioria dos economistas reconheça que ao menos sob algumas situações os déficits governamentais são desejáveis (e que, às vezes, benefícios superam custos), a maioria argumentaria que déficits persistentes devem ser evitados. Mesmo economistas keynesianos geralmente argumentam que déficits estruturais deveriam ser evitados; isto é, embora um governo deva incorrer em déficits nas recessões, estes devem ser compensados por superávits durante as expansões. Acredita-se que déficits permanentes devem ser evitados porque nenhum governo pode operar de uma maneira que gere expectativas de que ele não será capaz de quitar suas dívidas, isto é, a expectativa de que a dívida será apenas "rolada". Embora não haja uma relação específica dívida-PIB ou déficit-PIB, na qual os mercados percam a confiança no governo, não se põe em dúvida que esses limiares existem. Acredita-se, pois, que os governos estão sujeitos a forças do mercado que determinam a quantidade de dívida em que pode incorrer, assim como o preço (taxa de juros) dessa dívida. Se a população doméstica não tomar toda a dívida, o governo é forçado a vender títulos nos mercados internacionais. Os mercados internacionais poderiam mesmo forçar o governo a tomar emprestado em moeda estrangeira (emissão de dívida denominada em moeda estrangeira) se as finanças do país são questionáveis. Na verdade, o governo pode ser forçado a impor austeridade a sua população a fim de aplacar os mercados internacionais antes de ser levado a vender títulos internacionalmente.

Não pretendemos explorar estas posições com mais detalhe. Antes, nossa análise procurará demonstrar que esta visão confunde completamente a natureza do dispêndio, da tributação, dos déficits e da venda de títulos pelo governo. Como sustentamos na Introdução, permanentes déficits governamentais consolidados são a norma teórica e prática numa economia moderna. Embora seja certamente possível realizar um superávit a curto prazo, como discutiremos, isto tem efeitos sobre a renda e o balanço que desatam poderosas forças deflacionárias.<sup>5</sup> Dadas as preferências usuais do setor privado em relação à poupança líquida, crescimento econômico requer persistentes déficits governamentais. Além disso, o dispêndio governamental é sempre financiado por criação de moeda fiduciária – mais do que através de receitas tributárias ou vendas de títulos. Na verdade, tributos são requeridos não para financiar o dispêndio, mas, sim, para sustentar a demanda por moeda fiduciária do governo. Finalmente, vendas de títulos são usadas para drenar o excesso de reservas a fim de manter positivas as taxas de juros de empréstimo do *overnight*.

mais do que para financiar déficits governamentais. Isso leva a uma visão inteiramente diferente sobre o grau em que os governos são "forçados" a responder a pressões provenientes dos mercados internacionais. Argumentamos que a maioria das pressões que os governos atualmente acreditam ter origem nos mercados internacionais, na verdade, são restrições auto-impostas que decorrem de uma confusão sobre a natureza dos déficits governamentais.

Nossa visão se constrói a partir da abordagem keynesiana e está provavelmente muito estreitamente relacionada com a abordagem das finanças funcionais de Abba Lerner. De acordo com Lerner,

a idéia central é que a política fiscal do governo, seu dispêndio e tributação, sua tomada e repagamento de empréstimos, sua emissão de nova moeda e sua retirada de moeda [do mercado] serão todos tratados tendo exclusivamente em vista os resultados destas ações na economia, e não em alguma doutrina tradicional estabelecida sobre o que é ou não saudável. (Lerner, 1943, p. 39)

Ele prosseguiu, listando duas "leis" de finanças funcionais:

A primeira responsabilidade financeira do governo (visto que ninguém mais pode assumir essa responsabilidade) é manter a taxa total de dispêndio no país em bens e serviços nem maior nem menor que a taxa que, a preços correntes, compraria todos os bens que é possível produzir. (Ibid.)

Quando o dispêndio é muito alto, o governo deve reduzi-lo e aumentar os tributos; quando é muito baixo, o governo deveria aumentar o dispêndio e reduzir tributos.

Um interessante corolário é que a tributação nunca deve ser estabelecida apenas porque o governo precisa fazer pagamentos monetários (...) Tributação deveria, pois, ser imposta somente quando é desejável que os contribuintes tenham menos moeda para gastar. (Ibid., p. 40)

Se o governo não usa tributos para "fazer pagamentos monetários", então como estes são feitos? De acordo com Lerner, o governo não deveria recorrer a empréstimos para os propósitos de dispêndio porque "a segunda lei de Finanças Funcionais diz que o governo só deveria tomar empréstimo em moeda se fosse desejável que o público devesse ter menos moeda e mais títulos governamentais" (ibid.). Em outras palavras, o propósito dos tributos e dos títulos não é realmente financiar dispêndio, pois cada um destes serve a um propósito diferente (tributos removem renda privada excessiva enquanto títulos oferecem uma moeda alternativa que rende juros). Em vez disso, o governo deveria atender a suas necessidades "imprimindo moeda nova" sempre que o primeiro e o segundo princípios de finanças funcionais estabelecem que nem tributos nem vendas de títulos são requeridos.



Em resumo, Lerner argumentou:

Finanças funcionais rejeitam completamente doutrinas tradicionais de "finanças saudáveis" e o princípio de tentar equilibrar o orçamento durante um ano solar ou qualquer outro período arbitrário. Em seu lugar, prescreve: primeiro, o ajustamento do dispêndio total (por todos na economia, incluindo o governo) a fim de eliminar tanto o desemprego quanto a inflação, usando o dispêndio governamental quando o dispêndio total é muito baixo e a tributação quando o dispêndio total é muito alto; segundo, o ajustamento da quantidade de dinheiro e de títulos governamentais em poder do público, pela tomada de empréstimos ou pagamento de dívida, a fim de alcançar a taxa de juros que resulta no nível mais desejável de investimento; e, terceiro, a impressão, armazenamento ou destruição de moeda à medida que for necessário para implementar as duas primeiras partes do programa. (Ibid. p. 41)

Ele concluiu que finanças funcionais "são aplicáveis a qualquer sociedade na qual a moeda é usada como um importante elemento no mecanismo econômico" (ibid., p. 50).

O que estamos acrescentando à abordagem de Lerner é (1) um reconhecimento explícito do papel desempenhado por tributos no direcionamento da moeda (o que, como notado no Capítulo 2, foi reconhecido por Lerner num outro contexto); (2) um exame explícito do impacto sobre as reservas da aplicação do segundo princípio de finanças funcionais (tratado com mais detalhe no Capítulo 5); e (3) a análise de um programa de dispêndio governamental que automaticamente gerará o pleno emprego, como recomendado por Lerner (tratado principalmente no Capítulo 6).

## DÉFICITS GOVERNAMENTAIS E MOEDA FIDUCIÁRIA

Como discutido no Capítulo 1, todas as modernas economias capitalistas operam à base de sistemas de moeda fiduciária. A moeda fiduciária é emitida diretamente pelo Tesouro (como nos Estados Unidos, onde o Tesouro emite moedas divisionárias) ou através do banco central (como nos Estados Unidos onde o FED emite notas de papel) como exigibilidades não conversíveis com o governo. Esta moeda fiduciária geralmente funciona como de curso legal, seja, é sancionada pelos tribunais como o dinheiro que permite a consumação de "todas as dívidas, públicas e privadas". É a única moeda que é aceita em última instância em pagamento de tributos.<sup>6</sup> É também a moeda na qual as exigibilidades bancárias são conversíveis (seja à vista, seja após um prazo especificado), e que é usada para compensação entre bancos e entre bancos privados e o banco central. É a moeda usada como elo entre as comunidades de pagamento públicas e privadas.<sup>7</sup> É a moeda que fica no topo da pirâmide (ou hierarquia) de dívida, ou a moeda "definitiva" ou "valuta".

a mais líquida exigibilidade usada internamente – exceto nas raras circunstâncias em que uma moeda estrangeira é usada internamente (como é o caso hoje em alguns dos antigos países socialistas). A coisa mais importante a entender é que numa economia moderna funcionando normalmente, a moeda fiduciária interna é sempre aceita em troca de produção doméstica; qualquer coisa que está à venda com um preço em dólar pode ser adquirido pelo fornecimento de dinheiro dos Estados Unidos (moedas ou notas).<sup>9</sup>

Quando um governo moderno gasta, ele emite um cheque contra o Tesouro; suas exigibilidades crescem pelo montante do gasto e seus ativos crescem (no caso de uma compra) ou algumas outras exigibilidades se reduzem (no caso de uma transferência social, por exemplo, exigibilidades de pagamento de seguridade social são reduzidas pelo montante de cheques de seguridade social emitidos). O receptor do Tesouro quase certamente “cobrará” o cheque num banco; ou o sacará em dinheiro ou, mais comumente, a conta corrente do receptor será creditada. No último caso, as reservas bancárias são creditadas pelo FED no montante do aumento do depósito em conta corrente. Para nossos propósitos, não é importante distinguir entre os balanços contábeis do FED e do Tesouro. As reservas bancárias lançadas nos livros como ativo do banco e como exigibilidade do FED são apenas um direito sobre moeda fiduciária do governo – em qualquer tempo, o banco pode convertê-las em moedas ou notas de papel, ou usá-las em pagamentos ao Estado. Quando o receptor “cobra” em dinheiro um cheque do Tesouro, um banco converterá reservas em dinheiro – que é sempre fornecido à vista pelo FED, que atua como “banco” do Tesouro, convertendo um tipo de exigibilidade do Tesouro (um cheque assinado para o público) em outro tipo (moedas ou um IOU para o FED, contrabalançados por emissão de notas de papel pelo FED).

O que é importante destacar é que o Tesouro gasta antecipadamente, sem relação ao recebimento prévio de tributos ou com a venda anterior de títulos. Nos Estados Unidos, os tributos são recebidos ao longo do ano (embora não uniformemente, visto que as receitas se concentram em torno de certas datas quadrimestrais, como a data limite de 15 de abril), principalmente em contas especiais de tributos mantidas em bancos comerciais privados. É verdade que o Tesouro transfere fundos dos bancos privados para sua conta no FED quando deseja “gastar”, mas isso é realmente uma operação de manutenção de reserva – quando o Tesouro gasta, as reservas bancárias crescem aproximadamente na mesma proporção, de forma que a transferência das contas tributárias é usada para estabilizar as reservas bancárias. Estes acréscimos ou subtrações de reservas precisam ser cuidadosamente monitorados, com injeções de reservas do banco central para compensar qualquer queda (por

exemplo, se as transferências das contas tributárias excedem os depósitos de cheques do Tesouro) ou drenagem para remover o excesso de reservas.

Estas ações do banco central para ajustar as flutuações diárias que desestabilizam a taxa de juros do *overnight* (chamadas fatores operacionais) serão consideradas em detalhe no Capítulo 5. O ponto é que as receitas tributárias não podem ser gastas. Quando se consolidam os balanços contábeis entre o FED e o Tesouro, vê-se que, em realidade, o Tesouro não pode recolher os tributos da economia antes de gastar – qualquer transferência de contas tributárias da economia privada para o balanço contábil do governo deve ser exatamente contrabalançada por provisão governamental de um montante equivalente de “moeda fiduciária” através do uso do balanço contábil do FED. Em qualquer caso, como o governo é o único ofertante de moeda fiduciária, não pode receber em tributos uma moeda que não forneceu aos mercados privados. A fonte original de toda moeda fiduciária deve ser o governo (consolidado), e a coordenação entre o Tesouro e o banco central é exigida para manter as reservas. Se não fosse pelo efeito de dispêndio governamental sobre reservas bancárias, não haveria necessidade de vincular o dispêndio a transferências provenientes de contas tributárias; a coincidência no tempo de “receitas” tributárias e dispêndio governamental (ou operações de mercado aberto do banco central) não é uma indicação de uma operação de “financiamento”, mas é, isto sim, uma exigência para manter a estabilidade no mercado de reservas. A implicação é que pagamentos tributários não “financiam” dispêndio governamental, mas criam uma demanda por dinheiro e impactam as reservas.<sup>10</sup>

Começando do nível agregado, é fácil ver que somente o governo pode ser um ofertante “líquido” de moeda. Como mostrado no Capítulo 5, cada criação privada de moeda efetuada por alguém é contrabalançada pela criação de obrigação privada igual. Por exemplo, toda vez que um banco cria um depósito à vista (moeda), isto é lançado na conta do depositante como um ativo, mas é uma exigibilidade do banco. O depósito, por sua vez, é criado pelo banco na medida em que compra um ativo – tipicamente o IOU de um tomador. Moeda bancária é uma moeda “interna”; embora seja um ativo do detentor (ou depositante), é contrabalançada pela exigibilidade do banco e nunca pode ser um ativo líquido do setor privado.

Pagamentos que usam moeda bancária fazem-na mudar de bolsos mas a deixam intacta exceto (1) se um empréstimo bancário é pago, ou (2) se um cheque bancário é apresentado ao caixa, ou (3) se são feitos pagamentos ao governo. Em todos esses três casos, a moeda bancária é destruída; os últimos dois casos requerem uma moeda de fora, governamental. Quando as famílias usam depósitos bancários para pagar tributos, o resultado é uma drenagem

na compensação, de tal forma que os bancos não podem satisfazer os requerimentos de reserva.<sup>11</sup> As taxas de juros de *overnight* (nos Estados Unidos, a taxa dos fundos do FED) se elevam enquanto os bancos tentam desesperadamente satisfazer os requerimentos legais; dado o excesso de demanda por reservas e uma elasticidade de demanda muito próxima de zero (visto que os requerimentos devem ser satisfeitos), poderia seguir-se uma interrupção do mercado (com demanda mas sem oferta). O banco central nesse ponto teria de intervir para proporcionar as reservas de moeda fiduciária requeridas. O procedimento mais provável seria engajar-se em compras de títulos governamentais no mercado aberto. Claramente, isto não é sustentável como uma solução de equilíbrio, porque o público (inclusive os bancos) poderia eventualmente fugir dos títulos governamentais para vendê-los ao banco central.

O banco central nesse ponto poderia apresentar-se para comprar outros tipos de ativos do público. Por exemplo, o banco central pode, e efetivamente o faz, comprar moedas estrangeiras do público, dessa forma injetando reservas em moeda fiduciária interna. Alternativamente, o banco central poderia começar a comprar ativos financeiros internos, ou mesmo bens e serviços internos. Na verdade, em países que parecem praticar orçamentos superavitários, são invariavelmente usadas combinações destas políticas de banco central, para fornecer ao público a moeda fiduciária de que necessita para pagar tributos. Em certo sentido, isto não é nada mais que um artifício contábil — o governo mantém dois conjuntos de contas, as contas do Tesouro e as contas do banco central, e pratica superávits em um e déficits em outra.<sup>12</sup> É somente porque as compras pelo banco central de títulos governamentais, títulos privados, outros ativos privados, moedas privadas ou mesmo bens e serviços não são contadas como parte do dispêndio governamental que pode parecer que persistentes superávits governamentais sejam possíveis. Em conclusão, um superávit persistente não é exequível porque as famílias esgotarão seus estoques líquidos de moeda; um superávit na conta do Tesouro só é possível se o banco central injetar reservas mediante a compra de ativos ou mediante empréstimos de reservas.<sup>13</sup>

Quando o governo cria moeda fiduciária para comprar bens e serviços (ou ativos como ouro, ou para reduzir obrigações como pagamentos devidos aos beneficiários da seguridade social), isto aparece nas contas do público como um crédito de moeda fiduciária e um débito em bens e serviços vendidos ao governo (ou ativos vendidos ou direitos sobre o governo). Isto é "criação de moeda líquida" porque não é contrabalançada por uma obrigação do setor privado. Esta "moeda líquida" (também chamada "moeda externa") está disponível para pagar tributos. Quando os tributos são pagos, o público po-

de reduzir suas obrigações monetárias pendentes, que são exatamente iguais à redução de suas disponibilidades de "moeda líquida" (moeda fiduciária governamental).

Em princípio, então, o governo primeiro gasta moeda fiduciária (para comprar bens, serviços e ativos ou para realizar "pagamentos de transferência" que quitam exigibilidades governamentais). Uma vez que o governo tenha gastado, então aquela moeda fiduciária fica disponível para ser transferida para ele a fim de satisfazer obrigações tributárias. Por lógica, o público não pode pagar com moeda fiduciária ao governo para satisfazer obrigações tributárias antes que o governo tenha pago ao público com moeda fiduciária. Numa moderna economia capitalista, pode parecer mais complexo que isso porque a maioria dos tributos é paga com cheques sobre depósitos bancários, não com dinheiro corrente. Entretanto, isto leva ao mesmo ponto porque cada pagamento de tributos gera uma drenagem na compensação de reservas, ou uma perda de reservas.<sup>14</sup> Assim, tributos não podem ser pagos até que moedas ou notas reais sejam injetadas na economia, ou reservas bancárias tenham sido criadas. O dispêndio governamental gerará moedas divisionárias, notas ou reservas bancárias que são necessárias para "pagar tributos".

Dadas essas considerações, o mínimo que um governo pode praticar continuamente é, do ponto de vista teórico, um orçamento. Se o governo fosse tentar realizar um superávit, o público descobriria que suas receitas de "moeda líquida" seriam menores que suas obrigações tributárias, requerendo que as famílias recorressem a seus estoques de moeda fiduciária (acumuladas a partir do dispêndio deficitário governamental e de compras de ativos do passado) para pagar tributos. Eventualmente, como é natural, os estoques se esgotariam. Finalmente, o público apresentaria para pagamento títulos governamentais a vencer a fim de obter moeda fiduciária com que pagar tributos, mas, de novo, isto está limitado à parcela do estoque de dívida pendente que está por vencer (ela própria uma função de déficits governamentais prévios e da estrutura temporal de vencimento da dívida). Neste ponto, a única fonte de dinheiro de curso forçado para pagar tributos é um novo dispêndio governamental (déficit) ou compras governamentais de ativos.

## DÉFICITS E POUPANÇA

A política fiscal, ou, mais especificamente, a decisão de gasto, determina principalmente o montante de moeda fiduciária (moedas divisionárias, notas ou reservas – que são sempre conversíveis à vista em moedas e notas) disponível para pagar tributos. Embora seja verdade que as compras (ou empréstimo)

líquidas do banco central também suprem reservas (portanto, moeda fiduciária), isto é pequeno em relação ao dispêndio governamental e à tributação, e é tomado como uma ação defensiva para adicionar/drenar reservas numa base de curto prazo. Previamente, examinamos as razões para a aceitação pública de moeda fiduciária. Em resumo, o público não abriria mão de bens e serviços para o governo em troca de notas e moedas, de outro modo sem valor, a menos que houvesse boa razão para fazer isso. A razão principal pela qual o público aceita moeda fiduciária é porque tem obrigações tributárias para com o governo. Isso não deve ser confundido com o argumento de que a população aceita moeda governamental somente por causa da obrigação tributária (o que seria verdade só na versão mais simples de nossa história hipotética do governador colonial). A obrigação tributária é uma condição suficiente mas não necessária para a "aceitação" (como Knapp a chamou) de moeda estatal. Sustentamos, entretanto, que se o sistema tributário fosse removido, o governo descobriria eventualmente que sua moeda fiduciária perderia sua propriedade de comprar bens e serviços no mercado.

Normalmente, os tributos agregados terão de ser menor que o dispêndio governamental total em razão da preferência do público por manter algumas reservas de moeda fiduciária. Indivíduos também mantêm depósitos bancários que rendem juros (moeda interna) e outros ativos financeiros privados; entretanto, como estes podem ser convertidos à vista em moeda fiduciária, os bancos manterão algumas reservas de moeda fiduciária ou tentarão deter ativos líquidos (como títulos governamentais) que podem ser convertidos em reservas de moeda fiduciária. Na economia moderna, o sistema bancário possibilita que contribuintes possam sempre trocar obrigações bancárias por moeda fiduciária; assim, as famílias não têm necessidade de reter dinheiro para pagamento de tributos. Estoques de dinheiro das famílias são, pois, uma função de incerteza sobre a segurança de bancos, de atividades ilegais, da conveniência e de outros fatores idiossincráticos. Os estoques de moeda dos bancos são, por sua vez, função das taxas de reservas bancárias exigidas, que são efetivamente exigências para o "equilíbrio mínimo". Num país sem exigência legal de reservas compulsórias, se as reservas não rendem juros, cada banco tentará operar de forma que seu saldo de reservas no fim de cada dia seja zero; as implicações são equivalentes à exigência de um equilíbrio mínimo de zero.<sup>15</sup> Em todos os casos, o banco central deve operar para assegurar que os equilíbrios mínimos sejam atingidos. Observe-se também que uma parte das carteiras dos bancos e das famílias será destinada a títulos governamentais; estes são pouco mais que dinheiro governamental que rende juros, provido como parte da política monetária para drenar reservas a fim de permitir ao banco central atingir sua meta de taxa de juros. Assim o governo pode, com

segurança, operar em déficit até o ponto em que tenha provido a quantidade de moeda fiduciária que não rende juros, e os títulos que rendem juros desejados pelo público.

Outra forma de olhar este assunto é através da abordagem "keynesiana" da demanda. Em determinados momentos, o público deseja realizar um fluxo de poupança – isto é, gastar menos que sua renda a fim de acumular direitos nominais sobre a riqueza. O setor privado não pode criar riqueza nominal líquida – cada ativo financeiro privado é contrabalançado por uma obrigação financeira privada. No nível agregado, numa economia simples e fechada sem governo, o investimento privado iguala exatamente a poupança privada – toda a poupança é criada pelo investimento. Para simplificar, podemos assumir que é o setor das famílias que poupa e o setor empresarial que investe; o endividamento líquido (interno) do setor empresarial é exatamente contrabalançado pela riqueza financeira líquida (interna) do setor das famílias.<sup>16</sup> É freqüente o caso em que o setor das famílias deseja poupar mais do que o setor empresarial deseja investir. Na nossa economia simples, isto deve exercer pressões deflacionárias até que a renda das famílias caia suficientemente de forma que a poupança desejada iguale o investimento realizado por firmas. Esta é a idéia por trás do "paradoxo da poupança": o investimento determina a poupança de forma que, dado um baixo investimento pelas firmas quando as famílias pouparam excessivamente, a renda cai até que o agregado das decisões de poupança (determinado pela renda e pela propensão marginal a poupar) seja consistente com o agregado das decisões de investimento.<sup>17</sup> Alternativamente, a poupança agregada não pode ser aumentada tentando-se poupar mais, mas, sim, investindo-se mais – o que aumenta a renda e, portanto, a poupança.

Quando acrescentamos o setor externo, as coisas se complicam apenas ligeiramente. Um país, seja o País A, pode ter durante um certo período de tempo um fluxo agregado de poupança que exceda o fluxo agregado de gastos de investimento, ao passo que um outro país, seja o País B, tem um fluxo agregado de poupança que é menor que seu fluxo de investimento agregado. Neste caso, o País A pode realizar um superávit comercial enquanto o País B realiza um déficit; a contrapartida financeira é que o País A acumulará direitos financeiros líquidos contra o País B. Assim, em nossa economia aberta (ainda sem um setor governamental), um fluxo de poupança agregada de um país é igual a seu fluxo de investimento agregado mais o fluxo líquido de exportações; a poupança pode exceder o investimento quando as exportações líquidas são positivas, mas cairá abaixo do investimento quando as exportações líquidas são negativas. O país que esteja realizando um superávit comercial

é capaz de poupar liquidamente (acumular riqueza líquida externa) na forma das obrigações líquidas de países que estejam realizando déficits comerciais.

Se acrescentarmos o governo, então seu dispêndio deficitário permite poupança líquida (externo) pelo setor famílias (ignorando, de novo, o setor externo). Neste caso, quando o setor famílias deseja poupar mais que o setor empresarial deseja investir, o dispêndio do governo pode proporcionar a renda extra que as famílias não desejam gastar. Nesta economia ampliada, a poupança das famílias iguala o investimento empresarial mais o déficit do governo. Dado um nível de investimento planejado, e um nível de dispêndio governamental, então uma redução de tributos aumentará o déficit do governo e a poupança corrente das famílias. Se o setor famílias estava tentando previamente poupar mais que a soma do investimento das empresas com o déficit governamental, tributos mais baixos, gerando um déficit maior, podem permitir ao setor famílias alcançar seu nível desejado de poupança. (Para ser completo, quando admitimos o setor governamental numa economia aberta, o fluxo de poupança agregada é idêntico ao investimento mais o déficit do governo, mais as exportações líquidas.)

Se o setor privado deseja cronicamente poupar mais do que quer investir, o governo pode preencher a "brecha de demanda" pelo dispêndio deficitário e assim permitir às famílias poupar tanto quanto desejado. Se o governo reduz tributos e isso gera mais poupança que o desejado, as famílias podem aumentar o dispêndio (consumo) até que a renda e a poupança desejada aumentem para igualar a poupança corrente (gerada pelo déficit mais investimento). A partir de certo ponto, é provável que isso cause inflação. Isto é, um déficit pode ser ou muito pequeno (causando queda da poupança efetiva abaixo da poupança desejada) ou muito grande (causando excesso da poupança efetiva sobre a poupança desejada). O primeiro caso causa pressões deflacionárias, enquanto o segundo cria pressões inflacionárias; em ambos os casos, a renda nominal ajusta-se até que a poupança desejada iguale a poupança corrente.

Podemos definir poupança menos investimento como "poupança nominal líquida" (ou  $S_n$ ) do público, que, em nossa economia fechada, está na forma de moeda fiduciária ou títulos governamentais, mas, na economia aberta, pode incluir obrigações de estrangeiros.<sup>18</sup> Se o público deseja ter poupança líquida nominal positiva, isso só pode ser realizado se o governo incorre em déficit e/ou a economia realiza um superávit comercial. Ignorando o setor externo, então, déficits governamentais são necessários para permitir que o público tenha poupança líquida nominal positiva. Se o governo opera com um orçamento equilibrado, então os desejos do público não podem ser



realizados, mas exercerão pressões deflacionárias na economia até que a renda realizada seja suficientemente baixa para que a poupança desejada e a poupança nominal líquida efetiva sejam zero.

Entretanto, há duas complicações. Primeiro, diferentemente da poupança desejada ( $S$ ), não está claro que a poupança nominal líquida desejada ( $S_n$ ) seja uma função positiva da renda. Isto é, na medida em que a renda declina, é possível que a poupança nominal líquida desejada ( $S_n$ ) aumente (por exemplo, em virtude do aumento de incerteza numa recessão, o público deseja aumentar seus estoques de moeda fiduciária, e os bancos desejam possuir mais reservas excedentes). Isso significa que quando o déficit é muito pequeno pode induzir uma espiral deflacionária instável que não restaura o equilíbrio entre a poupança efetiva e a poupança nominal líquida desejada – a menos que o déficit do governo aumente automaticamente de uma forma anticíclica (por exemplo, mediante reduções automáticas de tributos e aumentos do dispêndio numa recessão).

Por outro lado, como discutimos, pelo menos no curto prazo, o banco central pode proporcionar moeda fiduciária comprando ativos ou emprestando reservas no guichê de desconto.<sup>19</sup> Isso tende a mitigar as pressões deflacionárias de um déficit muito pequeno. Na verdade, em alguma medida a provisão de reservas do banco central seria automática, de forma que, se o público quisesse manter mais moeda fiduciária, o banco central asseguraria que os bancos fossem capazes de converter depósitos em moeda fiduciária. Entretanto, o banco central, na prática, impõe condições para tais empréstimos aos bancos. Por exemplo, o banco central requer garantias colaterais (somente emprestando contra certos tipos de ativos) e pode forçar um banco tomador a vender ativos ou, ao menos, a parar de fazer novos empréstimos. Isso então contribuirá para a pressão deflacionária que resulta de um déficit muito pequeno.

Até que o pleno emprego seja atingido, déficits podem ser aumentados para permitir que as rendas cresçam e gerem mais poupança líquida. Uma vez atingido o pleno emprego, o dispêndio deficitário adicional gerará renda adicional que provavelmente causará pressões inflacionárias – exceto no caso improvável de que toda a renda adicional represente poupança líquida desejada. Além do pleno emprego, então, qualquer redução a mais de tributos ou aumento do dispêndio governamental (aumento do dispêndio deficitário) provavelmente reduzirá o valor da moeda, enquanto os preços aumentarão.

O desemprego involuntário é significativo apenas nas modernas economias monetárias – isto é, economias que usam uma moeda cartal. Sociedades tradicionais ou tribais não experimentaram desemprego; mesmo as economias de comando da Europa feudal ou dos mosteiros medievais não experimentaram

desemprego involuntário numa escala significativa. Entretanto, todas as economias que operam com uma moeda cartal sofrem de desemprego periódico, de facto de que o déficit do governo é muito baixo para proporcionar o nível desejado de poupança líquida. Se o governo aumentasse seu déficit, e dessa forma aumentasse a oferta de moeda fiduciária, a poupança líquida efetiva das famílias cresceria. Ao mesmo tempo, o dispêndio deficitário adicional faria aumentar as rendas e geraria gastos adicionais, e assim emprego adicional. Em certo sentido, o desemprego ocorre porque o governo manteve a oferta de moeda fiduciária muito escassa. Um aumento (mediante dispêndio deficitário) estimularia o setor privado para que ele criasse mais empregos e reduzisse o desemprego. Sendo o governo o único ofertante de moeda fiduciária, e sendo a moeda fiduciária, essencialmente, um recurso de oferta potencialmente ilimitada, faz pouco sentido restringir a oferta de moeda fiduciária numa extensão em que cause desemprego, a menos que o desemprego sirva a algum propósito útil. Retornaremos a este tema no Capítulo 6; entretanto, é importante notar que não há nenhuma restrição de recursos para evitar o aumento do déficit até que o desemprego tenha sido eliminado. Além desse ponto, intervêm restrições reais de tal forma que déficits adicionais pressionarão contra a barreira da inflação.

Isso não significa que déficits governamentais só podem ser inflacionários quando a economia opera além do pleno emprego. Se o sistema tributário se desestrutura, a moeda fiduciária do governo pode tornar-se sem valor – o que se manifesta como “hiperinflação”. O governo pode imprimir até mesmo crescentes montantes de moeda, mas encontra pouca coisa para vender mesmo com recursos ociosos. Claramente, isso não requer pleno emprego; na verdade, a maioria das hiperinflações ocorre com substancial desemprego. Não é surpresa, porque, uma vez que o valor da moeda fiduciária entre em colapso, torna-se virtualmente impossível aceitar proposições do tipo “dinheiro agora por mais dinheiro depois” (o que envolve a produção em sua maior parte). A única forma de evitar um colapso completo da economia é o setor privado estabelecer contratos numa moeda alternativa, com um valor relativamente mais estável. Por exemplo, é possível que uma moeda fiduciária estrangeira possa ser usada domesticamente para contratos privados. Alternativamente, os contratantes podem recorrer ao escambo quando o dinheiro doméstico perdeu valor. Mesmo em transações em que é requerida moeda de curso forçado, as partes privadas podem concordar em aceitar a moeda fiduciária doméstica à taxa de câmbio corrente com o dinheiro estrangeiro de conta. Em qualquer caso, a crença de que hiperinflações são causadas pelo governo ao “imprimir muita moeda”, fazendo rodar as máquinas impressoras

"à plena velocidade", captura apenas o efeito, não a causa do problema. Usualmente, é a desestruturação do sistema tributário, e não apenas a velocidade das máquinas impressoras, que cria a hiperinflação. Embora possa ser superficialmente correto chamar este caso de "moeda demais caçando bens de menos", isso não identifica a origem da inflação.

## TÍTULOS E POLÍTICA DE TAXA DE JUROS

Se o dispêndio governamental é "financiado" pela criação de moeda fiduciária, e se os tributos são destinados a trazer à tona coisas para venda ao governo – mais do que para "financiar" o dispêndio governamental –, então por que o governo vende títulos? Naturalmente, os governos acreditam que devem vender títulos para tomar de empréstimo os fundos necessários para o financiamento do dispêndio. Entretanto, isso é uma ilusão, na medida em que o dispêndio vem primeiro. Como argumentaremos a seguir, as vendas de títulos (seja pelo Tesouro, seja pelo banco central) funcionam para drenar reservas em excesso; elas não podem financiar ou fundar o dispêndio deficitário. Esta visão decorre da segunda lei de finanças funcionais de Lerner: "o governo só deve tomar empréstimos em moeda se for desejável que o público tenha menos moeda e mais títulos governamentais" (Lerner, 1943, p. 40). Mais especificamente, as vendas de títulos destinam-se a substituir moeda fiduciária governamental que não rende juros por uma obrigação governamental que rende juros, e são propriamente concebidas mais como uma operação de política monetária do que como uma operação de política fiscal. Nesta seção examinaremos brevemente a natureza das vendas de títulos, e examinaremos a política monetária com mais detalhe no próximo capítulo.

Como discutido acima, todo dispêndio governamental é financiado inicialmente pela emissão de moeda fiduciária; isso normalmente toma a forma de um cheque do Tesouro, depositado num banco privado, aumentando as reservas bancárias pelo montante do dispêndio governamental. Para evitar uma situação de excesso de reservas, uma transferência simultânea é feita das contas de empréstimos e tributos do banco para o banco central. Entretanto no caso de um déficit governamental, o montante de moeda fiduciária criada excede o montante de reservas bancárias removido mediante pagamentos de tributos. Num sistema de reservas fracionárias, isso cria necessariamente uma posição de excesso de reservas do sistema bancário. Parte dessas reservas será retirada pelo público não bancário que detenha alguma moeda fiduciária na forma de dinheiro. Entretanto, a maior parte permanecerá como reservas em excesso.

Os bancos oferecerão, individualmente, o excesso de reservas em mercado atacadas – a saber, o mercado de fundos do FED à taxa dos fundos d

FED – que podem fazer as reservas circularem mas não eliminar o excesso. A oferta em excesso forçará a taxa de *overnight* a cair; no limite, ela tenderá a zero. Embora seja verdade que no longo prazo os bancos podem ajustar-se a uma posição de excesso de reservas mediante crescimento normal de sua carteira de empréstimos e depósitos (para aumentar as reservas requeridas), a curto prazo o único ajustamento possível é o da taxa dos fundos do FED. Como resultado, para evitar uma quebra no mercado de fundos do FED, com lances de 0% pelas reservas, o banco central e/ou o Tesouro devem drenar o excesso de reservas. Isso se faz através de vendas de títulos. Uma vez que, como discutido no Capítulo 5, todos os modernos bancos centrais operem com uma meta de taxa de juros de *overnight*, o excesso de reservas automaticamente dispara vendas de títulos (tipicamente, transações de recompra ou de venda e compra casadas) pelo banco central. Isso evita que a taxa de *overnight* caia, permitindo que o banco central atinja sua meta.

Nos Estados Unidos, para drenar reservas, vendas primárias de títulos são realizadas pelo Tesouro, enquanto o FED se utiliza de recompras e vendas para “fazer a sintonia fina” do mercado na medida em que injeta/drena reservas para equilibrar os fatores operacionais diários. Vendas primárias de títulos “mascaram” o excesso de reservas criado pelos déficits governamentais, proporcionando alternativas rentáveis às reservas em excesso não rentáveis detidas pelos bancos, assim como os encaixes detidos pelo público, enquanto vendas secundárias nas operações de mercado aberto pelo FED destinam-se a equilibrar os “fatores operacionais” diários que podem levar os bancos a uma situação de excesso de reservas.<sup>20</sup>

Para que o banco central venda títulos, obviamente, o Tesouro precisa emití-los. Embora as vendas do banco central nos mercados secundários possam em qualquer dia ser uma grande proporção das vendas, a longo prazo a maior parte das vendas deve ser feita pelo Tesouro em mercados primários. Os títulos ficam então disponíveis para serem comprados pelo banco central quando é preciso injetar temporariamente reservas no sistema.

Se um governo decidisse não realizar vendas de títulos nos mercados primários, o banco central eventualmente drenaria todas as reservas que pudesse através de vendas de títulos e moeda estrangeira; ele se utilizaria de todos os instrumentos que estivessem à sua disposição para a absorção de reservas. Ao final, se o excesso de reservas no sistema ainda persistisse, as taxas de *overnight* cairiam a zero. Isso reforça a visão de que vendas de títulos são parte da política monetária e não uma operação de financiamento para permitir ao governo incorrer em déficit. Também destaca o fato de que, além de algum volume de dispêndio deficitário, a “taxa natural” de juros é zero

(ao menos no caso da taxa dos fundos do FED); mais do que aumentar as taxas de juros, o dispêndio deficitário, na realidade, faz com que as taxas de *overnight* caiam a zero, quando está num nível que gera excesso de reservas.

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. O dispêndio governamental é limitado apenas pelo desejo do setor privado de fornecer bens, serviços e ativos ao governo em troca de moeda governamental, que é, em última instância, decorrente do desejo do público por moeda para pagar tributos e manter uma poupança líquida. Qualquer coisa que esteja à venda em termos do dinheiro doméstico pode ser obtida pela criação de moeda fiduciária pelo governo.

Os governos acreditam às vezes que devem vender títulos nos mercados internacionais porque os mercados domésticos já estão saturados com títulos e quaisquer vendas internas adicionais requereriam taxas de juros mais altas. Embora isso possa ser verdade, a causalidade está invertida: o governo não "necessita" vender títulos absolutamente; vendas de títulos são em princípio uma operação de "manutenção da taxa de juros". Assim, embora possa ser verdade que a uma taxa de juros mais alta o governo pode induzir o público e os bancos a abrirem mão de alguma moeda fiduciária (embora, como notado acima, este efeito seja provavelmente muito pequeno porque a demanda por moeda fiduciária é inelástica a juros), isto não é uma indicação de que o governo é "forçado" a pagar taxas mais altas para "financiar" seu déficit. Na medida em que as famílias e os bancos domésticos estejam satisfeitos com suas carreiras de títulos governamentais e dinheiro em caixa, e reservas, então o governo não precisa drenar nenhuma reserva adicional do sistema — ou, equivalentemente, não precisa vender nenhum título adicional.

E se o governo vender títulos para estrangeiros? Desde que estes títulos sejam denominados em moeda fiduciária interna, eles não implicarão quaisquer "riscos" além daqueles que os títulos mantidos internamente implicam — e servem exatamente ao mesmo propósito, que é proporcionar uma alternativa rentável à moeda fiduciária não rentável. Frequentemente expressa-se a preocupação de que títulos estrangeiros retidos comprometem um país a pagar juros a estrangeiros, de que "sobrecarregam" os contribuintes internos (ver também a discussão sobre a carga da dívida abaixo). Entretanto, sempre se podem pagar juros mediante a criação de moeda fiduciária — exatamente como qualquer outro dispêndio governamental é financiado pela criação de moeda fiduciária. Vendas futuras de títulos serão realizadas para drenar reservas em excesso, assim como vendas correntes de títulos drenam reservas; de

novo, isso não implica nenhuma "sobrecarga". E não há nenhuma possibilidade de que o governo possa se encontrar numa 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. Como Lerner argumentou, títulos só deveriam ser vendidos quando o público tivesse mais dinheiro não rentável (e reservas bancárias) que o desejado.

Os governos às vezes acreditam que o "mercado" os força a emitir títulos denominados em moeda estrangeira. Há apenas um caso em que isso seria verdade – quando o governo deseja comprar bens e serviços que não estão à venda em termos de moeda fiduciária doméstica. Neste caso, o governo não pode emitir o dinheiro desejado pelos vendedores. Nem pode ditar o preço que pagará em termos de sua própria moeda fiduciária. Nem pode criar o dinheiro a ser usado em pagamento pelos bens e serviços. Neste único caso, o governo deve vender alguma coisa (ou tomar de empréstimo – que é a venda de um IOU) para obter o dinheiro requerido pelos vendedores dos bens e serviços que gostaria de obter. Diferentemente do caso de títulos denominados em dinheiro interno, isto pode "sobrecarregar" uma economia, visto que agora pagamentos de juros não podem ser financiados pela criação de moeda fiduciária. O governo pode ter pouca influência sobre o preço do dinheiro estrangeiro ao qual os títulos serão vendidos. Terá de obter dinheiro estrangeiro adicional no futuro para servir à dívida. Em algumas situações, os mercados podem temer que o governo não será capaz de fazer isso – o que poderia levar a um *default* –, causando uma fuga racional desses títulos. Como resultado, o governo pode sentir-se forçado a impor austeridade sobre sua população para manter um superávit comercial a fim de obter o necessário dinheiro estrangeiro. Neste único caso, a austeridade pode ser pelo menos parcialmente atribuída à "disciplina do mercado". Entretanto, deve ser reconhecido que isso é assim somente porque o governo desejou bens e serviços que não estavam à venda no dinheiro interno. Em todos os outros casos, o governo não está sujeito à "disciplina do mercado", e qualquer austeridade e endurecimento é "auto-infligido".<sup>21</sup>

Como as vendas de títulos não são mais do que uma operação de manutenção da taxa de juros, o governo decide a taxa de juros que pagará – ou, alternativamente, o preço dos títulos governamentais – na sua política monetária. Assim, o dispêndio deficitário governamental nunca está sujeito à "disciplina do mercado" em relação tanto à quantidade de títulos vendida, quanto ao preço ao qual eles serão vendidos, desde que os títulos sejam emitidos no dinheiro interno. Quando há reservas em excesso, o mercado "demandará" títulos a qualquer taxa de juros acima de zero, pois a alternativa

seria manter reservas em excesso que não rendem juros. Pode haver muito boas razões para a manutenção de uma taxa de juros significativamente positiva de títulos governamentais, mas nunca é necessário fazer assim apenas porque o mercado gostaria de uma taxa de juros alta. Uma alta taxa de empréstimo governamental é evidência de que o governo (Tesouro mais banco central) escolheu uma taxa de juros alta – o que não nos diz nada sobre “forças de mercado” de oferta e demanda. O governo sempre pode ter uma taxa de juros mais baixa simplesmente pela redução da meta da taxa de juros. (Discutiremos mais sobre isso no capítulo que se segue.)

Na maior parte do tempo, governos não parecem entender isso, mas há exceções. Por exemplo, durante a Segunda Guerra Mundial, o governo dos Estados Unidos foi capaz de “tomar emprestado” para financiar “déficits maciços” (cinco vezes maiores que os déficits do Presidente Reagan, relativamente ao tamanho da economia) a uma taxa de juros de curto prazo de 3/8 de 1%. As vendas de títulos não eram requeridas na verdade para financiar os déficits, mas, em vez disso, para drenar reservas em moeda fiduciária (algo que o governo provavelmente não entendeu). Vendas de títulos eram também destinadas a “forçar” poupança líquida pelo público a fim de assegurar que bens e serviços fossem liberados do consumo para o esforço de guerra (isto, sem dúvida, era entendido pelo governo). O público via os títulos como um meio patriótico (e rentável) de acumulação de riqueza financeira que seria usado no período de pós-guerra para sustentar níveis mais altos de consumo. Claramente, o governo entendeu que o preço dos títulos (e, em consequência, a taxa de juros paga pelo governo) não era determinado pelos mercados; era estabelecido exogenamente pela política governamental. O governo também entendeu que muitos dos preços que ele pagava por bens e serviços não eram determinados pelo mercado – mas, isto sim, estabelecidos administrativamente pelo governo. Semelhantemente, o governo determinou o preço do trabalho – direta e indiretamente –, de forma que, mesmo que a economia operasse bem além do “pleno emprego”, os preços do trabalho e dos produtos comprados pelo governo eram relativamente estáveis. A maioria das lições que poderiam ter sido aprendidas das finanças da Segunda Guerra Mundial não o foi ou, ao menos, foi esquecida.

## FINANÇAS FUNCIONAIS E A CARGA DA DÍVIDA

Na verdade, elas foram rapidamente esquecidas, ao menos por alguns políticos e economistas. Em sua mensagem sobre o Estado da União de 7 de janeiro de 1960, o Presidente Eisenhower fez um pronunciamento que poderia ter sido feito pelo Presidente Jackson (e talvez pelo Presidente Clin-

ton): "Pessoalmente, não vejo como chamar qualquer quantia de superávit enquanto a nação estiver em dívida. Prefiro pensar sobre esse ponto como uma redução na hipoteca a ser herdada por nossos filhos" (Presidente Eisenhower, citado em Bowen, Davis e Kopf, 1960, p. 701). Bowen et al. tentaram então defender a crença de Eisenhower de que dívidas governamentais representam encargos para as futuras gerações, argumentando que estas terão de reduzir o consumo a fim de pagar os tributos necessários para quitar a dívida pendente. Isto era uma resposta destinada àqueles que adotavam a abordagem de finanças funcionais (e mesmo a Paul Samuelson) que argumentavam que qualquer carga real de dispêndio deficitário governamental deve surgir no momento em que os fundos emprestados são gastos. Em síntese, Bowen et al. argumentaram que a abordagem de finanças funcionais ignora os eventuais encargos sobre a geração posterior (apelidada de Geração II) quando "o governo decide quitar a dívida impondo tributos gerais acima do dispêndio governamental corrente, e usando o excedente para comprar os títulos que são atualmente detidos pelos integrantes da Geração II. O resultado inevitável desta decisão é uma redução "permanente no consumo da Geração II ao longo de sua existência" (ibid., p. 701). Embora seja verdade que os tributos recolhidos da Geração II sejam meramente redistribuídos aos detentores de títulos da Geração II, há ainda uma redução líquida do consumo pelo tempo de vida da Geração II, uma vez que os detentores dos títulos tiveram de reduzir o consumo quando compraram os títulos da "Geração I".

Numa resposta de mestre, Lerner (1961) apontou muitos dos erros da exposição de Bowen et al.:

A natureza "ilusionista" de terem os Loewells emprestado o dinheiro agora (de forma que podemos chamá-los de geração atual) e terem os Thomases de pagar os tributos no futuro (de forma que podem ser chamados de geração futura). Salta aos olhos se notamos que a mudança do encargo real do projeto, dos Loewells para os Thomases (ou, na verdade, de qualquer outro encargo), poderia ocorrer exatamente ao tempo do projeto (ou em qualquer outro tempo) simplesmente tributando os Thomases em vez dos Loewells. (Lerner 1961, p. 129)<sup>22</sup>

A chave para o resultado de Bowen et al. é uma série de equívocos e hipóteses estranhas. Por exemplo, eles presumem que quando a Geração I reduz o consumo para comprar títulos que resultam de um dispêndio deficitário, não há fluxo de renda que resulte do dispêndio governamental (a moeda que se supõe ter sido recolhida das vendas de títulos desaparece misteriosamente). Na realidade, dispêndio deficitário deve criar (tudo permaneceriosamente). Na realidade, dispêndio deficitário deve criar (tudo permanecendo igual) o mesmo montante de poupança agregada (inicialmente na forma de cheques do Tesouro). As vendas de títulos então apenas permitem às famílias (e aos bancos) manter títulos em vez de moeda. Isso não significa



que não há encargos associados ao dispêndio governamental – presumivelmente, bens e serviços reais são transferidos do setor privado para o setor público<sup>23</sup> –, mas os encargos surgem imediatamente, quer o governo venda títulos ou não. Além disso, os supostos encargos impostos no futuro pela tributação da Geração II devem-se realmente à decisão do governo de realizar um superávit (tributando mais do que gasta). Ninguém que adote a abordagem de finanças funcionais negaria que um superávit governamental (permanecendo tudo igual) reduz a renda do setor privado e a poupança líquida. Quando o governo, então, paga títulos, apenas substitui obrigações governamentais que rendem juros por obrigações governamentais que não rendem juros; isso simplesmente restaura a moeda fiduciária removida quando o governo tributou mais do que gastou. O mesmo resultado poderia ser obtido se o governo decidisse antecipar o superávit orçamentário, confiscando todos os títulos governamentais pendentes. Sim, há uma carga real envolvida, mas não tem nada a ver com o método de “financiamento” do dispêndio governamental escolhido. Nenhum governo que entendeu os princípios de finanças funcionais jamais confiscaria dívida governamental pendente (nem jamais acreditaria que precisaria aumentar tributos para pagar dívida pendente). O poder de tributar é o poder de destruir (riqueza líquida do setor privado, isto sim).

### A PROPOSTA DA UEM E DÉFICITS GOVERNAMENTAIS

Como escrevemos, a União Européia (UE) está implementando uma União Econômica e Monetária (UEM) que cria um Banco Central Europeu (BCE) que se torna responsável pelo Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), com os existentes bancos centrais nacionais tornando-se braços operacionais do SEBC (ver Arestis e Sawyer, 1998). Sob a UEM, supõe-se a política monetária divorciada da política fiscal, com um alto grau de independência da política monetária de modo a dar prioridade ao objetivo principal da estabilidade dos preços. A política fiscal, em troca, será fortemente restringida por critérios que ditam relações máximas de déficit-PIB e dívida PIB (3% e 60%, respectivamente). Mais importante, como Goodhart (1997) reconhece, será o primeiro experimento moderno do mundo em larga escala que tentaria quebrar o vínculo entre um governo e sua moeda. A UEM terá uma única moeda<sup>24</sup> e essencialmente uma única política monetária, mas permitiria (em teoria) a cada país operar uma política fiscal (dispêndio e tributação) independente (dentro das restrições mencionadas). Mais importante, pretende-se que este arranjo corte para sempre a possibilidade de que um governo possa usar a política monetária para escapar de uma política fis-

cal errática, por exemplo, emitindo dinheiro pelo banco central para financiar déficits excessivos. A política fiscal ficará sujeita aos critérios de Maastricht (com penalidades aplicadas aos déficits excessivos) e às ordens do mercado (uma vez que os tesouros não podem recorrer aos bancos centrais para vender títulos governamentais que os mercados privados não querem).

Afirma-se algumas vezes que a UEM simplesmente segue o exemplo da integração americana, com uma única moeda usada pelos Estados Unidos (reduzindo dessa forma custos de transações e contribuindo para a integração dos estados membros). Goodhart (1997) e Godley (1997) questionam corretamente a analogia. Nos Estados Unidos, como discutimos neste capítulo, o que normalmente se chama de política monetária e fiscal está de fato estreitamente entrelaçado. O dispêndio governamental é financiado mediante emissão de dinheiro, tributos geram demanda pelo dinheiro que resulta em vendas ao governo, vendas de títulos meramente substituem moeda por títulos, e operações do banco central determinam as taxas de juros e, de forma defensiva, adicionam ou subtraem reservas. A relação dos países membros com a UEM é mais parecida com a relação dos tesouros dos estados membros dos Estados Unidos com o FED do que a do Tesouro dos Estados Unidos com o FED. Nos Estados Unidos, os estados não têm poder de criar dinheiro; tributos realmente "financiam" o dispêndio estadual e os estados realmente têm de tomar empréstimos (vender títulos aos mercados) a fim de gastar mais do que as receitas tributárias. As compras de títulos estaduais geram preocupações relacionadas ao crédito – a solvência dos estados e sua capacidade de incorrer déficits dependem, ao menos em parte, das percepções de risco do mercado. Como Goodhart (1997) assinala, o estado norte-americano com a pior avaliação de crédito em 1994 era Louisiana, com uma relação de serviço da dívida para receitas de 11,5%. Em contraste, a Alemanha tinha uma relação de 17,8%, enquanto a Itália tinha uma relação de 50% – e presumivelmente ninguém operando em mercados privados acreditaria que a Louisiana era um risco de crédito melhor que a Alemanha ou mesmo a Itália. A razão, naturalmente, é que os mercados reconhecem que os tesouros de nações soberanas têm a capacidade de emitir dinheiro, ao passo que estados individuais dos Estados Unidos não têm.

Embora seja certamente verdade que a Louisiana pode recorrer à ajuda do governo dos Estados Unidos quando necessário, não é assim tão claro que os países individuais da UEM serão tão afortunados. Como correntemente indicado, a UEM terá um banco central (o BCE), mas ele não terá uma área fiscal. Seria muito mais como os Estados Unidos que operassem com um FED, mas somente com tesouros de estados individuais. Será como se cada

pais membro da UEM fosse tentar operar a política fiscal numa moeda estrangeira; dispêndio deficitário requererá a tomada de empréstimos naquela moeda estrangeira de acordo com as determinações dos mercados privados:

Se um governo não tem seu próprio banco central contra o qual possa emitir cheques livremente, seu gasto só pode ser financiado por operações de mercado aberto em competição com os agentes privados, e isso pode provar ser excessivamente caro ou mesmo impossível, particularmente sob "condições de extrema emergência" (...) O perigo, então, é que a restrição orçamentária com a qual os governos estão comprometidos individualmente espalhe um viés deflacionário que bloqueie a Europa como um todo numa depressão da qual ela será impotente para erguer-se. (Godley, 1997, p. 2)

Kregel (1998b) propôs uma solução para as possíveis forças deflacionárias que serão criadas pela UEM. Ele sugeriria aumentar a oferta [de moeda] do BCE para proporcionar o montante de *euros* (a nova moeda) suficiente para "empregar todos os trabalhadores que estivessem querendo e fossem aptos para trabalhar, mas que não pudessem encontrar emprego no setor privado, a um salário básico" (Kregel, 1998b, p. 10). Este programa é muito semelhante ao nosso programa de empregador de última instância, delineado no Capítulo 6, com o BCE assumindo o papel da política fiscal. Em qualquer tempo em que os mercados privados nos países individuais estivessem deprimidos, o BCE proporcionaria o dispêndio deficitário necessário para se retornar ao pleno emprego; quando os mercados privados se recuperassem, o déficit do BCE cairia. Neste caso, caberia ao BCE o papel de proporcionar o dispêndio requerido para alcançar o pleno emprego em vez de os países membros individuais seguirem os princípios das finanças funcionais, sem consideração com os princípios da assim chamada "finança saudável".

### DISPÊNDIO GOVERNAMENTAL E PRECIFICAÇÃO ENDÓGENA

Decisões de dispêndio governamental afetam o valor do dinheiro, causando inflação ou deflação. É extremamente fácil para o governo desvalorizar o dinheiro – tudo o que precisa fazer é decidir pagar preços sempre crescentes pelas coisas que compra. Compradores privados terão de competir com o governo, que está querendo pagar preços mais altos. Seria surpreendente se isso não gerasse inflação. Por outro lado, o governo poderia escolher ajudar a estabilizar os preços abstendo-se de pagar preços crescentes – por exemplo, recusando-se a indexar à inflação os preços que paga. O resultado imediato seria uma recusa dos fornecedores privados de produzir para o governo. O dispêndio governamental cairia, deprimindo a economia privada. Os pagamentos de tributos levariam a uma drenagem de reserva, forçando o banco central a proporcionar as reservas necessárias – mas isso ocorreria ao custo de

impor condições ainda mais restritivas aos empréstimos bancários, o que importaria, em troca, condições ainda mais restritivas aos tomadores privados. Isso reforçaria as condições deflacionárias. Eventualmente, os preços oferecidos pelo governo não iriam parecer tão ruins aos fornecedores privados. Naturalmente, o processo é simétrico: se os preços de mercado estão caindo mas o governo mantém seus preços constantes, isso ajudará a reduzir as pressões deflacionárias. Há dois pontos essenciais: primeiro, se o governo estabiliza o preço que oferece, isso exercerá uma influência estabilizadora nos preços de mercado; e, segundo, o governo não tem de pagar preços de mercado.

No Capítulo 7 apresentaremos um modelo simples no qual o governo estabelece exogenamente o preço das coisas que compra. Em teoria, é possível para o governo estabelecer o preço de tudo que compra, mas isso não significa que advogamos tal política. Na verdade, no Capítulo 6 defendemos que o governo use uma política de estoque regulador para estabilizar preços. Aqui resumiremos brevemente o argumento.

O governo escolheria uma mercadoria importante para agir como um estoque regulador, fixando seu preço. Deixaria então a quantidade dessa mercadoria comprada "flutuar"; em consequência, o orçamento deficitário do governo também flutuaria. Fixando um preço importante, isto é, o preço de um item que entra como um custo significativo no setor privado, o governo transmitiria alguma estabilidade de preços à economia. Permitindo que seus déficits flutuem, ajudaria a fechar a brecha de demanda criada sempre que o dispêndio privado fosse muito baixo, fazendo com que o déficit cresça de tal forma que a poupança realizada aumente para igualar-se com a poupança desejada (ou caia, para igualar-se com a poupança desejada, caso a poupança realizada fosse muito alta).

Como discutiremos, a melhor mercadoria para usar numa tal política de estoque regulador é o trabalho não qualificado. Estabilizando o salário do trabalho não qualificado, o governo ajudará a estabilizar os salários do setor privado e, assim, os custos e preços. Ao mesmo tempo, deixando a quantidade flutuar, o governo pode aumentar seu emprego de trabalho quando o desemprego é alto, ou reduzi-lo, quando o desemprego é baixo. Dessa forma, o déficit flutuará anticíclicamente, preenchendo a brecha de demanda. Tudo que o governo precisa fazer é oferecer-se para empregar qualquer um que queira um emprego a um salário anunciado e fixo; trabalho não requerido pelo setor privado tornar-se-ia então parte do programa de estoque regulador. Quando o setor privado desejasse mais trabalho, poderia empregá-lo a partir do estoque regulador do governo por uma pequena margem sobre o salário de mercado. Este programa garante automaticamente:

## + TRABALHO E MOEDA HOJE

(a) pleno emprego, definido como a situação em que todos que querem e estão aptos para trabalhar encontrem um emprego;

(b) um déficit anticíclico que preenche exatamente a brecha entre poupança realizada e a poupança desejada; e

(c) maior estabilidade de preços que no sistema corrente.

Estes temas serão examinados em detalhe no Capítulo 6.

# POLÍTICA MONETÁRIA: METAS DE TAXA DE JUROS E A NATUREZA NÃO DISCRICIONÁRIA DAS RESERVAS

Neste capítulo, argumentaremos que a política monetária diretamente estabelece um raio de ação estreito de variação para a taxa de juros de *overnight* – ou o “preço” da moeda – que só muito indiretamente afeta a quantidade de moeda. A despeito da meta intermediária estabelecida pelo FED, a taxa dos fundos federais é a principal meta operacional; isto é, mesmo quando o FED afirma adotar um agregado de reservas como meta, de fato ele visa à taxa dos fundos federais. A maioria das ações do banco central são por natureza defensivas, e são implementadas principalmente para contrabalançar operações do Tesouro. A política do FED nunca pode ser independente da “política fiscal” – o FED deve coordenar sua política com a política fiscal para assegurar que o montante correto de reservas fique disponível para o sistema bancário.

No capítulo precedente, examinamos o dispêndio governamental e a tributação. Como argumentamos, déficits governamentais persistentes são a norma teórica e prática. Estes déficits são “financiados” por injeções de moeda fiduciária, que são em primeira instância creditadas ao sistema bancário como reservas bancárias. O propósito da venda de títulos governamentais é garantir a taxa de juros de *overnight*, porque o dispêndio governamental não coberto por tributos (dispêndio deficitário) cria um montante igual de reservas no sistema bancário. A tomada de empréstimos pelo governo exerce-se como uma drenagem de reserva, e a dívida federal mantida publicamente pode ser caracterizada como uma conta de manutenção da taxa de juros (IRMA\*).

---

\* Sigla para a expressão em inglês: *interest rate maintenance account*. (N. do T.)

Assim, é a política fiscal, que determina o montante de moeda nova diretamente criada pelo governo federal, mais do que a política monetária, que realmente tem a ver com o manejo da taxa de juros. A política monetária inclui aquelas operações do Tesouro e do banco central que adicionam ou drenam reservas, assim como outras operações que estabelecem a meta de taxa de juros do *overnight*.

## A VISÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DE LIVRO-TEXTO

Tradicionalmente, economistas têm pensado que a política monetária usa instrumentos (operações de mercado aberto, taxas de desconto) para atingir metas operacionais (taxa de fundos federais, agregados de reserva) que se acredita estarem intimamente relacionadas com metas intermediárias (taxas de juros de mercado de curto prazo, agregados monetários) a fim de alcançar objetivos de longo prazo (inflação baixa, emprego alto, crescimento econômico suficiente). Com o passar do tempo, desenvolveu-se um consenso segundo o qual o banco central usa seus instrumentos para determinar a quantidade de reservas bancárias, que então determina a quantidade de moeda (através do “multiplicador de moeda” – ver abaixo), cujo impacto (ao menos a longo prazo) é principalmente sobre preços. Esta visão está sacralizada em todos os livros-texto como “moeda e bancos”, e até recentemente formou a base para formação de política monetária.

A política monetária atual está num dilema, entretanto. Já não há nenhum consenso sobre a relação das metas operacionais do FED com algumas de suas metas intermediárias. Em particular, a experiência dos anos 1980 lança considerável dúvida sobre a relação entre agregados de reserva e agregados monetários (porque o “multiplicador monetário” tornou-se instável). Ao longo da última década e meia, a capacidade do FED para atingir metas monetárias pareceu estar seriamente prejudicada – mesmo quando o FED ajustou continuamente suas metas monetárias para ficar mais de acordo com as experiências recentes, ele ainda falhou em atingi-las. Na verdade, o FED foi forçado a deixar cair as metas de M1 completamente nos anos 1980, e reconheceu recentemente que presta pouca atenção nas taxas de crescimento dos agregados monetários. Além disso, as relações entre os agregados monetários e a inflação se romperam nos anos 1980. Mesmo assim, muitos economistas estão relutantes em abandonar a crença tradicional de que o FED de alguma forma determina a quantidade de moeda e que isso determina a taxa de inflação. Entretanto, a visão de livro-texto parece não mais proporcionar um guia suficiente para a formação de política.

Como argumentaremos, a visão ortodoxa confunde seriamente o que a política monetária é em seu todo. O banco central nunca controlou, nem

poderia mesmo controlar, a quantidade de moeda; nem pode controlar a quantidade de reservas de uma forma discricionária. Na verdade, a visão ortodoxa confunde fundamentalmente política fiscal com política monetária; política fiscal tem mais a ver com a quantidade de moeda e com o valor da moeda, enquanto a política monetária simplesmente determina as taxas de juros de *overnight*. Trabalhando em conjunto com o Tesouro, o banco central pode também afetar taxas de juros de prazos mais longos. Entretanto, qualquer impacto da política monetária sobre moeda, preços, desemprego ou taxas de crescimento é necessariamente muito indireta, uma vez que "entre o dizer e o fazer há muita coisa a ver".

### BREVE VISTA SOBRE O FED E SEUS PROCEDIMENTOS OPERACIONAIS

No Capítulo 3 examinamos a "história da moeda", com alguma discussão sobre a história monetária dos Estados Unidos pré-século XX. Neste capítulo, veremos brevemente a história da política monetária dos Estados Unidos desde a criação do Sistema de Reserva Federal (o primeiro banco central permanente do país).<sup>1</sup> Como estabelecido no preâmbulo da Lei da Reserva Federal de 1913, o FED foi criado "para fornecer um dinheiro elástico, para proporcionar os meios de redesconto de duplicatas, para estabelecer uma supervisão mais efetiva da atividade bancária nos Estados Unidos, e para outros propósitos" (Meulendyke, 1989, p. 18). Por muitos anos daí em diante, o princípio que guiou o FED foi a "Doutrina de Títulos Reais" sob a qual o FED devia "descontar" papéis selecionados (e assim fazer empréstimos de reservas para os bancos membros) para atender às necessidades do comércio. Observe-se que a Lei original não previu operações de mercado aberto, mas, de qualquer modo, o estoque da dívida pendente governamental era muito pequeno.

Durante a Primeira Guerra Mundial, um montante significativo de dívida governamental tornou-se disponível, grande parte dele comprado pelo FED como um meio de obter ativos que rendem juros. Não foi senão até os anos 1920 que se noticiou o efeito de operações do mercado aberto sobre taxas de juros e reservas bancárias. Foi também neste tempo que o "multiplicador de depósito" foi descoberto:<sup>2</sup> uma compra no mercado aberto criaria reservas que garantiriam uma expansão múltipla dos depósitos (Meulendyke, 1989). Isso levou à primeira tentativa, em 1924, de usar operações de mercado aberto anticíclicamente, na crença de que o FED poderia afrouxar a política na recessão e levar os bancos a aumentar empréstimos. Entretanto, muitos analistas nesse tempo descobriram que as compras no mercado aberto não aumentavam reservas porque os bancos escolhiam quitar empréstimos nos guichês de desconto. Esta foi a primeira de muitas vezes em que o FED



aprendeu a lição de que não poderia “empurrar um barbante”: reservas e empréstimos (e, assim, a oferta de moeda) são determinados pela demanda, e não podem ser aumentados diretamente através da política monetária. Simetricamente, analistas da época assinalaram que as vendas no mercado aberto apenas forçavam os bancos a recorrer aos guichês de desconto para substituir as reservas perdidas. Como Meulendyke reconhece de má vontade, “algumas pessoas interpretaram este padrão como significando que operações do mercado aberto não tinham nenhum efeito sobre a disponibilidade de reserva ou sobre a capacidade do banco de emprestar” (ibid., p. 24). Infelizmente, essas lições foram rapidamente esquecidas e condenadas a repetir-se.

A Grande Depressão levou a mudanças significativas de política e filosofia no FED. As interpretações sobre a política do FED durante a Grande Depressão variam desde a alegação dos monetaristas de que o FED reduziu a oferta de moeda, causando a crise financeira e a Grande Depressão, até a crença mais comum de que a inação do FED provavelmente tornou as coisas piores. Na realidade, o FED interveio imediatamente e com força, comprando US\$125 milhões em títulos do Tesouro no dia do craque do mercado acionário, cinco vezes o montante máximo semanal que estava autorizado a comprar – quase dobrando o montante mantido pelo FED num dia. O FED de Nova York também abriu seu guichê de desconto para bancos daquela cidade que estavam ajudando bancos correspondentes. Durante os primeiros meses da crise, o FED continuou a atender a demanda de dinheiro (embora as reservas agregadas dos bancos tenham caído – empréstimos e depósitos estavam se contraindo) e usou operações de mercado aberto para estabilizar as taxas do mercado monetário. Entretanto, por volta do outono de 1931, a fuga de ouro tornou-se significativa, levando o FED a aumentar as taxas de desconto para conter o fluxo e proteger suas reservas de ouro (a única alternativa seria abandonar o ouro). A oferta de moeda (e reservas) estava se contraindo não porque esta fosse a política do FED, mas sim porque os bancos não podiam encontrar tomadores de empréstimo confiáveis. Assim, embora houvesse certamente confusão<sup>3</sup> e embora equívocos certamente tenham sido cometidos, o FED não merece toda a culpa.

Como discutido no Capítulo 4, a Segunda Guerra Mundial gerou déficits e vendas de títulos gigantescos. O FED concordou, em 1942, em fixar em 3/8 de 1%, ao longo da guerra, a taxa do título do Tesouro de três meses: títulos de prazo mais longo eram fixados informalmente a taxas mais altas. A expansão recorde de déficits governamentais gerou reservas, drenadas por meio de vendas de títulos, e o legado de longo prazo da guerra foi o grande estoque de dívida que permitiu ao FED confiar mais nas compras no mercado

aberto do que na tomada de empréstimo nos guichês de desconto. Depois da guerra, o FED ficou preocupado com o potencial de inflação. Em 1947, o Tesouro concordou em afrouxar as rédeas do FED, que aumentou as taxas de juros. Superávits fiscais do pós-guerra, combinados com a política fiscal mais apertada, ajudaram a causar a recessão em 1949. O FED continuou a fazer *lobby* por maior liberdade de perseguir uma política monetária ativa, resultando no Acordo de 1951 pelo qual ele abandonou seu compromisso de manter custos de juros baixos para o governo. O FED daí em diante manipulava a taxa de juros para implementar uma política monetária anticíclica.

Durante este período, o FED também passou a concentrar suas atenções no curto prazo do mercado, com incursões apenas ocasionais no longo prazo. Também passou a confiar crescentemente nos acordos de recompra e de compras reversas mais do que em compras e vendas finais, a fim de sintonizar mais finamente as condições do mercado. Quando os bancos estavam com escassez de reservas, poderiam vender títulos governamentais, pressionando para cima as taxas dos títulos. O FED então intervinha para evitar que as taxas excedessem as metas. Por razões políticas, o FED não anunciaria metas de taxa de juros – a recente conquista de “independência” em relação ao Tesouro requeria que o que ele anunciasse não fossem taxas fixas. Entretanto, é claro que o FED estava perseguindo metas de taxas dos títulos até meados dos anos 1960, quando mudou para uma meta dos fundos federais, porque o mercado de fundos federais tornou-se o principal mercado de ajustamento pelos bancos individuais de exigências de reserva. Qualquer déficit agregado de reservas imediatamente exerceria pressão na taxa dos fundos federais, induzindo a intervenção do FED. Não apenas a taxa dos fundos federais servia como um indicador quase imediato das posições de reserva, como a meta dos fundos federais não tinha a carga política que acompanhava uma meta de taxa de títulos. Naturalmente, as duas taxas estariam inextricavelmente ligadas, mas era mais fácil para o FED aumentar a taxa dos fundos federais do que aumentar explicitamente os custos de juros governamentais.

A noção de que o FED influenciava a reserva e os agregados monetários circulou por bastante tempo – como indicado acima. Entretanto, o FED não adotou metas monetárias formais até 1970, com o propósito expresso de puxar para baixo a inflação mediante a redução do crescimento da moeda. Além disso, durante a maior parte dos anos 1970, o FED adotou explicitamente a taxa dos fundos federais como a meta operacional usada para atingir metas monetárias intermediárias; se a taxa de crescimento da oferta de moeda fosse acima da meta do FED, ele aumentaria a meta dos fundos federais. Em 1972, o FED adotou o modelo do multiplicador monetário e tentou breve-

mente atingir metas de reserva como um meio de lhe permitir atingir metas de M1. Os resultados prenunciaram os dos anos 1980: o FED continuou a falhar nas metas de reserva. Entretanto, durante os anos 1970, o FED tornou-se extremamente adepto da idéia de atingir metas dos fundos federais; como os mercados passaram a esperar que o FED na verdade atingiria as metas, os bancos "negociavam fundos de uma forma que tendia a manter a taxa na meta" (Meulendyke, 1989, p. 43).

Em outubro de 1979, o novo presidente, Paul Volcker, anunciou uma mudança maior de política: o FED usaria a taxa de crescimento de M1 como sua meta intermediária e permitiria que a taxa dos fundos federais aumentasse tanto quanto necessário para permitir que se atingisse este objetivo. O FED calcularia o total de reservas consistente com sua meta monetária, então subtrairia as reservas existentes emprestadas para obter uma meta operacional de reserva não emprestada. Se o FED não proporcionasse reservas suficientes nas operações de mercado aberto (na medida em que atingisse sua meta de reserva não emprestada), os bancos simplesmente se voltariam para o guichê de desconto, causando o aumento das reservas emprestadas (e, em troca, levando o FED a perder sua meta de reserva total). Como as reservas requeridas são sempre calculadas com uma folga (veja abaixo), o FED não poderia se recusar a proporcionar as reservas necessárias nos guichês de desconto. Assim, o FED descobriu que não poderia controlar reservas. Além disso, a taxa de crescimento de M1 na verdade explodiu além das metas, a despeito de uma política monetária persistentemente apertada. Aparentemente, o FED não poderia atingir também as metas monetárias. A tentativa de estabelecer metas de reservas não emprestadas efetivamente terminou em 1982 (depois de uma recessão muito profunda); a tentativa de atingir metas de crescimento de M1 foi abandonada em 1986; e a tentativa de estabelecer metas de crescimento de agregados monetários mais amplos finalmente chegou a um termo oficial em 1993.

Voltamos agora para uma análise detalhada das razões para a incapacidade do FED para controlar a quantidade de reservas. Cada tentativa de estabelecer metas de reservas no século XX acabou em fracasso; o FED aprendeu e reaprendeu a lição de que reservas bancárias não são uma variável discricionária do ponto de vista de política. Discutiremos então as razões para a incapacidade do FED para atingir metas monetárias. Embora a discussão a seguir seja um pouco técnica, é necessário compreender alguns detalhes para remover o mistério que cerca as operações do banco central, afastando a noção comum, embora incorreta, de que a política monetária determina a quantidade de moeda.

## A INELASTICIDADE DO MERCADO DE RESERVA: CONTABILIDADE DEFA- SADA E CONTEMPORÂNEA<sup>4</sup>

Nos Estados Unidos, bancos podem manter reservas como uma fração de certos tipos de depósitos.<sup>5</sup> O FED define o método que os bancos são obrigados a usar na registro de depósitos e exigências de reserva. O período durante o qual reservas diárias médias de uma instituição depositária devem satisfazer ou exceder suas reservas obrigatórias especificadas chama-se período de manutenção de reserva. O período referente aos depósitos em que as reservas se baseiam é o período de registro ou o período base. O método de contabilidade de reserva muda ocasionalmente, mas isto não afeta o papel do FED no mercado para reservas.

Antes de 1968, bancos eram obrigados a satisfazer exigências de reserva contemporaneamente: reservas para uma semana tinham de igualar a percentagem exigida para aquela semana. Os bancos estimavam quanto seriam os seus depósitos médios para a semana e aplicavam a relação de reserva exigida apropriada para determinar sua exigência de reserva. Reservas bancárias e depósitos, naturalmente, mudam continuamente enquanto fundos são depositados e retirados, o que confundia cada tarefa de gerente de banco no manejo dos balanços de reservas. Nem os depósitos médios para uma semana nem o montante médio de reservas exigidas podiam ser conhecidos com qualquer grau de certeza até depois do fechamento do último dia. Sob esse sistema, bancos estariam seguros de ter reservas suficientes apenas se mantivessem substancial excesso de reservas como um amortecedor; como reservas não rendem juros, eles fariam isso somente se a penalidade por errar nas exigências de reservas fosse alta. Em qualquer caso, quando um banco ficava ilíquido, como não havia forma de mudar depósitos depois do fato, o FED tinha de suprir qualquer deficiência de reservas – implicando que reservas tinham de ser supridas à vista (embora a taxas punitivas).

Em setembro de 1968, a contabilidade de reserva defasada (LRA\*) substituiu a contabilidade de reserva contemporânea (CRA\*\*). Sob a LRA, o período de manutenção de reserva era de sete dias, terminando a cada quarta-feira. As reservas exigidas para um período de manutenção eram baseadas nos depósitos reversíveis diários médios no período de registro de reservas terminando numa quarta-feira, duas semanas antes. O montante total de reservas exigidas para cada banco e para o sistema bancário como um todo era conhecido com antecedência, mas como os depósitos eram “história”, não

\* Sigla de *lagged reserve accounting*. (N. do T.)

\*\* Sigla de *contemporaneous reserve accounting*. (N. do T.)

havia nada que os bancos pudessem fazer para alterar sua exigência de reserva para alinhá-las com as reservas atuais. O FED tinha de cobrir qualquer deficiência. No início dos anos 1980, funcionários do FED, economistas e banqueiros debateram se a redução da defasagem da contabilidade de reservas para o FED controle dos saldos de reservas. Isto se tornou importante por causa da mudança ostensiva da política do FED para uma meta de agregado de reservas (ver acima). Foi decidido que, movendo-se para um sistema CRA, o FED teria liberdade para recusar-se a acomodar a demanda por reservas.

Em 1984 reinstalou-se uma forma de CRA. Desde então, as reservas obrigatórias têm sido calculadas com base em depósitos líquidos (excluindo itens de caixa no processo de recolhimento e levantamento dos balanços devidos dos bancos domésticos). O período de contabilidade de reservas é agora dois períodos de duas semanas, um para depósitos a prazo e outro para depósitos à vista (começando duas semanas depois do fechamento do período para depósitos a prazo). O período base é, pois, de cerca de seis semanas e o período de acerto (sobre o qual as reservas são calculadas) também dura cerca de seis semanas, com sobreposição dos dois períodos, consistindo de todos os dias menos os primeiros dois dias e os dois dias finais. Em outras palavras, um banco chega ao fim do período base com um cálculo da média de seus depósitos a prazo (mantidos no mês anterior) e da média de seus depósitos à vista (mantidos ao longo das duas semanas precedentes), e então calcula suas exigências de reserva. Calculam-se as reservas atuais totalizando-se a reserva em caixa e no cofre mantida durante o período base para depósitos a prazo, ao passo que se contam as reservas mantidas no FED cerca de duas semanas mais tarde. O banco finalmente tem dois dias para cobrir qualquer deficiência, com as reservas no último dia do período de contabilidade iguais a 1/14 da média total. (Por exemplo, se um banco tomou empréstados US\$7 bilhões de reservas por um dia, ele deveria correntemente adicionar 1/14 de US\$7 bilhões, ou US\$500 milhões, ao nível médio de reservas pelo período de manutenção.)

Embora este sistema seja chamado de contemporâneo, na prática ele é um sistema defasado, porque ainda há um retardamento de dois dias: períodos de reservas terminam na quarta-feira, mas períodos de depósito terminam na segunda-feira precedente. Os bancos, para todos os propósitos práticos, não podem mudar suas exigências de reservas correntes (baseados em depósitos previamente mantidos). Se os bancos fossem deixados por sua própria conta para obter mais reservas, nenhum montante de empréstimo interbancário seria capaz de criar as reservas necessárias. Por exemplo, suponha-se que a exigência de reserva total para o sistema bancário fosse de US\$60 bilhões no

7 P U  
hamento dos negócios hoje, mas somente US\$55 bilhões de reservas fossem  
antidos pelo conjunto do sistema bancário. A não ser que o FED proporcione  
US\$5 bilhões adicionais em reservas, ao menos um banco falhará em  
imprimir a sua exigência de reserva. Uma vez que depósitos são sempre "história"  
o ponto de vista do cálculo das exigências de reserva, o FED teria de suprir  
reservas em face da demanda, ou forçar os bancos a manter níveis inadequados  
e reservas.<sup>6</sup>

Por outro lado, se os bancos são confrontados com uma posição de ex-  
cesso de reservas agregadas, empréstimo interbancário não pode eliminar o  
excesso de reservas. Só o governo pode drená-lo através de vendas de títulos.  
Se ele se recusa, as taxas de *overnight* caem imediatamente a zero - como  
discutiremos abaixo. Alternativamente, o banco central poderia tentar usar  
outros métodos para absorver reservas em excesso. Um método é aumentar  
as porcentagens de reservas requeridas. Entretanto, como reservas não rendem  
juros (nos Estados Unidos), isso necessariamente reduz a lucratividade dos  
bancos e, assim, seria impopular. Também seria difícil implementar isto em  
tempo suficientemente apropriado. O banco central pode também vender  
ouro, limitado pela quantidade de ouro que mantém em reserva.<sup>7</sup> Ele poderia  
baixar sua meta de taxa de *overnight*, o que poderia aumentar a retenção de  
reservas voluntárias em excesso, assim como a retenção de moeda fiduciária  
fora do sistema bancário (desde que o custo de oportunidade de manter  
moeda fiduciária que não rende juros seja menor), mas estes efeitos são  
muito pequenos, visto que é improvável que retenções de dinheiro em caixa  
e reservas desejadas em excesso sejam muito sensíveis a juros e, em qualquer  
caso, requeiram tempo, antes que as preferências dos bancos possam mudar.  
Se taxas de juros mais baixas estimulam a demanda agregada, também podem  
aumentar os depósitos e empréstimos bancários, dessa forma aumentando os  
níveis de reservas obrigatórias; entretanto, de novo, este processo requer  
tempo, e assim não faria quase nada para absorver reservas excedentes durante  
o período de acerto. Ele poderia também drenar reservas através de vendas  
de moeda estrangeira; isto seria limitado pelo montante de reservas de moeda  
estrangeira mantido pelo banco central (extremamente pequeno em relação  
ao dispêndio governamental para muitos países). Entretanto, nenhum desses  
métodos é tipicamente usado, de forma que, no fim das contas, as vendas  
de títulos são a principal ferramenta usada para drenar reservas e tem a van-  
tagem de um efeito imediato na quantidade de reservas excedentes, enquanto  
a maior parte dos outros métodos (exceto vendas de ouro e de moeda estran-  
geira) tomaria tempo, durante o qual a taxa dos fundos federais se aproximaria  
de zero.



## O QUE ACONTECE SE NÃO HOUVER EXIGÊNCIA LEGAL DE RESERVAS?

Alguns leitores se perguntarão legitimamente se estes argumentos se sustentam na ausência de exigências legais de reservas. Há duas razões adicionais pelas quais as reservas não são discricionárias do ponto de vista do banco central, mesmo se não há exigências legais. A primeira tem a ver com as metas de taxa de juros, e a segunda com a compensação ao par.

Como mencionado, os bancos precisam de reservas para a compensação entre bancos e para a compensação com o banco central (por exemplo, quando se pagam tributos com cheque), e para dinheiro no cofre para retiradas. Por outro lado, porque reservas não rendem juros, os bancos querem minimizar sua retenção. Em certo momento, cada banco terá algum nível de retenções de reserva desejada.<sup>8</sup> Quando um banco se encontra com excesso de reservas, ele as empresta nos mercados de *overnight*, e quando está deficitário, toma emprestados fundos de *overnight*. Quando há um saldo agregado de reserva, isso imediatamente pressiona para baixo a taxa de *overnight*; contrariamente, numa situação de déficit, há uma pressão imediata sobre as taxas de *overnight*.<sup>9</sup>

O banco central obterá então informação imediata concernente à situação das reservas agregadas do sistema através de flutuações da taxa de *overnight*. A menos que o banco central queira que a taxa de *overnight* se mova, ele deve intervir para suprir reservas ou para drená-las a fim de manter a taxa de juros em sua meta. Embora seja sempre verdade que o banco central poderia escolher alterar sua meta, o ponto é que uma meta de taxa de juros necessariamente força o banco central a responder. Além disso, poder-se-ia argüir que o banco central poderia atuar rapidamente numa situação de reservas deficientes, permitindo que as taxas de juros subam tão alto quanto necessário para forçar os bancos a economizar e talvez mesmo reduzir seus balanços contábeis vendendo ativos. Note-se, entretanto, que vendas de ativos não podem efetivamente aumentar reservas agregadas (exceto no evento improvável em que famílias usem reservas de dinheiro para comprar) e que a demanda por reservas é inelástica aos juros. Portanto, o impacto nas taxas de *overnight* seria muito grande, e um alto grau de instabilidade teria de ser aceito como consequência da recusa de reservas pelo banco central.

Permanece a questão da compensação de reserva. Quando um depositante de banco emite um cheque que é depositado, seja noutro banco, seja na conta do Tesouro no banco central, o banco perde reservas. O banco central tipicamente maneja a compensação entre bancos, embora câmaras de compensação privadas possam também ser usadas. Em todas as economias modernas, os cheques se compensam ao par. Se um cheque foi apresentado na câmara de



compensação contra um banco que não tinha reservas suficientes, ele não poderia ser compensado ao par. Assim, a única possibilidade seria ou não compensar o cheque ao par, ou emprestar as necessárias reservas ao banco. De fato, como a compensação ao par é normalmente garantida, não há escolha a não ser emprestar as reservas para o banco deficiente. Na realidade, em reservas necessárias ao sistema; como o sistema bancário privado não pode criar reservas e como todos os sistemas bancários operam com um sistema de reserva fracionário, bancos que estão deficientes recebem empréstimos de reservas automaticamente. Na verdade, uma vez que um estado aceite moeda bancária em pagamento de tributos, compensação ao par e provisão de reservas à vista são conseqüências necessárias.

Por estas razões, não faz diferença significativa se são exigidas reservas. Como exemplo, podemos olhar o caso do Canadá, que eliminou tais exigências.<sup>10</sup> O banco central canadense (Banco do Canadá) exige que bancos de compensação direta mantenham balanços com o banco central para propósitos de compensação. Eles ganham juros de 50 pontos base abaixo da taxa bancária de *overnight* (equivalente à taxa de desconto nos Estados Unidos) sobre balanços positivos, e são debitados à taxa bancária sobre déficits. O Banco do Canadá estabelece uma banda de meta para a taxa de mercado de *overnight*, que tem por teto a taxa bancária e por piso a taxa bancária menos 50 pontos base. A meta de reserva é igual a zero, em média, para os balanços de compensação bancária (balanços positivos de alguns bancos têm de ser contrabalançados por déficits de outros). Supõe-se um período pré-compensação de meia hora antes do fechamento para dar a cada participante tempo para emprestar ou para tomar emprestado reservas, a fim de alcançar o balanço zero de compensação no fim de cada dia de negócios.

O Banco do Canadá, então, tenta ajustar a oferta líquida para que os saldos de compensação sejam zero. A qualquer taxa de mercado de *overnight* que seja maior que 50 pontos base abaixo da taxa bancária, a demanda por reservas (saldos positivos de compensação) é infinita (desde que os operadores bancários diretos possam ganhar a taxa bancária menos 50 pontos base sobre saldos positivos), ao passo que a qualquer taxa de *overnight* acima da taxa bancária a demanda por saldos negativos de compensação é infinita (desde que a penalidade por saldos negativos seja apenas a taxa bancária). O Banco do Canadá então opera sobre as reservas para manter a taxa de mercado dentro da banda.

O principal instrumento usado para ajustar a oferta agregada de saldos de compensação é a transferência de depósitos governamentais (contas de

tributos) entre o Banco do Canadá e os operadores diretos da compensação. Um aumento dos saldos de compensação corrente de dispêndio governamental não contrabalançado por pagamentos de tributos desencadeia pressões baixistas na taxa de mercado, que cairia até o piso da meta de banda (50 pontos base abaixo da taxa bancária). O Banco do Canadá então absorve os saldos em excesso reduzindo a oferta de depósitos governamentais leiloados, através de acordos de compra e recompra ou através de vendas de títulos do Tesouro aos bancos. Isto traz os saldos de compensação de volta a zero e a taxa de mercado para o interior da banda meta. Por outro lado, se os pagamentos de tributos excedem os gastos, saldos de compensação negativos levam a taxa de mercado de *overnight* a subir (existe demanda mas não oferta) acima da meta. Saldos negativos de compensação são ajustados mediante uma maior oferta em leilão de depósitos governamentais, compra especial e acordos de revenda, ou compras finais de títulos do Tesouro. Isto aumenta a oferta de saldos de compensação e traz a taxa de mercado de volta à banda meta.

Se o Banco do Canadá, em vez disso, se recusasse a suprir saldos de compensação no caso de uma insuficiência agregada, ele forçaria a realização de saldos de compensação negativos em alguns operadores diretos individuais. Visto que os cheques entre bancos, assim como entre os bancos e o Banco do Canadá, devem ser compensados, saldos negativos de compensação devem ser ajustados por um empréstimo de reservas do Banco do Canadá à taxa bancária. Em outras palavras, qualquer "falha" deve ser contabilizada automaticamente como um saque a descoberto ou empréstimo. A única outra possibilidade seria recusar a compensação do cheque. No caso de saldos positivos agregados de compensação, as taxas de mercado de *overnight* caem até o piso da meta de bandas, com o Banco do Canadá pagando a taxa bancária menos 50 pontos base sobre os saldos de compensação (a taxa não pode ser levada mais baixo, pois a demanda é infinita a qualquer taxa mais baixa). Para reduzir seus pagamentos de juros, o Banco do Canadá deve eliminar os saldos de compensação em excesso.

Assim, faz pouca diferença se existe exigência de reservas. Na verdade, em alguns aspectos, o sistema canadense torna as operações do banco central mais transparentes – as reservas não são uma alavanca para ser usada para controlar a oferta de moeda. O Banco do Canadá intervém para manter os saldos líquidos de compensação em zero, operação que, por sua própria natureza, deve ser defensiva.

### O MITO DO MULTIPLICADOR MONETÁRIO<sup>11</sup>

Os livros-texto sobre moeda e bancos usam invariavelmente o conceito de multiplicador monetário para demonstrar a determinação da quantidade

de moeda. O multiplicador vincula uma mudança na base monetária (reservas mais dinheiro em circulação – o que temos chamado de moeda fiduciária) a uma mudança na oferta de moeda, onde a oferta de moeda é igual à base monetária vezes o multiplicador.<sup>12</sup> Nos modelos mais simples, o multiplicador é igual ao inverso da proporção requerida de reservas. Não importa qual fosse a proporção legalmente requerida de reservas, o exemplo padrão sempre assumiu 10%, de forma que a matemática envolvida fosse simples o bastante para os estudantes de faculdade calcularem um multiplicador monetário igual a 10. Em 12 de abril de 1992, o FED, pela primeira vez, fixou a proporção de reserva obrigatória sobre depósitos à vista nos mágicos 10%, fazendo a teoria coincidir com a realidade. Dada a simplicidade do multiplicador monetário, é uma pena que o mito tenha de ser jogado fora.

No mundo real, os bancos fazem empréstimos independentemente de posições de reservas, e então tomam reservas emprestadas para satisfazer as exigências. Os administradores dos bancos geralmente nem sabem nem se preocupam com o nível agregado de reservas no sistema bancário. Certamente, nenhum gerente de crédito jamais checa a posição de reservas do banco antes de aprovar um empréstimo. As decisões de crédito de um banco são afetadas pelo *proprio* de reservas e retornos esperados, não pelas posições de reservas. Se a margem entre a taxa de retorno sobre um ativo e a taxa dos fundos federais é suficientemente grande, mesmo um banco que já esteja deficiente em reservas comprará o ativo e cobrirá as reservas de que necessita comprando (tomando de empréstimo) reservas no mercado de fundos federais\*.

O conceito de multiplicador monetário inverte a direção de causalidade: mudanças na oferta monetária causam mudanças nas reservas bancárias e na base monetária, não o contrário. Os vários estudos empíricos que pretendem mostrar uma alta correlação entre mudanças de reservas e mudanças da oferta monetária são realmente provas de acomodação do FED. Como o FED não tem controle "exógeno" sobre a quantidade agregada de reservas, ele não pode nunca usar uma relação de "multiplicador monetário estável" para atingir uma meta de agregado monetário. Antes, as reservas precisam ser supridas à vista, de forma que, quando as reservas estão crescendo a uma taxa acima do que o FED acredita que seria consistente com o cumprimento de uma meta de taxa de aumento da moeda, ele precisa provocar um aumento na taxa de juros de *overnight* (e não se recusando a proporcionar as reservas necessárias) na esperança de que isto eventualmente reduzirá o crescimento

\* No Brasil, no mercado interbancário. (N. do T.)

da moeda (e assim o crescimento das reservas). Entretanto, taxas de juros mais altas aumentam o "tributo reserva" (desde que os bancos não recebam juros sobre reservas), induzindo inovações para reduzir as exigências de reservas (de forma que possam aumentar a oferta de moeda sem aumentar as reservas obrigatórias). Além disso, a demanda por financiamento é muito inelástica, de forma que mesmo que o FED tenha êxito em reduzir o crescimento das reservas, e mesmo que os bancos economizem em reservas, a oferta monetária continuará a crescer sempre que houver uma demanda por financiamento, e mesmo que as taxas de juros aumentem dramaticamente. Isto, em troca, faz com que o "multiplicador monetário" se torne uma instável relação de reserva — levando a um colapso da moeda. Isso se segue da "Lei de Goodhart": qualquer tentativa de usar uma relação empiricamente estável para formular política levará a um colapso desta relação.

De acordo com o modelo do multiplicador monetário do livro-texto, o FED pode aumentar a oferta de moeda injetando reservas por meio de uma compra no mercado aberto. Entretanto, não permite reconhecer que as reservas adicionadas em excesso das reservas obrigatórias imediatamente levariam a taxa de fundos federais a zero, desde que as exigências de reservas não mudem até o período contábil seguinte. Isto forçaria o FED a vender títulos, drenando as reservas em excesso que acabaram de ser injetadas, para manter a taxa dos fundos acima de zero. Por outro lado, se o FED quer reduzir a oferta de moeda tomando reservas do sistema quando não há reservas excedentes, isto simplesmente garante que alguns bancos não podem satisfazer suas exigências de reserva. O FED não teria escolha senão injetar reservas de novo no sistema bancário para impedir que a taxa dos fundos federais suba, teoricamente, para o infinito. Em qualquer dos dois casos, a oferta de moeda permanece imutável pela ação do FED. Mudanças na oferta monetária causam mudanças na base monetária, não o contrário.<sup>13</sup>

### HORIZONTALISMO: O NEGÓCIO BANCÁRIO

Em muitos livros-texto, os bancos são apresentados como intermediários que recebem depósitos, mantêm uma pequena fração deles em reserva e emprestam o restante: "depósitos criam empréstimos". Cada banco empresta somente o montante de suas reservas excedentes, enquanto os empréstimos agregados se expandem através do "multiplicador de depósitos", como discutido acima. Oportunidades de empréstimos lucrativos são perdidas se não houver reservas disponíveis. Alguma tolerância nas decisões de empréstimo é discricionária: o multiplicador de depósitos é uma função das taxas de juros e dos diferenciais das taxas de juros, de preferências dos bancos quanto

à manutenção de reservas em excesso e preferências do público em relação a quanto manter em caixa, em depósitos a prazo e em depósitos à vista. Mas, como Brunner (1968) "demonstrou", estes fatores são apenas de menor importância. Como o banco central supostamente controla a quantidade de reservas, ele é capaz de controlar a oferta de moeda. Diz-se que a moeda é "exógena" no sentido de controle, determinada pelo banco central. Isto tem sido chamado de abordagem "verticalista", porque, em muitos livros-texto, a oferta de moeda é apresentada como "vertical" (perfeitamente inelástica com respeito às taxas de juros).

Na realidade, os negócios bancários são complicados e, em alguns aspectos, não muito diferentes do que o de outras firmas que visam ao lucro. Os bancos, como as outras firmas, constituem posições em ativos pela emissão de exigibilidades na expectativa de gerar lucros. Como argumentaremos abaixo, boa parte da atividade bancária pode ser analisada como uma "alavancagem" de moeda fiduciária — mas muitas outras firmas se engajam em atividades similares. Para nossos propósitos, entretanto, a principal diferença entre bancos e outros tipos de firmas envolve a natureza das exigibilidades. Bancos "fazem empréstimos" comprando IOUs de "tomadores"; isto resulta numa exigibilidade bancária — usualmente, um depósito em conta-corrente, pelo menos inicialmente — que aparece como um ativo ("moeda") do tomador.<sup>14</sup> Assim, os "credores" de um banco são criados simultaneamente com os "devedores" do banco. Os credores exercem quase imediatamente seu direito de usar o depósito em conta-corrente criado como um meio de troca; as exigibilidades bancárias são a moeda usada por não-bancos. O governo aceita algumas exigibilidades bancárias em pagamento de tributos, e garante que muitas exigibilidades bancárias serão resgatáveis ao par contra moeda fiduciária.<sup>15</sup>

Em troca, reservas são a "moeda" usada como meio de pagamento (ou compensação interbancária) entre bancos e para pagamentos feitos ao banco central; na medida em que "credores" reduzem os depósitos em conta-corrente, isso causa uma drenagem na compensação para o banco individual. O banco então pode operar seja do lado do ativo (vendendo um ativo) ou do lado do passivo (tomando reservas emprestadas) para cobrir a perda de reservas. No agregado, entretanto, tais atividades somente mudam as reservas de banco para banco. Deficiências ou excessos agregados têm de ser corrigidos pelo banco central. Em último caso, então, reservas não são discricionárias no curto prazo; o banco central pode determinar o preço das reservas — admitidamente, dentro de certas restrições —, mas, então, deve prover reservas mais ou menos segundo a demanda para atingir sua meta de "preço" (a taxa dos fundos federais).



A abordagem exposta nesta seção tem sido chamada de abordagem "horizontalista", no sentido de que a oferta de moeda bancária é determinada "endogenamente" pela demanda por empréstimos bancários, e não "exogenamente" (Moore, 1988). De acordo com aqueles que adotam a abordagem horizontalista, qualquer impacto de política monetária na quantidade de moeda é muito indireto e opera principalmente através de efeitos na taxa de juros. Antes, é principalmente a demanda privada por empréstimos, mais o desejo dos bancos de emprestar, que determina a quantidade de empréstimos, e, assim, os depósitos criados. A demanda por empréstimos, a seu turno, é determinada pelas decisões de gasto dos agentes econômicos privados (incluindo decisões que dizem respeito a compras de ativos); estas últimas podem ser afetadas, mas apenas muito indiretamente, pela taxa de juros de empréstimo. A oferta de empréstimos, portanto, nunca é independente da demanda; bancos oferecem empréstimos somente porque alguém está querendo "tomar emprestada" moeda bancária emitindo um IOU aos bancos. Pode-se pensar sobre a oferta de moeda bancária como "horizontal" à taxa de juros de empréstimo, com os bancos oferecendo empréstimos segundo a demanda.

Isto não indica que bancos sejam apenas passivos, acomodando inteiramente toda a demanda por empréstimos. Claramente, amplos segmentos da população são "rationados pela quantidade" no sentido de que os bancos não satisfazem sua demanda por empréstimos, muito embora ela esteja querendo tomar empréstimos à taxa de juros corrente. Pode haver muitas razões para tal racionamento.<sup>16</sup> Os bancos podem se preocupar com os riscos de inadimplência dos tomadores, mas podem não ser capazes de elevar as taxas de juros suficientemente para cobrir esse risco — assim, a quantidade racionada é superior ao preço de racionamento. Muitas vezes, os bancos provavelmente têm melhor informação do que os tomadores sobre tais riscos; por exemplo, o tomador que deseja abrir um novo restaurante pode não ter bom acesso à informação sobre as taxas de quebra na indústria ou pode simplesmente ser excessivamente otimista. Por outro lado, bancos nunca podem saber o futuro, assim, devem operar na base de regras derivadas da prática (por exemplo, regras informais que restringem o tamanho do empréstimo). Algum racionamento de quantidade pode mesmo ser irracional — talvez discriminatório — porque os bancos têm evitado tradicionalmente certos tipos de empréstimos. Não nos estenderemos sobre tais temas; o ponto é que a oferta de empréstimos não acomoda simples e inteiramente a demanda a alguma taxa de juros. Entretanto, a analogia com a curva de oferta horizontal é útil para enfatizar que a oferta de moeda bancária depende da oferta de empréstimos, que não está sob controle do governo como na história verticalista.

Outra conclusão que se segue desta análise é que a taxa de juros não pode ser determinada pela "oferta e demanda" de empréstimos, se oferta e demanda não são independentes. Antes, bancos podem ser caracterizados como fixadores de preços em mercados de empréstimo a varejo de curto prazo; eles então satisfazem a demanda por empréstimos - com alguma quantidade de racionamento - àquele preço.<sup>17</sup> Taxas de juros de varejo de curto prazo podem ser tomadas como uma margem sobre taxas de juros de atacado de curto prazo. Exatamente o que determina a margem (e se é variável) é controverso, mas não importante para nossa análise aqui (ver Moore, 1988, e Wray, 1990). Taxas de juros de atacado, finalmente, estão sob a influência da política do banco central. Bancos individuais usam o mercado de atacado para retificar um descompasso entre empréstimos a varejo e depósitos. Muitos bancos não serão capazes de igualar exatamente seus empréstimos e depósitos de varejo; alguns bancos serão capazes de fazer mais empréstimos a varejo do que podem reter em depósitos (sofrendo uma drenagem na compensação), enquanto outros encontrarão menos clientes de empréstimos que depositantes (resultando numa posição superavitária de reservas). Bancos então usam mercados de atacado para "negociar" reservas emitindo exigibilidades no atacado (por exemplo, grandes classes de CD negociáveis, ou tomando de empréstimo fundos federais), enquanto bancos superavitários venderão fundos federais. Como discutido acima, o banco central fixa a taxa interbancária de *overnight*, a qual, então, determina outras taxas de atacado de curto prazo (principalmente como uma margem para cima, mas também como margem para baixo) através de arbitragem. Assim, outro princípio da abordagem horizontalista é que o banco central determina diretamente a taxa de juros de atacado de curto prazo, e, indiretamente, a taxa de empréstimo a varejo de curto prazo (como uma margem sobre a taxa de atacado). Concluindo, a oferta de moeda é determinada endogenamente enquanto o preço da moeda (taxa de juros de curto prazo) é determinado exogenamente como um resultado da política do banco central.

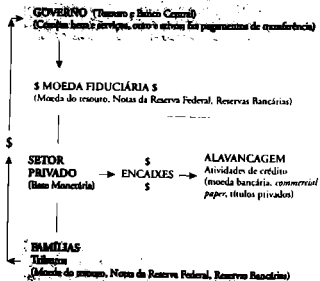
### HORIZONTAL E VERTICAL: UMA INTEGRAÇÃO

Em algum sentido, os verticalistas e os horizontalistas capturaram cada um alguns elementos do processo de oferta monetária. Pode-se conceber que um componente vertical do processo de oferta monetária consiste na oferta governamental de moeda fiduciária; moeda cai verticalmente do governo para o setor privado por meio das compras governamentais de bens e serviços (e ocasionalmente de ativos), assim como das compras de ativos pelo banco central (tais como ouro e moeda estrangeira, e também através do desconto



de ativos mantidos pelos bancos). (Ver Mosler e Forstater, 1998, para análise similar.) Lembre-se de nossa discussão acima e nos capítulos anteriores de que o setor privado está disposto a aceitar moeda fiduciária governamental porque o governo impôs previamente exigibilidades de tributos ao setor privado. Pagamentos de tributos (que desoneram as exigibilidades) e drenam moeda financeira, o que pode ser retratado como um movimento vertical do setor privado para o governo (e, daqui, "aprofundando a drenagem na medida em que a moeda é literalmente queimada, ou simplesmente gasta do lado das exigibilidades do balanço contábil do banco central - Figura 1). A diferença líquida entre estes dois fluxos verticais (dispendio e citário) leva à acumulação de reservas de moeda fiduciária (dinheiro nas mãos do público mais reservas bancárias). O governo pode também oferecer verticalmente a troca de títulos que rendem juros por caixa e reservas que rendem juros.<sup>18</sup>

Figura 1  
Componentes horizontais e verticais da oferta monetária



Por outro lado, o processo de oferta monetária bancária é horizontal; pode ser pensado como um tipo de "alavancagem" da moeda fiduciária vertical em reserva [de famílias e de bancos]. Claramente, moeda bancária é apenas um tipo de alavancagem da moeda fiduciária. Uma lista parcial de outros tipos de alavancagem incluiria *commercial paper*, títulos privados, todos os tipos de exigibilidades bancárias, na verdade, todos os IOUs denominados na moeda fiduciária de conta. Todos estes IOUs privados partilham três características: são denominados na moeda fiduciária de conta, consistem em posições de longo e curto prazos e são dívida "interna" de curto e longo prazos que se anula. Um depósito bancário pode ser pensado como uma posição de longo prazo em moeda fiduciária, enquanto os tomadores de empréstimo do banco têm posições de curto prazo, apostando que serão capazes de obter moeda para a liquidação futura.<sup>19</sup>

Uma redução do dispêndio governamental pode gerar um "*short squeeze*" em que os tomadores de empréstimos bancários não são capazes de obter moeda suficiente para fazer os pagamentos dos empréstimos. Quando há um *short squeeze*, então aqueles que se encontram em posição de curto prazo não podem obter a moeda requerida mediante um aumento da oferta de moeda horizontal porque as posições de curto e longo prazos se anulam.<sup>20</sup> Se aqueles que detêm posições a longo prazo estivessem dispostos a gastar seus depósitos ou se outros estivessem querendo entrar no mercado para tomar novas posições a curto prazo (empréstando para os que estão sofrendo o aperto da liquidez), então o *short squeeze* poderia ser aliviado por operações na seção horizontal. A parte vertical é a única supridora líquida de moeda para aliviar um *short squeeze*. Se ela não reage ao *short squeeze*, os tomadores de empréstimos bancários são forçados a tentar vender ativos, rolar empréstimos ou tentar obter novos empréstimos. Isto pode levar a uma deflação dos preços dos ativos, o que poderia degenerar numa deflação geral da dívida. Por outro lado, isto pode ser evitado se o banco central entrar como emprestador de última instância (descontando ativos ou comprando ativos mantidos pelo setor privado), ou se o Tesouro aumentar seus déficits.

Em alguns aspectos, então, moeda é como qualquer outra mercadoria com ambas as seções, horizontal e vertical. Por exemplo, o mercado de soja também tem componentes verticais e horizontais. O componente vertical é o mercado para entrega física, com a oferta vinda das fazendas e a demanda vinda das famílias; o consumo de soja é equivalente aos pagamentos de

<sup>19</sup> Aperto de liquidez de curto prazo. (N. do T.)

tributos, enquanto a soja que está estocada é equivalente a reservas de moeda fiduciária. Produção excedente do consumo (produção líquida) aumenta os estoques, ao passo que consumo excedente da produção esvazia os estoques (exatamente como o dispêndio governamental em excesso sobre a tributação cria estoques de moeda fiduciária, e a tributação maior que o dispêndio esvazia essas reservas). Observe-se que é impossível para as famílias consumir soja antes que seja produzida, assim como é impossível para as famílias pagar tributos antes que tenham recebido moeda. Produção é a única fonte de soja "líquida", que é então "alavancada" no componente horizontal — os mercados futuros que envolvem posições de longo prazo (dos que estão dispostos a comprar) e de curto prazo (dos que estão dispostos a vender), as quais naturalmente se anulam. Note-se que as posições de longo prazo (ou de curto) excedem em muito os estoques de soja — exatamente análogo à relação entre moeda fiduciária e moeda bancária.

Se houver uma quebra de safra, um aperto nas posições de curto prazo pode resultar em que não seja resolvido no componente horizontal. Os preços sobem e aqueles com posições de curto prazo perdem suas apostas; a menos que novos agentes entrem no mercado para ocupar as suas posições, ou que os detentores de posições de longo prazo liquidem suas posições (vendam seus contratos para entrega de soja).

O que é o equivalente monetário de uma quebra de safra? Se o governo reduz seu dispêndio deficitário em bens e serviços, o fluxo de oferta de moeda para reservas a serem alavancadas declina (a menos que contrabalanceado por um aumento das compras de ativos pelo banco central). Podemos relacionar isto com a discussão no capítulo precedente: quando o governo reduz o déficit, a poupança nominal líquida desejada (Sn do Capítulo 4) provavelmente excederá a poupança nominal líquida disponível (que caiu), de forma que qualquer família em particular somente poderá obter suas reservas desejadas à custa de uma outra. Os tomadores de empréstimos dos bancos (assim como outros com posições curtas) descobrem que fica cada vez mais difícil obter moeda para fazer pagamentos de empréstimos aos bancos e pagar tributos, por exemplo, por meio de vendas de bens e serviços produzidos ou de vendas de ativos. Podem ser forçados a baixar os preços de bens, serviços e ativos a fim de realizar vendas. Se os preços caem muito, não serão capazes de fazer os pagamentos de seus empréstimos (resultando em inadimplência) ou de pagar tributos. Os bancos descobrem que seu próprio fluxo de receita pode estar abaixo dos seus próprios compromissos de pagamento (por exemplo, juros prometidos sobre exigibilidades); à medida que seus empréstimos caem em inadimplência, seu capital é erodido.

Se as coisas se tornarem suficientemente ruins, os bancos tornam-se solventes, com os valores de ativos abaixo do valor das exigibilidades. Se os depositantes com posições de longo prazo "liquidarem" (demandando moeda fiduciária em vez de depósitos bancários), os bancos serão forçados a tomar empréstimos nos guichês de desconto. A partir de certo ponto, à medida que os depósitos bancários se deterioram, eles não terão suficiente capital (patrimônio líquido) para obter empréstimos nos guichês de desconto, exigindo a intervenção do segurador de depósitos para dar liquidez ao banco. À medida que os preços caíam, os tomadores se tornem inadimplentes e os bancos falham, a economia privada quase certamente sofrerá uma recessão (ou pior), reduzindo as receitas tributárias governamentais e talvez aumentando o dispêndio governamental (por meio de estabilizadores automáticos) – o que aumenta o déficit governamental (e a poupança líquida disponível).

O componente "vertical" da moeda difere do componente "vertical" da soja em vários aspectos-chave. Primeiro, a soja tem de ser produzida efetivamente por fazendeiros, e isso depende de tecnologia, condições climáticas e fatores sazonais. Moeda fiduciária pode ser criada pelo governo em qualquer tempo, sem demora. Além disso, embora a moeda fiduciária seja provida principalmente em troca de bens e serviços, o governo pode criá-la quando necessário para comprar ativos ou fazer empréstimos. No caso de um banco insolvente, o governo poderia criar moeda durante o processo de liquidação – simplesmente provendo-a para os depositantes mesmo quando os ativos do banco não tenham valor. Isto é realmente nada mais que dispêndio deficitário governamental, embora não possa ser tratado como tal. Há assim maior espaço para resolver um *short squeeze* em moeda que um *short squeeze* em soja. Um *short squeeze* em soja, levando a um aumento dos preços, proporcionará um maior incentivo para produzi-la, mas isso requererá tempo de tal forma que os preços podem aumentar abruptamente. Entretanto, no caso de um *short squeeze* em moeda, o "preço" da moeda (isto é, seu preço relativo em termos do que ela pode comprar) não precisa aumentar muito (significando deflação de outros preços) antes que o governo tome a iniciativa de aliviar a pressão. Isto seria similar a uma situação na qual o fazendeiro tivesse vastos estoques de soja que poderiam ser emprestados aos que estão em posição de curto prazo. Outra diferença é que o governo é o único supridor vertical de moeda fiduciária, ao passo que o mercado de soja está longe de ser monopolizado. Enquanto nenhum produtor individual de soja pode estabelecer os termos (ou preço) nos quais a soja será vendida, o governo, como supridor monopolista de moeda fiduciária, é capaz de fazer isso – o que não significa que ele faz, nem que deveria fazer. Entretanto, como discutimos no Capítulo 6, este

poder monopolista de estabelecer preços pode ser usado numa política de estoque regulador para estabilizar preços.

## COORDENAÇÃO ENTRE O BANCO CENTRAL E O TESOUREIRO<sup>21</sup>

A maioria dos livros-texto de “moeda e bancos” contém uma seção que analisa a coordenação entre o banco central e o Tesouro, sem reconhecer as implicações para a política monetária e fiscal. O ponto importante é que pagamentos de tributos levariam a uma drenagem de reservas, enquanto o dispêndio do Tesouro levaria a uma infusão de reservas; a fim de minimizar impactos nas reservas bancárias, o FED e o Tesouro desenvolveram um procedimento operacional extremamente complicado. Análises cuidadosas mostram claramente que reservas não podem ser discricionárias do ponto de vista da política monetária; antes, as ações do FED com respeito a quantidades de reservas são necessariamente defensivas. A única discricção que o FED tem é na determinação da taxa de juros.

Assuma-se por um momento que o Tesouro usa somente o FED como seu banqueiro, emitindo cheques contra sua conta no FED quando gasta e recebendo moeda nessa conta quando os tributos são pagos.<sup>22</sup> Se o Tesouro operasse um orçamento diário equilibrado, não surtiria nenhum efeito líquido nas reservas bancárias. As reservas são afetadas quando o orçamento do governo não se equilibra diariamente – tanto porque ele normalmente realiza um déficit anual, quanto porque o dispêndio tende a ser distribuído ao longo do ano enquanto as receitas tributárias são concentradas em torno de receitas trimestrais (e por volta de 15 de abril!).

Um dos métodos usados para reduzir o impacto nas reservas resultantes de pagamentos tributários é permitir que o Tesouro mantenha receitas tributárias em “contas especiais de tributos e empréstimo” em bancos privados específicos (depositários gerais e depositários especiais).<sup>23</sup> Neste caso, pagamentos de tributos apenas movem reservas dentro do sistema bancário. Por outro lado, quando o Tesouro gasta, isto (quase sempre) toma a forma de um cheque emitido contra sua conta no FED. Obviamente, se nada mais fosse feito, isso aumentaria as reservas bancárias pelo montante do dispêndio do Tesouro (exceto pela drenagem de dinheiro dos bancos para as reservas em caixa do público). A fim de evitar isto, o Tesouro transfere fundos de suas contas de tributos e empréstimos para sua conta no FED simultaneamente enquanto gasta. Embora possa parecer que o Tesouro “precisa” de receita tributária para poder gastar, isto é claramente uma visão superficial. A simultaneidade da transferência das contas de tributo e empréstimo e o dispêndio do Tesouro se deve à necessidade de estabilizar reservas bancárias. O governo

ramente não tem necessidade de ter seu próprio IOU retornado antes que possa gastar, mas, sim, o público precisa do IOU do governo antes que possa pagar tributos. Mais precisamente, bancos devem ter reservas antes de estas poderem ser eliminadas por meio de uma transferência das contas de tributo em empréstimo, e as reservas devem ter vindo inicialmente do governo.

Talvez isso ficasse mais claro se examinássemos um exemplo contrafactual. Suponha-se que o Tesouro "emitisse um cheque" contra o FED mas não desse nenhum "dinheiro no banco", de tal forma que o FED "devolvesse" o cheque - retornando-o como não pago para o Tesouro. A implicação seria que o Tesouro ou teria obtido bens e serviços do setor privado sem pagar por eles, ou que o Tesouro não teria pago alguma conta devida (por exemplo, um pagamento de seguridade social). O vendedor no setor privado (ou o receptor da seguridade social) teria um direito legal contra o governo. Naturalmente, e jamais chegaria a esse ponto. O FED poderia, de fato, oferecer um saque descoberto ao Tesouro, essencialmente emprestando as necessárias reservas ao balanço contábil do FED se expandiria pelo montante do dispêndio do Tesouro, aumentando as reservas bancárias como uma exigibilidade, e mantendo o IOU do Tesouro como um ativo). Isto obviamente é nada mais que um procedimento contábil interno, com o resultado real de que o Tesouro teria gasto através da criação de moeda fiduciária.

As manipulações de contas de tributo e empréstimo são, pois, designadas para minimizar impactos em reservas bancárias e não para proporcionar ao Tesouro depósitos que ele pode gastar. Na prática, o Tesouro tenta manipular as contas de forma a manter um saldo de fechamento de US\$5 bilhões no FED a cada dia. Somente mudanças líquidas na conta do Tesouro afetariam as reservas bancárias; assim, a manutenção de um saldo constante de US\$5 bilhões neutralizaria o impacto do Tesouro nos bancos. Portanto, se num dia particular o Tesouro gasta mais do que recebe em receitas tributárias na sua conta no FED, ele terá de transferir depósitos das contas de tributo e empréstimo para o FED no fim do dia (para manter seu saldo de US\$5 bilhões). Se não o fizesse, seu "déficit" naquele dia aumentaria as reservas bancárias pelo montante equivalente.

Há duas considerações adicionais, uma de longo prazo e outra de curto prazo. A primeira diz respeito às vendas de títulos no mercado primário. Isto é, isto que os déficits governamentais aumentam as reservas no curso do ano, isto é possível que transferências das contas de tributo e empréstimo neutralizem o impacto do dispêndio do Tesouro nas reservas bancárias. A menos que a parcela submetida a reservas dos balanços contábeis dos bancos cresça no mesmo compasso, o resultado seriam reservas sistêmicas excessivas. Como

discutimos acima, reservas em excesso exercem uma pressão imediata nas taxas de juros de *overnight* que só pode ser aliviada pela política monetária (bancos não podem realizar atividades que absorvam reservas de forma suficientemente rápida). As reservas excedentes precisam, assim, ser drenadas pela política monetária, que toma a forma de vendas de títulos. No caso de um excesso temporário (decorrente, por exemplo, da coordenação imperfeita entre a tributação e o dispêndio), isto é feito por meio de acordos de recompra do FED ou de vendas finais. Entretanto, no caso de um fluxo crônico de excesso de reservas (isto é, persistentes dispêndios do Tesouro superiores às receitas tributárias), somente vendas no mercado primário pelo Tesouro podem drenar o excesso. Estas vendas de títulos governamentais simplesmente substituem reservas excedentes que não rendem juros por títulos governamentais que rendem juros. Num certo sentido, isto é nada mais que uma transferência de uma espécie de conta no FED (reservas) por outra espécie de conta (títulos). O propósito desta transferência é defender a meta da taxa de *overnight*. Por esta razão, a operação poderia ser chamada de uma "operação de manutenção da taxa de juros". Não é uma operação de "tomada de empréstimo". O Tesouro não "precisa" tomar emprestado a fim de fazer um gasto deficitário. Sobretudo, o que ele está fazendo quando "vende título" é criar uma "conta de manutenção de taxa de juros" para evitar que aumentem as reservas excedentes que não rendem juros. Esta transformação não proporciona ao Tesouro nada do que ele "precisa" para gastar; na verdade, a venda de títulos é necessária apenas porque o Tesouro já gastou acima das receitas tributárias — a existência de reservas excedentes é prova de que a venda de títulos ocorre depois que o Tesouro "gastou deficitariamente". Na verdade, se o Tesouro precisasse tentar vender os títulos primeiro, ele estaria drenando antes reservas requeridas que reservas excedentes. (Retornaremos a isto num minuto.) No longo prazo, então, o Tesouro mantém um saldo constante no FED, mesmo quando gasta deficitariamente, mediante a venda de títulos governamentais que remove reservas do sistema bancário (restaurando o saldo do Tesouro junto ao FED).

A segunda consideração é que, na realidade, é impossível para o Tesouro prever de forma precisa, numa base de curto prazo, o tempo exato das receitas tributárias e do dispêndio governamental. Mesmo que o Tesouro planejasse seu dispêndio cuidadosamente, ele não pode saber exatamente quando seus cheques serão depositados em bancos. Além disso, ele não pode (e na verdade nem tenta) cronometrar suas vendas de títulos para coincidir exatamente com as posições diárias de reservas excedentes dos bancos. Assim, ele desenvolveu complicados procedimentos que são usados para minimizar seus impactos nas reservas, e coopera estreitamente com o FED. Por exemplo,

quando o Tesouro antecipa que seu saldo de fechamento excederá US\$5 bilhões num dia em particular, ele tentará fazer depósitos nas contas de tributo e empréstimo. Entretanto, ele pode descobrir que os bancos são incapazes - seja porque eles não podem satisfazer exigências de garantia, seja porque não querem pagar a taxa de juros que deve ser paga sobre os depósitos do Tesouro. Neste caso, o FED cooperará com o Tesouro, engajando-se em operações de compra no mercado aberto (ou num acordo de recompra). Se, por outro lado, o FED previsse que os bancos teriam reservas excedentes no fechamento dos negócios, ele poderia pedir ao Tesouro para acumular depósitos em excesso de US\$5 bilhões em sua conta no FED.

Além disso, o Tesouro permite que os bancos com contas de tributo e empréstimo comprem títulos sem perder reservas. Quando nova dívida governamental é leiloada, o Tesouro muitas vezes designa uma parcela do leilão como elegível para compra através de crédito por depositários especiais. Neste caso, o depositário especial obtém o título como um ativo emitindo um depósito em nome do Tesouro.<sup>24</sup> Isto elimina impactos indesejados nas reservas bancárias. O Tesouro pode ver se o seu saldo de fechamento no FED está perto de sua meta de US\$5 bilhões; se estiver muito baixo, faz uma "chamada" para depósitos criados nas contas de tributo e empréstimo, drenando as reservas necessárias.<sup>25</sup> De novo, é claro que tais vendas de títulos não são necessárias para obter moeda a fim de permitir ao Tesouro gastar acima das receitas tributárias; as vendas de títulos realmente criam os depósitos nas contas de tributo e empréstimo que podem então ser drenadas sempre que desejado para remover reservas excedentes do sistema bancário. O propósito destas operações é evitar impactos indevidos nas reservas das ações do Tesouro, a fim de manter as taxas de juros nos níveis das metas.

## CONCLUSÕES

Neste capítulo, examinamos a natureza não discricionária das reservas. Argumentamos que a visão convencional de um "multiplicador de depósitos" reverteu a direção da causalidade: bancos não esperam por reservas excedentes antes de fazer empréstimos e criar depósitos. Ao contrário, confrontado-se com um cliente confiável e uma demanda por empréstimo, um banco faz o empréstimo. Ele então opera para obter as reservas necessárias para satisfazer as exigências legais. Se os bancos no seu conjunto estão curtos em reservas exigidas, o banco central deve supri-los, seja através de compras no mercado aberto, seja nos guichês de desconto; tentar restringir as reservas mediante compras mais restritas de mercado aberto apenas força os bancos a irem ao



guichê. Na prática, os empréstimos nos guichês de desconto estão inteiramente à discrição dos tomadores – a despeito da retórica sobre a política do FED de desencorajar tais empréstimos. Se um banco não consegue cumprir as exigências legais, isto é contabilizado como um empréstimo de reservas. É simplesmente impossível para o FED recusar-se a suprir as reservas necessárias ao sistema. Além disso, este resultado não depende seja de CRA seja de LRA, e nem depende da existência de uma proporção de reserva legal. Em vez disso, depende da existência de uma mono-reserva (suprida somente pelo governo), da *piramidalização* das reservas (ou “sistema de reservas fracionárias”), da compensação ao par e da inegociabilidade normal dos ativos dos bancos (que não podem assim contrair rapidamente os balanços contábeis).

A variável política do FED é a taxa de empréstimo de *overnight* para reservas – agora, a taxa de fundos federais é a taxa-metade de *overnight*. O FED é capaz de atingir sua meta sem erro. A despeito de metas de reservas (ou outras) anunciadas, esta taxa de empréstimo de *overnight* é sempre o instrumento de política discricionário. A arbitragem então determina a taxa de juros de curto prazo de atacado; a taxa de varejo é estabelecida (talvez mais complexamente) como uma margem sobre a taxa de atacado. Esta visão pode ser resumida como: “a taxa de juros de curto prazo é estabelecida exogenamente pela política do banco central”.

O banco central não tem controle direto – e uma influência indireta muito pequena – sobre a quantidade de moeda bancária. A quantidade de moeda bancária é efetivamente determinada pela quantidade de empréstimos bancários. Obviamente, um aumento de moeda bancária deve ser contrabalançado por um aumento de empréstimos bancários (simplesmente devido à contabilização); nosso argumento é que a decisão de aumentar empréstimos é o resultado de negociação privada entre o banqueiro e o tomador. Como a demanda por empréstimos é inelástica, ao menos no curto prazo, mudanças na taxa de juros desempenham um papel secundário na decisão de tomar emprestado/emprestar. Mais importante, é a decisão de gastar que influencia a quantidade de moeda bancária criada. Esta visão pode ser resumida muito precisamente como “dispêndio planejado determina a demanda por empréstimos, a oferta de empréstimos substancialmente se acomoda à demanda, e isto então determina a quantidade de moeda bancária criada”; mais sucintamente, “empréstimos criam depósitos”. Assim, a oferta de moeda horizontal é determinada endogenamente, enquanto a taxa de juros de curto prazo é determinada exogenamente.

Finalmente, um exame minucioso da coordenação das ações do Tesouro e do FED demonstra que o Tesouro não precisa de receitas tributárias ou

itas de venda de títulos para gastar, visto que o dispêndio depende apenas da capacidade do Tesouro de emitir moeda fiduciária que o público aceita. Antes, a manipulação de suas contas de tributo e empréstimo é parte da política monetária — isto é, para assegurar que as operações do Tesouro não sejam impossíveis alcançar as metas de taxa de juros pela criação de posições reservas insuficientes ou de excesso de reservas no sistema bancário.

- Página em branco. 144

## POLÍTICA DE EMPREGO E O VALOR DO DINHEIRO

Desde a Segunda Guerra Mundial, a política estabelecida pelo governo Estados Unidos tem sido a de perseguir simultaneamente um alto nível de emprego e preços estáveis. Essas duas metas foram até objeto de duas leis, a Lei do Emprego de 1946 e a Lei Humphrey-Hawkins de 1978. A última reforçou o compromisso do governo com o emprego estabelecendo um objetivo de "pleno emprego", com um objetivo intermediário de uma taxa de desemprego adulto de 3% (ou 4% da população total). Paradoxalmente, na teoria aceita, nem a experiência prática parecem indicar que o emprego pleno seja realmente possível com preços estáveis. Como resultado, e ao menos nas duas ou três últimas décadas, a política monetária geralmente tem sido operada no sentido de aumentar a taxa de desemprego como um meio de alcançar preços estáveis; o desemprego é percebido como o custo inevitável da estabilidade de preços.<sup>1</sup> Muitos, talvez a maioria dos economistas, acreditam de que seja mesmo possível alcançar alguma coisa perto de 3% de taxa de desemprego sem ao mesmo tempo induzir a aceleração da inflação. Por esta razão, houve uma discussão sobre repelir as leis acima mencionadas, e mesmo um movimento para substituí-las por uma nova lei que estabeleceria o único objetivo de política monetária — estabilizar os preços.

Neste capítulo, argumentaremos que preços estáveis e verdadeiro pleno emprego são possíveis e, na verdade, são complementares. De fato, a Lei Humphrey-Hawkins estabelece um objetivo muito baixo; argumentaremos que o governo pode garantir uma taxa de desemprego zero, significando que todos os que estão dispostos, desejosos e aptos para trabalhar ao salário corrente serão capazes de encontrar um emprego — somente aqueles que não

quiserem (ou são inaptos para) trabalhar ao salário vigente seriam deixados sem trabalho (e estes não são contados normalmente como desempregados). Ao mesmo tempo, ao estabelecer este "salário vigente", o governo proporcionará uma âncora de preço para comunicar maior estabilidade de preços ao sistema. Não sustentamos que esta política levaria qualquer particular índice de preço a ficar constante ao longo do tempo (e, na verdade, não seríamos a favor de qualquer política que tentasse alcançar este resultado). A política proposta permitiria ainda às forças do mercado (e outras) afetarem tanto os preços nominais quanto os relativos. Entretanto, o ponto é que a proposta política de pleno emprego não geraria o tipo de pressões inflacionárias que muitos economistas acreditam que resultariam de um alto nível de emprego. Assim, "inflação" – definida como um aumento persistente de algum índice de preços – certamente coexistiria com nossa política proposta de pleno emprego, mas não seria causada pela política. Se a ausência da inflação, assim definida, é desejável ou não, vai além do escopo deste capítulo. Entretanto, mostraremos que uma verdadeira política de pleno emprego não é, em si, "inflacionária", e na verdade iria quase certamente reduzir pressões inflacionárias. Além disso, a política de pleno emprego ajudaria a reduzir as flutuações econômicas (o "ciclo dos negócios") mediante um poderoso e característico estabilizador automático interno (embora não reivindicamos que isto seria suficiente para eliminar flutuações cíclicas, nem estamos certos de que tal fosse desejável).

Antes de prosseguir, é necessário admitir que a política que propomos poderia levar a um aumento do dispêndio governamental; na verdade, poderia resultar num persistente déficit governamental. Entretanto, deveria estar claro a partir da análise dos capítulos precedentes (especialmente a do Capítulo 4) que não vemos esse resultado com horror – como fariam muitos economistas. Alguns gestores de políticas e economistas "liberais" gostariam de aceitar mais dispêndio governamental e déficits maiores se estes levassem ao pleno emprego sem causar aceleração da inflação – mesmo quando acreditam que governo maior e déficits mais amplos necessariamente afetam negativamente a economia privada, eles gostariam de aceitar esta "escolha excludente" se o pleno emprego fosse alcançado. Outros rejeitariam este argumento, sustentando que os impactos negativos de déficits maiores ultrapassam quaisquer benefícios do pleno emprego. Nossa linha de reflexão é diferente. Tomamos a posição de que não existe nada inerentemente errado com grandes déficits – estes não causam necessariamente "expulsão"; não "onera" gerações futuras e não podem levar à "ruína financeira" do governo – na verdade, déficits persistentes são as normas esperadas pelas razões previamente discutidas.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> No original, *trade-off*. (N. do T.)

Na nossa visão, o medo do dispêndio deficitário é irracional e não deveria ser um obstáculo ao dispêndio necessário para gerar pleno emprego. Isto não significa dizer que déficits não podem ser muito grandes. Uma vez que uma economia esteja operando além do pleno emprego, qualquer aumento da demanda agregada (seja pelo governo, seja pelo setor privado) deve ser inflacionário. Este tem sido (ainda que apenas raramente) o caso; um bom exemplo é a situação dos Estados Unidos durante a Segunda Guerra Mundial, quando o governo comprou até 60% da produção da nação. Naquele período, pressões inflacionárias seguramente aumentaram porque, com o déficit do governo, a demanda agregada teria excedido a produção potencial (em parte porque as indústrias que eram voltadas para a defesa não podiam ampliar capacidade). Entretanto, uma combinação de patriotismo, racionamento e controles de salários e preços permitiu à economia operar bem além do pleno emprego sem gerar inflação substancial. Este pacote de políticas foi desenvolvido para permitir que a economia operasse no nível necessário para prosseguir a guerra.

Não há necessidade de exagerar os problemas com que se defrontam os Estados Unidos hoje; certamente não são tão sérios quanto os enfrentados em 1940. Entretanto, como argumentaremos, há condições hoje que tornam mais fácil perseguir uma política de pleno emprego com estabilidade de preços do que as que existiam em 1940. Mais importante, o abandono universal do padrão ouro por todas as grandes economias eliminou todas as barreiras racionais ao dispêndio deficitário como um meio de ocupar todos os desempregados. Felizmente, o pleno emprego pode ser alcançado, agora, sem os controles do tempo da guerra, tais como racionamento e controles de salários e preços que reduziriam, excessivamente, o nível de liberdade que se espera do público durante períodos normais de paz.

Nas próximas duas seções, voltamo-nos para as duas componentes principais da proposta; o governo iria:

- (a) atuar como empregador de última instância;
- (b) estabelecer exogenamente o preço "marginal" do trabalho.

Nas últimas seções, examinaremos o fundamento teórico geral e outras implicações da proposta.

Antes de apresentar a proposta, entretanto, listaremos algumas advertências:<sup>4</sup>

- (a) O programa é desenhado para oferecer trabalho a qualquer um que esteja disposto, desejoso e apto para trabalhar. Poderia ser chamado de um

rograma de oportunidade de trabalho, ou um programa de garantia de trabalho modificado (veja abaixo). Aqueles que não estão dispostos, desejosos e aptos para trabalhar não são alvos visados deste programa.

(b) ELR não é escravidão; servidão involuntária é ilegal nos Estados Unidos. Ninguém será forçado pelo governo a trabalhar no ELR. O programa apenas para aqueles que estão querendo participar. Naturalmente, em qualquer economia capitalista, há algum grau de coerção econômica que induz a maior parte da população a trabalhar a fim de obter os meios de sobrevivência. Assim, fora da necessidade econômica, alguns indivíduos podem sentir forçados a aceitar um trabalho no ELR porque as alternativas disponíveis não proporcionam renda suficiente.

(c) ELR não significa uma forma de "trabalho-de-bem-estar". Nos Estados Unidos, hoje, há um movimento para forçar receptores dos programas de bem-estar a trabalhar para obter os benefícios correspondentes. Presumivelmente, há muito suporte político para continuar nessa direção. Entretanto, como o vemos, o ELR pode suplementar qualquer tipo de seguridade de bem-estar puro que é politicamente aceitável. Enfatizamos de novo que o ELR é desenhado para aqueles que estão dispostos, desejosos e aptos para trabalhar. Acreditamos que muitos daqueles que atualmente estão nos programas de bem-estar deixariam voluntariamente estes programas para aceitar um emprego no ELR. ELR proporciona maior liberdade de escolha. Entretanto, outros programas ainda serão requeridos para aqueles que não estão dispostos, desejosos e aptos para trabalhar.

(d) Trabalhadores do ELR podem ser demitidos, com restrições estabelecidas para o re-emprego.<sup>3</sup> Assim, ele proporciona uma oportunidade garantida de trabalhar, mas com padrões de desempenho. Os que não estão à altura dos padrões requeridos serão demitidos; deveria ser-lhes dada uma segunda ou terceira chance, mas, depois de um certo momento, eles terão de confiar no sistema de seguridade social puro. ELR é apenas para aqueles que estão dispostos, desejosos e aptos para trabalhar.

(e) O salário do ELR visado será uma melhora substancial sobre o pacote médio de benefícios de bem-estar e de desemprego nos Estados Unidos; em outros países com benefícios de proteção mais generosos, a melhora pode ser menos significativa. Para o começo, recomendamos estabelecer o salário do ELR nos Estados Unidos no nível do salário mínimo que exista no tempo em que o ELR for implementado. Em outros países pode ser melhor escolher algum outro método para determinar o apropriado salário de ELR. Em qualquer caso, entendemos nossa recomendação como unicamente um ponto de partida para o propósito de análise e discussão. A discussão seguinte

é tornar claro que o essencial de nossa análise se sustenta independentemente do estabelecimento inicial do salário de ELR.

(f) Reconhecemos que o ELR sozinho não pode resolver todos os temas de emprego, desemprego, subemprego, renda baixa e desqualificação. Acreditamos que oferece uma melhora considerável sobre a situação. Entretanto, outros programas sociais serão necessários para tratar muitos temas sociais que permanecerão mesmo depois que o ELR seja posto em ca.

Pedimos desculpas pela repetição; entretanto, descobrimos, em virtude de sentenças prévias, que muitas objeções que surgiram ao programa de centraram-se em torno da confusão sobre os temas listados acima. Assim, e ajudar na exposição, tão claramente quanto possível, indicar a população da proposta do ELR: aqueles que estão dispostos, desejosos e aptos para alhar ao salário de ELR (presumido em US\$6,25 por hora para os projetos de nossa análise).

#### GOVERNO COMO EMPREGADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA

O primeiro componente da proposta é relativamente simples: o governo a como o empregador de última instância, ocupando todos os trabalhadores : não podem encontrar emprego no setor privado.<sup>6</sup> Como Hyman Minsky se:

O problema político é desenvolver uma estratégia para o pleno emprego que não leve a instabilidade, inflação e desemprego. O principal instrumento de tal política é a criação de uma demanda infinitamente elástica por trabalho a um salário de piso ou mínimo que não dependa das expectativas de lucro de longo e curto prazos dos negócios. Como somente o governo pode separar a oferta de emprego da lucratividade de contratar trabalhadores, a demanda infinitamente elástica de trabalho precisa ser criada pelo governo. (Minsky, 1986, p. 308)

Chamaremos a isto de política de empregador de última instância (ELR)<sup>7</sup>. Como será discutido na próxima seção, o governo simplesmente anuncia o salário ao qual contratará qualquer um que queira trabalhar no setor público, então emprega todos os que procuram emprego àquele salário. Chamaremos isto de emprego básico no setor público (EBSP) ao salário básico do setor público (SBSP). Naturalmente, permanecerão muitos empregos (não EBSP) no setor público que não são um componente do ELR, e que poderiam pagar salários acima do SBSP. É também importante enfatizar que a política do ELR não se destina a substituir o emprego atual no setor público (trabalhadores no EBSP não deveriam deslocar os atuais empregados públicos).<sup>8</sup>



As implicações para salários e preços, em geral, serão exploradas adiante. Aqui discutimos somente as implicações para o emprego e o orçamento do governo. Por causa de nossa discussão nesta seção, assumiremos que o salário (SBSP) anunciado do governo é US\$6,25 por hora, ou US\$12.500 por ano para emprego (EBSP) de tempo integral. Assumiremos também que este é um salário de "sobrevivência", e que é o salário mínimo legal que existe no tempo em que o programa ELR é implementado.<sup>9</sup> Como discutimos brevemente abaixo, análise cuidadosa deveria ser feita antes do estabelecimento do SBSP. Não há razão por que não seja permitido a alguns indivíduos trabalhar em regime de tempo parcial. Entretanto, assumiremos que o emprego é de tempo integral para simplificar os cálculos.

Esta política, por implicação lógica, eliminará todo desemprego, definido como trabalhadores dispostos a trabalhar ao salário atual, mas incapazes de encontrar um emprego mesmo depois de procurar. Certamente ainda haverá muitos indivíduos – mesmo aqueles na força de trabalho – que estarão desempregados voluntariamente: haverá os que não estão querendo trabalhar para o governo (talvez a qualquer salário!), os que não estão querendo trabalhar pelo salário anunciado do governo, os que estão entre empregos e os que prefeririam procurar por um emprego melhor enquanto estão desempregados, e assim por diante. Por razões bem conhecidas, não é ótimo (seja socialmente, seja individualmente) para cada indivíduo estar totalmente empregado – desemprego voluntário pode ser racional. Assim, nossa única preocupação é assegurar que todos aqueles dispostos, desejosos e capazes de trabalhar ao salário SBSP serão capazes de obter um emprego a esse salário. Definimos isto como um estado de pleno emprego ou de desemprego zero.

Uma implicação do ELR é que muito do dispêndio social que é direcionado correntemente para o desempregado pode ser reduzido ou eliminado. Por exemplo, compensação por desemprego proporciona atualmente alguma reposição de renda para os que estão desempregados. O programa tem somente cobertura parcial (muitos dos desempregados não são cobertos), benefícios limitados (determinados em parte pela renda recebida enquanto empregado) e limites de tempo, e paga gente para não trabalhar (gerando óbvios problemas de incentivo). Se, em vez disso, compensação por desemprego fosse substituída por emprego governamental, todas as desvantagens de compensação do desemprego seriam eliminadas: a cobertura seria potencialmente universal (obviamente, alguns desempregados optariam por ficar fora do programa), não haveria limites de tempo, ninguém seria pago para não trabalhar e o pagamento seria equalizado (para empregos EBSP).

Uma mudança menos extrema possibilitaria a trabalhadores recém-desempregados optar pelo engajamento em busca de emprego de tempo integral

programa ELR para um período específico de tempo, por exemplo, durante semanas.<sup>10</sup> Se um emprego não fosse encontrado dentro desse limite de tempo, o indivíduo se submeteria a aconselhamento e orientação para determinar se seria garantida a continuada busca de tempo integral; alternativamente, retreinamento ou educação poderiam ser indicados (por exemplo, as qualificações do indivíduo não batem com as oportunidades de trabalho). Neste caso, o indivíduo poderia ser colocado em um trabalho EBSF de tempo integral para obter treinamento no trabalho; ou o indivíduo poderia ser admitido num programa educacional de tempo parcial ou integral.<sup>11</sup> De novo, haveria limites de tempo para tais programas; em algum momento o indivíduo seria colocado em um emprego EBSF apropriado. Como o objetivo principal do EBSF é preparar trabalhadores para emprego em empregos não-EBSF (seja emprego público ou privado), todos os empregos EBSF deveriam oferecer ao menos algum treinamento. Assim, o ELR proporcionaria algo similar à "compensação por desemprego", mas diferiria do programa atual em três modos significativos. Primeiro, a cobertura seria universal (por exemplo, todo recém-desempregado se qualificaria, independentemente da duração do desemprego); segundo, a procura de emprego seria monitorada e assistida mais de perto (por exemplo, de cada trabalhador ELR no programa a procura de emprego se esperaria que devotasse oito horas plenas cada dia a trabalho na procura de emprego – telefonando para entrevistas, desenvolvendo um *curriculum vitae*, completando diligências, e atendendo a entrevistas); e, terceiro, a "compensação por desemprego" seria equalizada (cada um receberia US\$6,25 por hora).<sup>12</sup> Claramente, alguns trabalhadores recém-desempregados "optarão por ficar fora" do programa ELR, seja porque negociaram privadamente benefícios de suplementação de desemprego (ou benefício de desligamento), seja porque reuniram suficiente poupança que os capacita a procurar emprego de tempo integral. Estamos preocupados apenas com aqueles que voluntariamente escolheriam participar do programa do ELR.

Em acréscimo, pelo menos algum dispêndio sobre outros tipos de programas sociais poderia ser reduzido, como assistência geral (programas estatais para indigentes), ajuda a famílias com dependentes crianças (AFDC), e vales de alimentação.<sup>13</sup> Obviamente, a política de ELR não é um substituto para estes programas – muitos indivíduos que recebem atualmente tal assistência estão (e provavelmente não poderiam estar) na força de trabalho. Exatamente quem poderia ser forçado a sair desses programas atuais para entrar no programa de ELR é uma matéria de política social, mas está além do escopo deste capítulo. Como observamos acima, as políticas atuais nos Estados Unidos estão se movendo da assistência ao bem-estar para o bem-estar no

trabalho. Entretanto, enfatizamos de novo que nossa preocupação é com aqueles que estão dispostos, desejosos e aptos para trabalhar. O ELR também eliminará a necessidade de um salário mínimo estatutário, na medida em que o SBSP se tornará um salário mínimo efetivo. Na verdade, ele terá cobertura completa, diferentemente da lei atual do salário mínimo, visto que qualquer trabalhador pode sempre escolher aceitar o EBSP. (Como Hyman Minsky sempre argumentou, se há qualquer desemprego, o salário mínimo efetivo é zero; leis de salário mínimo são efetivas somente com pleno emprego.) A implicação do ELR e do SBSP para o salário do setor privado é matéria da próxima seção.<sup>14</sup>

Proporcionaremos um cálculo aproximado dos custos do programa; entretanto, notamos que o custo nominal do programa não é importante como um ponto do debate econômico. Quando uma economia está operando abaixo do pleno emprego, o custo econômico direto de pôr recursos desempregados para trabalhar é zero. Deve haver, entretanto, custos indiretos, tais como custos ambientais e inflação induzida (esta última será discutida abaixo). Se assumimos que, no ambiente econômico atual, 8 milhões de trabalhadores desempregados (nem todos seriam contados oficialmente como desempregados) gostariam de aceitar o SBSP em empregos EBSP, o custo salarial total para o governo seria de US\$100 bilhões.<sup>15</sup> Entretanto, haveria reduções de outros tipos de dispêndio parcialmente, para contrabalançar esse custo. Em 1996, por exemplo, o governo gastou cerca de US\$50 bilhões em compensação por desemprego, US\$15 bilhões em AFDC, e mais de US\$20 bilhões em vales de alimentação; em acréscimo, governos estaduais gastaram bilhões em assistência geral e mais outros bilhões foram gastos em programas que proporcionaram assistência às pessoas pobres (aluguéis de habitação, assistência médica, pagamentos por incapacidade, o crédito do imposto de renda, e assim por diante). O ELR potencialmente poderia eliminar todas as compensações por desemprego e ao menos alguns dos outros dispêndios sociais (particularmente na hipótese de que o SBSP seja um salário de "sobrevivência").

Em acréscimo, em 1996, milhões de trabalhadores de tempo integral ganharam menos do que US\$12.500 por ano em emprego privado (e público); muitos destes deixariam seus empregos para aceitar EBSP ao SBSP. Naturalmente, empregadores dos setores privado e público responderiam com salários mais altos para tentar manter esses trabalhadores. Estes salários mais altos, em troca, reduziriam dispêndio social com trabalhadores privados (e mesmo públicos) empregados (tais como para vales alimentação, que atualmente alcançam mais de 10% da população, e o crédito ganho com o imposto de renda – que é essencialmente um imposto de renda negativo vinculado

renda baixa), que são exigidos porque muitos empregos atualmente pagam menos que um salário de sobrevivência. Além disso, o efeito líquido seria provavelmente algum ganho de EBSP, de tal forma que o total do EBSP aumentaria alguma coisa acima de 8 milhões.<sup>16</sup> Parece razoável assumir que o custo líquido do ELR para o governo cairia entre US\$25 bilhões e US\$50 bilhões (despesas totais em excesso de US\$100 bilhões, com economias em excesso de US\$50 bilhões).<sup>17</sup>

Observe-se que não estamos incluindo uma variedade de benefícios privados e sociais possíveis associados a uma diminuição das taxas de desemprego. Por exemplo, é amplamente reconhecido 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 (incluindo insegurança mesmo do empregado) que podem ser de difícil avaliação economicamente.<sup>18</sup> Certamente o desemprego é apenas um dos fatores que contribuem para tais problemas; entretanto, não deveria haver dúvida de que benefícios econômicos substanciais seriam gerados pela eliminação do desemprego involuntário. Sendo em vista que estes são tão difíceis de calcular, nós os ignoraremos aqui. Assumiremos que o déficit aumentaria em US\$50 bilhões líquidos, com o programa ELR empregando 8,5 milhões de trabalhadores no EBSP ao SBSP. Isto é um cálculo "em folha de jornal", mas nada de substância mudaria em nossa análise mesmo se os custos fossem duas ou três vezes maiores (ou metade) — economicamente, não importa, embora politicamente sim.

Obviamente, os efeitos orçamentários do ELR são extremamente pequenos, relativamente ao tamanho do orçamento federal, ao tamanho do déficit dos governos Reagan e Bush, e ao tamanho do PIB. Não faremos uma réplica detalhada aos argumentos sobre "explosão do déficit" daqueles que defendem orçamentos equilibrados, na medida em que nossa análise nos capítulos precedentes tornou claro que déficits persistentes são a norma esperada, e todas as poupanças nominais positivas desejadas. Entretanto, admitimos que os déficits podem ser muito grandes. Assim, uma questão importante diz respeito ao impacto que este programa poderia ter na demanda agregada: o pleno emprego iria aumentar a demanda agregada suficientemente a ponto de seguir uma aceleração da inflação de demanda? Alternativamente, a poupança nominal líquida desejada é suficientemente alta para absorver o dispêndio deficitário governamental sem gerar aceleração da inflação?<sup>19</sup> É difícil obter esta resposta. Se, na ausência do ELR, o dispêndio dos setores público e privado proporciona um nível de emprego que deixa 8 milhões de trabalhadores involuntariamente desempregados, isto deve dar a evidência de que a posição da população em poupança nominal líquida desejada é maior

que a posição de poupança nominal líquida efetiva gerada pelo déficit do governo. Se a posição da poupança nominal líquida desejada fosse menor, a população estaria gastando mais e criando mais empregos para os desempregados.<sup>20</sup>

Na verdade, a existência de trabalhadores involuntariamente desempregados é uma evidência *de facto* de que a poupança nominal líquida desejada excede a poupança nominal líquida efetiva. Isso significa que o governo pode, com segurança, aumentar seu dispêndio deficitário, baixando o desemprego involuntário, para satisfazer o excesso de poupança nominal líquida da população. Enquanto o dispêndio deficitário governamental adicional aumentar o emprego, isto deverá ser evidência de que a poupança nominal líquida desejada ainda excede a poupança nominal líquida efetiva. O ELR é desenhado para garantir que o déficit aumentará somente até o ponto em que todo o desemprego involuntário seja eliminado; tão logo não haja trabalhadores querendo aceitar o EBSP ao SBSP, o déficit não será mais aumentado.<sup>21</sup> Assim, o desenho do ELR garante que o déficit não se tornará "excessivo", isto é, não excederá a poupança nominal líquida desejada.<sup>22</sup>

Pode-se objetar que, à medida que o governo implementa o ELR e começa a empregar alguns dos 8 milhões de desempregados, isto aumentará a demanda agregada e, assim, aumentará o emprego no setor privado. Isto é verdade e é desejável, porque em último caso reduzirá o montante de EBSP requerido. Estimulando a demanda (mediante o "multiplicador do dispêndio"), o ELR pode descobrir que apenas 4 milhões de trabalhadores eventualmente aceitarão o EBSP. E mais, o ELR opera automaticamente para assegurar que o dispêndio deficitário atribuível ao ELR está no nível correto para equalizar a poupança nominal líquida efetiva e desejada, desde que cada emprego no setor privado automaticamente reduza o EBSP por aproximadamente um emprego, e o déficit por pelo menos o custo de um emprego no ELR (e provavelmente mais, à medida que as receitas tributárias aumentem e o dispêndio governamental caia).

Isto deveria eliminar o medo de que uma política de pleno emprego deve necessariamente gerar excessiva inflação de demanda. Naturalmente, pode-se objetar ainda que o pleno emprego e o SBSP gerarão inflação de custo exercendo pressão nos salários e assim nos preços e custos. Na próxima seção examinaremos a segunda parte da proposta: salário exógeno estabelecido pelo governo.

### SBSP E PRECIFICAÇÃO EXÓGENA

O tamanho do dispêndio deficitário necessário para a intervenção do ELR será "determinado pelo mercado" pela posição da poupança nominal

líquida desejada pelo público. Entretanto, o preço pago pelo governo por EBSF será estabelecido exogenamente – para os propósitos de nossa exposição, em US\$12.500 por ano por trabalhador. Assim, enquanto a quantidade “flutua”, o preço é fixo. Isto poderia ser chamado de alternativa de preço fixo e déficit flutuante.<sup>23</sup> Quais são as implicações para preços e salários?

Com um preço fixo, o SBSP do governo é perfeitamente estável e estabelece um preço de referência para o mercado. Alguns empregos ainda poderiam pagar um salário abaixo do SBSP se fossem particularmente desejáveis (por exemplo, porque o trabalho é agradável, ou onde aumentos de salário amplos são possíveis para alguns poucos felizardos – como nos esportes ou nas artes). Entretanto, empregos de baixos salários que pagam no nível ou abaixo do SBSP antes que o ELR seja implementado experimentarão um aumento pontual de salários (ou desaparecerão completamente).<sup>24</sup> Empregadores serão então forçados a cobrir estes custos mais altos mediante uma combinação de preços de produtos maiores, produtividade de trabalho maior e menos lucros realizados. Assim, os preços de alguns produtos poderiam também experimentar um salto pontual, na medida em que o programa ELR seja implementado. Se o SBSP for estabelecido no salário mínimo estatutário, e se este salário mínimo tivesse cobertura universal antes do ELR, então os empregos de baixo salário no setor privado experimentariam apenas impactos mínimos – os salários privados devem aumentar apenas o suficiente para fazer o emprego no setor privado preferível ao do EBSF.<sup>25</sup> Em síntese, no ponto mais baixo da escala salarial, a implementação do ELR poderia levar os salários e os preços de bens produzidos por estes trabalhadores a experimentarem um aumento pontual. Entretanto, este salto pontual – não importa a dimensão – não é inflação nem pode ser aceleração inflacionária como estes termos são normalmente definidos por economistas (visto que inflação se define como um aumento contínuo do nível de preços).

Além disso, pode-se argumentar que outros salários provavelmente também aumentarão porque, ao realizar-se o pleno emprego de trabalho, a ameaça de desemprego é removida, incentivando os trabalhadores a demandar salários mais altos – isto é essencialmente o velho argumento marxista de “exército de reserva de desempregados”. Trabalhadores que poderiam ter ganhado previamente US\$13.000 por ano agora demandam US\$13.500, sabendo que, na pior alternativa, poderiam ser demitidos se fossem muito obstinados – pois isto então levaria a um emprego no EBSF com uma perda de apenas US\$500. Por extrapolação, todos os trabalhadores poderiam endurecer sua posição, causando alta nos salários. Preços se moveriam para cima na extensão em que elevada produtividade do trabalho e menores lucros não pudessem

absorver o aumento total de salários. Entretanto, de novo, trata-se de um salto pontual, que não se define como inflação, a menos que se possa argumentar que todos os trabalhadores acima de US\$12.500 mantenham continuamente demandas por aumento salarial ao longo do tempo (gerando uma espiral "salário-preço"). Isto parece improvável. O trabalhador marginal de US\$13.000 ao ano que decide demandar US\$13.500 por ano com o cálculo de que vale o risco de perder seu trabalho e US\$500 por ano (para pegar o emprego do EBSP) não se defrontará com a mesma decisão caso ganhe US\$13.500 por ano e esteja demandando US\$14.000 – porque, agora, a perda é de US\$1.000 por ano na pior alternativa. É difícil ver como o emprego garantido de US\$12.500 por ano levará qualquer trabalhador individual a aumentar continuamente a demanda salarial ao longo do tempo, porque, à medida se distancia do salário referencial de US\$12.500, aumenta seu potencial de perda decorrente da obstinação.

É possível que o trabalhador de US\$13.500 por ano acima mencionado possa calcular que, se suas demandas salariais não forem satisfeitas, ele voltará ao emprego de US\$13.000 por ano e não ao EBSP – deslocando algum trabalhador de US\$13.000 por ano para o EBSP –, caso em que a perda esperada é, de novo, somente de US\$500 por ano. Assim, pode-se supor que uma pressão salarial contínua se aplica na medida em que trabalhadores se movam para cima na escala salarial, esperando cair somente um degrau antes que todo o caminho para o SBSP. Entretanto, se podemos assumir que salários e empregos podem ser frouxamente selecionados segundo a produtividade do trabalho, então isto não é provável. Essencialmente, o SBSP do governo determina o salário para o grupo de produtividade mais baixa – o *pool* de trabalhadores não qualificados e semiqualeificados durante períodos de demanda normal. Aqueles trabalhadores cuja produtividade é substancialmente acima de US\$12.500 por ano encontrarão empregos no setor privado; aqueles com produtividade mais baixa encontrarão o EBSP. Quando a demanda privada é abaixo da normal, o governo descobrirá que a produtividade média de seu *pool* de EBSP aumentará à medida que trabalhadores são desempregados no setor privado; quando a demanda privada está acima do normal, trabalhadores cuja produtividade era anteriormente muito baixa para induzir contratação privada deixarão o *pool* do EBSP, diminuindo a produtividade média deste. Em níveis normais de demanda privada, então, trabalhadores no setor privado têm uma produtividade que está acima da garantida pelo salário de US\$12.500.

Dado que a relação entre salários e produtividade é frouxa, é possível que depois que seja adotada uma política de ELR funcione alguma engrenagem para cima de salários individuais. Entretanto, assim como os trabalhadores

a alternativa do EBSP, também os empregadores têm a oportunidade de ratão no *pool* do EBSP. Este é o aspecto principal de "estabilização de os" do programa do ELR. Se as demandas salariais de trabalhadores no privado excedem numa margem muito grande os cálculos do empregador e sua produtividade, a alternativa é obter trabalhadores do EBSP com margem sobre o SBSP. Isto ajudará a contrabalançar as pressões salariais pela eliminação do medo do desemprego. O *pool* do ELR operará como um "estoque regulador", e assim como um estoque regulador de qualquer commodity pode ser usado para estabilizar seu preço, o "estoque regulador" trabalho do governo ajudará a estabilizar o preço do trabalho não-EBSP extensão em que trabalhadores no *pool* do ELR são substitutos para trabalho não-EBSP.<sup>26</sup>

Deve-se lembrar que os trabalhadores do EBSP não são "deixados" como um exército de reserva de empregados potenciais; antes, podem ser obtidos livremente com uma margem salarial sobre US\$12.500 por ano. Na ausência do ELR, estes trabalhadores podem ser contratados pagando-se uma margem sobre o valor do pacote de dispêndio social e renda privada obtida por ele quando desempregado (salário-desemprego, vales de alimentação, trabalho normal, distribuição de comida, e assim por diante); é possível que esta margem, entretanto, seja maior que a margem sobre US\$12.500, visto que pode ser suficiente para fazer o emprego preferível ao desemprego (e lembre-se que aqueles no *pool* do ELR demonstraram que estão dispostos, desejosos e aptos para trabalhar). Além disso, trabalho recente tendeu a provocar uma alta taxa de "depreciação" do capital humano ocioso; a produtividade dos trabalhadores cai rapidamente quando estão desempregados, e, além de certo ponto, eles provavelmente se tornam não empregáveis (em virtude, por exemplo, da perda do "hábito do trabalho"). Com uma política de ELR, entretanto, aqueles que não estão empregados no setor privado continuam a trabalhar, assim, não se depreciarão tão rapidamente. Na verdade, a política social poderia efetivamente ser direcionada para o melhoramento do capital humano no *pool* do EBSP. Isto reduziria o custo ajustado pela produtividade de contratação dos trabalhadores do EBSP relativamente a trabalhadores desempregados, e, dessa forma, diminuiria as pressões inflacionárias.

Na verdade, é difícil imaginar que o verdadeiro pleno emprego com um programa ELR seria mais inflacionário que o sistema atual. O sistema atual funciona em que o trabalho desempregado e o excesso de capacidade tentem obter aumentos de salários e de preços; entretanto, ele paga ao trabalhador desempregado para não trabalhar, e permite que o trabalho se deprecie e, em alguns casos, desenvolva situações que agem como barreiras para o emprego



no setor privado.<sup>27</sup> O dispêndio social com o desempregado evita que a demanda agregada caia excessivamente, mas pouco é feito para promover a oferta agregada (ou crescimento do produto potencial). Com o ELR em campo, entretanto, o trabalhador é pago para trabalhar, o que pode levar à produção de bens e serviços públicos, pode promover eficiência do setor privado (se, por exemplo, o EBSP gerar infra-estrutura pública de produtividade melhorada) e reduzir custos do setor privado (por exemplo, reduzindo o crime), e pode aumentar a educação e as qualificações dos trabalhadores do ELR (comparado com os níveis de educação e de qualificação do desempregado). Assim, o ELR poderia aumentar a oferta agregada (ou produto potencial), e dessa forma exercer pressão para baixo nos preços, em vez de causar inflação.

Isto parece ser uma afirmação inusitada: pleno emprego pode ser deflacionário? Lembre-se que argumentamos que o determinante principal do valor do dinheiro é o "esforço" necessário para obter a moeda requerida para pagar tributos. O ELR aumenta as "apostas" envolvidas porque requer que se deva ao menos apresentar-se pronto para trabalhar a fim de obter moeda; isto demanda esforço maior que o necessário para obter benefícios do "bem-estar". Também esperamos que aqueles que se apresentam ao trabalho do ELR se tornarão mais empregáveis, e assim atuarão como estoque regulador do "exército de reserva" melhor do que os desempregados. Além disso, muito dispêndio privado e social associado com o crime será reduzido (reduzindo a produção de sistemas de segurança, diminuindo o número de empregos de segurança privados, reduzindo o número de novas prisões requeridas), o que reduzirá a demanda agregada total. Assim, é possível que, em vez de gerar pressões inflacionárias, o ELR gere pressões deflacionárias significativas. Estas podem ser mitigadas pela redução de tributos e/ou pelo aumento do dispêndio governamental não-ELR. Em outras palavras, uma vez posto em prática o ELR, podemos provavelmente "dispor" de maior estímulo governamental e, na verdade, será possível recorrer-se a isso para evitar a deflação.

Os aspectos de estoque regulador do ELR geram mercados de trabalho "frouxos" mesmo que assegurem pleno emprego. Isto se coloca em agudo contraste com as polítrics "keynesianas" de administração da demanda que foram desenhadas para "prover a bomba" com dispêndio governamental agregado de forma a aumentar a demanda privada em nível suficiente para diminuir o desemprego até o nível de "pleno emprego". O perigo era que isto levasse à escassez localizada de força de trabalho por causa de estrangulamentos em setores de crescimento rápido ou de alta produtividade que fariam subir toda a estrutura salarial de forma que a inflação surgiria bem

25 que o pleno emprego fosse alcançado.<sup>28</sup> Na verdade, a maioria dos economistas acredita hoje que a política keynesiana provou ser um “fracasso” precisamente porque os mercados com escassez de força de trabalho geram níveis inaceitáveis de inflação.<sup>29</sup> O ELR não está sujeito à mesma crítica, que ele permite relaxar os mercados de trabalho mesmo em pleno emprego. O *pool* do ELR se esvazia muito numa expansão de forma que não possa atuar como um estoque regulador, o governo pode ou aumentar tributos ou reduzir o dispêndio não-ELR para reconstituir o estoque regulador. Isto permite à economia privada crescer em sua taxa não inflacionária, mas sem gerar desemprego desde que qualquer trabalho liberado pelo setor privado é absorvido pelo *pool* do ELR. Assim, uma “sintonia fina” agregada operaria através de aumentos ou decréscimos do estoque regulador, antes de causar o desemprego.

Há, portanto, duas conclusões que se seguem. Se o ELR é implementado, improvável que será inflacionário no sentido de gerar pressão contínua sobre salários e preços. Salários podem experimentar um aumento de uma única vez porque os US\$12.500 mais a margem que é requerida para contratar trabalhadores do estrato de mais baixa produtividade podem exceder o valor do pacote de dispêndio social mais a margem que é requerida para contratar trabalhadores desempregados na ausência do ELR. Trabalhadores de mais alta produtividade podem se tornar mais obstinados em suas demandas salariais de forma que outros salários também sejam arrastados para cima. Entretanto, contra esta tendência está a probabilidade de que o EBSP reduzirá a demanda de capital humano, e também a possibilidade de que o EBSP aumentará o capital humano de trabalhadores que temporariamente não são necessários ao setor privado. Quando a demanda por produção privada aumentar suficientemente de forma a que sejam necessários, o custo um pouco mais elevado dos trabalhadores do EBSP sob o ELR, relativamente ao custo de trabalhadores desempregados na ausência do ELR, é contrabalançado pela maior produtividade – reduzindo quaisquer pressões sobre os preços. Além disso, uma vez que a compensação por desemprego não seria mais necessária, não haveria necessidade de contribuições individualizadas das empresas para o seguro de desemprego. Isto significa que as empresas que normalmente têm demanda volátil por trabalho (aquelas sujeitas a demanda sazonal ou cíclica) experimentaríamos uma redução dos custos totais do trabalho – que, de novo, tenderiam a contrabalançar alguns dos custos salariais mais altos. Finalmente, um programa ELR poderia aumentar a produção potencial (ou “oferta agregada”) proporcionando trabalho de maior qualificação e maior infra-estrutura pública. Assim, mesmo o salto imediato de salários e preços poderia ser extremamente pequeno. E se estamos corretos em nossa previsão, o impacto

global do ELR seria criar pressões deflacionárias tais que os tributos tivessem de ser reduzidos, ou outros dispêndios aumentados.

## ELR COMO UM PROGRAMA DE ESTOQUE REGULADOR

Alguns economistas (incluindo Keynes) notaram que não há realmente mercado de trabalho; trabalho não é como outras mercadorias porque não pode ser apropriado, não pode ser estocado, e não é, nem de perto, dotado de tanta mobilidade quanto outros "fatores de produção" normalmente são (ver Galbraith, 1979). Em acréscimo, existem consideráveis "custos de informação" e incerteza envolvidos na contratação de trabalhadores. O programa do ELR resolverá ou reduzirá algumas dessas dificuldades. Num certo sentido, o EBSP permite "estocar" trabalho – quando não é necessário para empregadores privados (e empregadores públicos fora do ELR), ele pode ser "estocado" no *pool* de estoque regulador do ELR.<sup>30</sup> Os empregados do ELR estarão aptos no mínimo a proporcionar cadastros de emprego a potenciais empregadores; se o ELR for bem administrado, poderão também oferecer cadastros de educação, treinamento formal e treinamento no emprego obtido no EBSP. Num certo sentido, o governo atuará como um "criador de mercado", criando um mercado de trabalho mediante a disposição de "comprar" trabalho desempregado a um preço fixo, ou de "vender" (provendo-o a empregadores fora do ELR) com uma margem sobre o SBSP. Como é o caso em todos os esquemas de estoque regulador, a mercadoria usada como um estoque regulador está sempre inteiramente empregada.<sup>31</sup> Ele também tem sempre um preço muito estável, que não pode se desviar muito da escala estabelecida pelo preço de "compra" e venda anunciado pelo governo. O que estamos propondo fazer é "estabelecer um mercado de trabalho" mediante a criação de um "estoque regulador de trabalho". Este é o "truque" que nos permite obter pleno emprego e preços estáveis.

De tempos em tempos, haverá pressão para uma revisão para cima do SBSP. Como o nível geral de preços não será mantido constante, e na medida em que deve haver forças substanciais nas economias capitalistas modernas que gerem tendências de aumento do nível de preços, é possível que o SBSP "real" (ajustado pela inflação) caia ao longo do tempo – gerando uma necessidade de ajustamento. Em acréscimo, haverá pressões óbvias do trabalho para aumentar o SBSP – exatamente como há hoje pressões para aumentar o salário mínimo. Quando o governo aumenta o SBSP, isto de fato desvaloriza o dinheiro pela redefinição da quantidade de serviços que precisa ser proporcionada ao governo para obter os meios de pagar tributos. Por exemplo, um aumento do salário por hora de US\$6,25 para US\$7,50 reflete uma des-

valorização do dinheiro de 20%. De novo, outros salários (e preços) também se ajustarão para cima a fim de refletir a desvalorização – mas não há razão para supor que isto será “inflacionário”. Em vez de “causar inflação”, a desvalorização apenas tomará em conta a inflação que resulta de fatores que têm pouco a ver com a política do ELR.

Isto seria semelhante à desvalorização do dinheiro sob um padrão ouro. Sob um padrão ouro, o governo poderia atuar como um “criador de mercado” para o ouro, utilizando um estoque regulador de ouro. O governo estabeleceria o valor do dinheiro relativamente ao ouro, “exogenamente”, e então criaria um mercado de ouro; o “preço” do governo (por exemplo, US\$32 por onça de ouro) seria “fixado”, enquanto seu “dispendio” em ouro seria “determinado pelo mercado” (pois compraria todo o ouro oferecido à venda àquele preço).<sup>32</sup> Argumenta-se há muito tempo que um padrão ouro transfere alguma estabilidade aos preços; entretanto, mesmo num padrão ouro, preços podem aumentar e induzir o governo a desvalorizar a moeda (aumentar o preço monetário do ouro).<sup>33</sup> A analogia com o ELR deveria ser clara – “desvalorizar” o dinheiro mediante o aumento do preço do ouro ou de trabalhadores do ELR pode ser simplesmente uma resposta ao aumento da inflação por outras fontes.

Observe-se também que assim como um padrão ouro assegura que o ouro está sempre “plenamente empregado” (ouro “ocioso” pode sempre ser vendido ao governo a um preço fixo se não é desejado como um tesouro), o padrão “trabalho” do ELR garante pleno emprego do trabalho. Sob o ELR, o governo “monetizaria” o trabalho assim como “monetiza” ouro sob o padrão ouro. A questão é: preferimos ter ouro “plenamente empregado”, ou é preferível ter trabalho “plenamente empregado”? Deveríamos tentar estabilizar preços pelo restabelecimento do padrão ouro, ou deveríamos nos mover para um padrão SBSP? Ou deveríamos simplesmente continuar no passo atual, que requer desemprego do trabalho para tentar minimizar a inflação?

Este não é o lugar para uma avaliação de métodos alternativos de obter “estabilidade de preços”. Quisemos apenas refutar a crença de que qualquer política destinada para alcançar alto ou pleno emprego deve gerar aceleração inflacionária. Como mostramos, o ELR alcançará o que a maioria dos economistas chamaria de desemprego zero (bem além do que chamariam de pleno emprego) sem criar pressões inflacionárias. O governo definirá o dinheiro estabelecendo o preço do trabalho padrão. Isto inicialmente poderia desvalorizar o dinheiro – e é provável uma redefinição periódica.<sup>34</sup> O governo não deveria fazer qualquer tentativa de estabilizar outros preços – por exemplo, o preço de trabalhadores altamente qualificados, ou os preços de produtos do setor privado – sob o nosso esquema. Acreditamos que a política do ELR resultaria

numa estabilidade de preços maior do que no caso corrente — mas isto não é uma reivindicação principal deste capítulo. Precisamos mostrar apenas que pleno emprego verdadeiro pode ser alcançado sem gerar mais pressões inflacionárias do que as que existem sob o sistema atual.<sup>55</sup>

Em conclusão, não é provável que a política do ELR induza inflação — muito menos cause aceleração inflacionária —, mesmo que ela de fato leve os preços a aumentarem quando implementada, e toda vez que o SBSP é elevado. Entretanto, a magnitude da pressão sobre os preços é atenuada pela probabilidade de que o ELR preservará e mesmo aumentará a produtividade dos trabalhadores do “exército de reserva” do EBSP que teriam ficado desempregados na ausência do ELR.<sup>56</sup> Além disso, outros custos privados e sociais do desemprego serão reduzidos. Finalmente, a “âncora de preços” do SBSP poderia comunicar um grau maior de estabilidade aos salários pelo estabelecimento de um salário bem conhecido para trabalho homogêneo, “padrão”, de “estoque regulador”, que pode ser sempre usado pelos empregadores privados como uma alternativa para trabalhadores de maior qualificação com salários “determinados pelo mercado”.

## O ELR, MOEDA MODERNA E DÉFICITS GOVERNAMENTAIS

Todas as economias modernas abandonaram o padrão ouro e adotaram um padrão de “moeda fiduciária” no qual as obrigações do governo (nos Estados Unidos, moedas divisionárias do Tesouro e notas do FED e reservas bancárias) servem como moeda de “última instância”. Em todas as economias modernas, o governo “gasta” mediante emissão de moeda fiduciária, que termina nas mãos do público como encaixes monetários e no sistema bancário como reservas bancárias. Se o governo pode criar à vontade a moeda para cuja obtenção o público voluntariamente oferece bens e serviços (especialmente serviços do trabalho, para nossos propósitos aqui), então o dispêndio do governo nunca é restringido por limitações nas decisões de “financiamento”. O governo pode oferecer emprego a todos os trabalhadores desempregados a qualquer preço que escolha, permitindo que o déficit governamental flua tão alto quanto necessário para garantir que o desemprego seja eliminado. E nem haveria qualquer problema significativo caso o governo decidisse aumentar o SBSP (o que não aumentará apenas o custo por trabalhador, mas provavelmente o do EBSP), e dessa forma aumentar o déficit. Contanto que a moeda seja uma moeda fiduciária, o governo não se defronta com nenhuma restrição “financeira”.<sup>57</sup>

Anteriormente, vinculamos a existência de desemprego a um desejo por poupança nominal líquida que excedeu o déficit do governo. O governo

pode com segurança aumentar seu dispêndio, mantendo os tributos constantes, até o ponto em que o déficit iguala a poupança nominal líquida desejada num equilíbrio com desemprego zero.<sup>38</sup> Se, por exemplo, a poupança nominal líquida desejada excedeu a poupança nominal líquida efetiva e o déficit, isto se refletiria numa redução deflacionária do dispêndio privado e do emprego, levando o déficit a aumentar (mediante dispêndio do ELR), e aumentando a poupança nominal líquida efetiva até que tenha subido para se igualar à poupança nominal líquida desejada. Se, entretanto, a poupança nominal líquida desejada fosse menor que a poupança nominal líquida efetiva, o dispêndio privado e o emprego aumentariam, reduzindo o EBSP e o dispêndio do ELR, levando o déficit e a poupança nominal líquida efetiva a cair até que se igualassem à poupança nominal líquida desejada. O programa ELR, assim, comunica um grande grau de estabilidade ao dispêndio agregado e ao emprego, atuando como um poderoso estabilizador automático – muito mais poderoso do que os programas prévios como compensação por desemprego e dispêndio AFDC, que não foram desenhados para permitir que o dispêndio governamental “flutue” suficientemente para eliminar todo o desemprego involuntário.

Entretanto, o ELR não eliminará o ciclo de negócios. Quando as expectativas do setor privado estão baixas, a poupança nominal líquida desejada aumenta, e os trabalhadores de US\$40.000 por ano perdem seus empregos. Estes empregos são realocados no EBSP a US\$12.500 por ano. O déficit aumenta, mas não no montante do dispêndio privado perdido. A combinação de um déficit crescente (assim, aumentando a poupança nominal líquida efetiva) com queda de renda agregada (que poderia diminuir a poupança nominal líquida desejada, se esta é ligada à renda) restaura um equilíbrio (poupança nominal líquida desejada = poupança nominal líquida efetiva) sem desemprego – mas em um nível mais baixo de atividade agregada. Quando a demanda privada se expande (ou a poupança nominal líquida desejada cai), levando à criação de empregos de altos salários no setor privado, estes substituem o EBSP, aumentando a renda agregada. O equilíbrio é restaurado com zero de desemprego, com um déficit mais baixo, com poupanças nominais líquidas desejadas e efetivas mais baixas e com um nível mais elevado de demanda agregada. Assim, o ciclo de negócios persiste, mas com menor amplitude.

Há outra consideração que está relacionada com os argumentos da seção anterior. Se o dinheiro emitido pelo governo fosse “ancorado” e se tornasse conversível em metal precioso (ou qualquer outra coisa) de oferta relativamente fixa, então a proposta do ELR se tornaria impossível de ser implementada durante tempos de crise. O governo ficaria com medo de que fosse necessário contratar todos os desempregados e permitir que seu déficit flutuasse, então



haveria sempre uma corrida contra seu dinheiro na medida em que o público tentasse converter moeda governamental em, digamos, ouro. Mesmo que o governo pudesse tentar suplementar suas reservas de ouro (por exemplo, aumentando as taxas de juros numa tentativa de atrair um fluxo positivo de ouro de fontes externas), qualquer nível de ancoragem menor do que 100% ainda o exporia ao risco de uma corrida. Alternativamente, o governo poderia desvalorizar o dinheiro reduzindo a taxa de conversão – entretanto, isto provavelmente geraria uma maior corrida, em razão de expectativas de posterior desvalorização, em vez de preveni-la. Assim, um padrão ouro (ou qualquer outro padrão que envolve uma promessa de converter moeda contra apresentação em uma reserva relativamente escassa) não é compatível com o ELR. Na verdade, o ELR exporia o governo a um risco maior precisamente quando estivesse mais necessitado, isto é, durante um colapso do setor privado da economia.<sup>39</sup> Os Estados Unidos abandonaram a conversibilidade durante a Grande Depressão, embora ela fosse restaurada internacionalmente depois da Segunda Guerra Mundial. Entretanto, em fins dos anos 1960 e início dos anos 1970, o medo de uma corrida contra o dólar levou o governo a abandonar finalmente a conversibilidade. A partir daquela data, reservas de ouro nunca poderiam de novo restringir o dispêndio deficitário. Não há desde então nenhuma barreira maior (real, enquanto oposta à percebida) para a implementação de uma política de pleno emprego.

### ELR DISCRICIONÁRIO E “SINTONIA FINA”

Com um programa de ELR, o governo fixa o salário mas permite que seu dispêndio seja “endogenamente” determinado. Entretanto, ele poderia tentar reagir de uma maneira discricionária. Por exemplo, se o *pool* do ELR cresceu bruscamente, o governo poderia cortar tributos ou aumentar o dispêndio em outros programas para esvaziá-lo; quando o *pool* se esvazia além de um certo ponto, o governo poderia aumentar tributos ou reduzir o dispêndio não-ELR para aumentar o tamanho do *pool*. Tal atividade poderia tentar alcançar um grau de estabilidade que a política não discricionária do ELR sozinha não alcançaria.

Num certo sentido, o valor “real” do dinheiro também estará mudando constantemente na medida em que a produtividade média do *pool* dos trabalhadores do EBSF muda. O *pool* tenderá a reter os trabalhadores menos produtivos. Quando a demanda privada aumenta, a produtividade média dos trabalhadores obtidos pelo governo mediante o programa do ELR cairá na medida em que empregadores privados façam ofertas pelos trabalhadores mais produtivos do EBSF; quando a demanda privada cai, a produtividade média dos trabalhadores do EBSF aumenta. Assim, a qualidade dos traba-



trabalhadores obtidos pelo governo para o SBSP (por exemplo, US\$12.500 por ano) vai flutuar continuamente na margem, levando a qualidade média a flutuar. Neste sentido, a taxa de câmbio entre o dólar e o trabalho ajustado pela qualidade disponível para o governo (e para os empregadores privados) variará ao longo do ciclo dos negócios. Da perspectiva das empresas, quando a demanda agregada é baixa, trabalho de alta qualidade pode ser obtido do *pool* do EBSP com uma margem sobre o SBSP; por outro lado, quando a demanda agregada é alta, o trabalhador marginal do EBSP terá relativamente baixa produtividade. É esta taxa de "produtividade marginal" flutuante de trabalhadores do EBSP que ajuda a atuar como um estabilizador automático, porque a contratação é encorajada quando a demanda é baixa, e desencorajada quando a demanda é alta.

Outra maneira de olhar isto é argumentar que quando a demanda agregada é baixa, o valor do dinheiro é alto, porque o trabalho ajustado pela qualidade é barato; quando a demanda é alta, o valor do dinheiro é baixo, porque a produtividade do trabalhador marginal do EBSP é baixa. É possível que a demanda agregada se tornasse tão alta que os únicos trabalhadores deixados no *pool* do ELR fossem aqueles cuja produtividade fosse zero, ou mesmo negativa (isto é, o custo líquido de colocá-los para trabalhar é mais alto do que seria pagar-lhes o SBSP para ficar em casa). Neste caso, na margem o valor do dinheiro se aproxima de zero em termos do valor dos trabalhadores que podem ser empregados. Muito antes deste ponto, o governo poderia reduzir o dispêndio não-ELR e/ou aumentar os tributos para reabastecer o *pool* e estabilizar o valor do dinheiro.

Note-se como a existência do ELR possibilitará que o governo reaja de uma maneira simples à ameaça de desemprego causada pelo "enxugamento" do trabalho e o avanço tecnológico poupador de trabalho, e pelo deslocamento de trabalho por importações. Atualmente, quando o trabalho é deslocado através de qualquer um desses mecanismos, há pressão sobre o governo para intervir e tentar prevenir o desemprego. Por exemplo, o governo pode ser incitado a tornar mais difícil para as empresas demitir empregados (seja em decorrência do avanço tecnológico ou da competição externa). Entretanto, uma vez em ação o ELR, trabalhadores deslocados podem sempre encontrar empregos no EBSP; assim, o *pool* do ELR cresce na medida em que trabalhadores são deslocados.

Naturalmente, é possível que os empregos do ELR paguem menos que os empregos perdidos. Por um lado, pode-se argumentar que os benefícios sociais do avanço tecnológico (ou de importações baratas) devem exceder os custos privados de mover do emprego do setor privado para o EBSP. Por

outro lado, poder-se-ia argumentar que isto ignora o custo social de perda da demanda agregada (como discutido acima, substituir um emprego de US\$40.000 por ano por um de US\$12.500 por ano reduz a demanda agregada), que exerceria pressão deflacionária na economia. Entretanto, o governo pode reagir a isso mediante cortes tributários discricionários e aumentos do dispêndio não-ELR para esvaziar o *pool*. Isto significa que a população como um todo se beneficia duas vezes: primeiro, do avanço tecnológico ou de importações mais baratas, e segundo, de cortes tributários ou aumentos de dispêndio.

Talvez o "livre comércio" e a possibilidade de déficits comerciais não fossem percebidos de forma tão depreciativa uma vez implementado o ELR: um déficit comercial indicaria apenas que a população poderia usufruir de "Toyotas" em troca de pedaços de papel, e poderia obter um corte de tributo em cima disso. Seria esperado, naturalmente, que o corte de tributo e/ou o aumento do dispêndio encorajasse então o setor privado a criar novos empregos para substituir os perdidos para as importações do exterior. Se este é o caso, e se o emprego no ELR pode preparar trabalhadores deslocados para aqueles novos empregos, então não precisa ser o caso em que mesmo os trabalhadores deslocados estivessem pior fora.<sup>40</sup>

## OUTROS TEMAS

Antes de concluir este capítulo, vamos examinar várias objeções que têm sido levantadas ao programa de ELR.

*Será impossível administrar o programa em virtude da incompetência, corrupção, racismo e oposição.* Claramente, este é um problema significativo; há hoje administradores tão capazes quanto os que administraram o New Deal!<sup>41</sup> Há um perigo real de que os empregos do ELR sejam distribuídos de uma maneira discriminatória, com mulheres e minorias alocadas nos empregos menos desejáveis. Por outro lado, não há razão para acreditar que o sistema de bem-estar social atual seja livre de corrupção e discriminação. Uma sociedade civilizada precisa encarar e tratar desses problemas. Podemos sugerir várias possibilidades. Primeiro, a administração do programa de desemprego existente pode ser usada para administrar um programa de ELR. Alternativamente, a administração poderia ser "devolvida" à instância governamental local e estadual. O governo federal simplesmente proporcionaria tantos recursos quanto necessários para deixar cada governo local e estadual contratar tantos novos empregados quantos desejarem, com apenas duas restrições: estes empregos não poderiam substituir o emprego atual, e poderiam pagar apenas o SBSP (ou, ao menos, o governo federal reembolsaria os

salários até a taxa do SBSP). Finalmente, uma oferta semelhante poderia ser feita a organizações de qualificação não lucrativas não governamentais, tais como AmeriCorps, VISTA, o Student Community Service Program, o National Senior Service Corps, o Peace Corps, o National Health Service Corps, distritos escolares, e Meals on Wheels.

*O emprego no ELR consistirá de nada mais que empregos de "inventar trabalho", como a Works Progress Administration (WPA) antes dele.* Como estamos muito longe dos anos 1930, os americanos parecem ter-se esquecido das contribuições feitas pela WPA. Os trabalhadores da WPA

não apenas construíram ou reconstruíram 617.000 milhas de rodovias, 124.000 pontes e viadutos e 120.000 edifícios públicos; eles também deixaram a nação com milhares de novos parques, *playgrounds* e campos desportivos. Além disso, drenaram pântanos maláricos, exterminaram ratos em cortiços, organizaram escolas de enfermagem e ensinaram adultos analfabetos a ler e escrever. Atores desempregados levantaram teatros ao longo do país, muitas vezes apresentando-se em cidades remotas e áreas do interior. Orquestras da WPA deram 6.000 concertos ao vivo. Artistas da WPA produziram murais, esculturas e pinturas que ainda adornam nossos edifícios públicos. Mesmo que fossem programas assistenciais baseados em teste de meios, a WPA ajudou a sustentar o talento de artistas como Jackson Pollock, Ben Shahn e Willem de Kooning, e de escritores como Saul Bellow, Studs Terkel e Richard Wright – assim como a dignidade de milhões de outras pessoas que de outro modo teriam sido forçadas a permanecer ociosas. (Ginsburg 1983, p. 11)

Por um lado, pode-se argumentar que os anos 1930 eram especiais porque muitas pessoas talentosas estavam desempregadas; por outro, não há razão para supor que não há nenhum Studs Terkel ou Hyman Minsky (outro empregado da WPA, que estimou as funções de produção Cobb-Douglas na folha do governo) entre os desempregados de hoje. Além disso, o ELR é desenhado especialmente de forma que os mais talentosos e produtivos vão trabalhar por sua conta fora do ELR. É através de atividade produtiva que os talentosos provarão a empregadores potenciais que são na verdade produtivos. Finalmente, no pior caso, trabalhadores do ELR devem ao menos "vender" seu tempo em troca de dólares, o que muitos americanos podem achar preferível aos benefícios do sistema de "bem-estar". Podemos, entretanto, tentar descrever alguns dos empregos que trabalhadores do ELR podem assumir; para minimizar impactos no setor privado, gostaríamos provavelmente de desenvolver atividades que não são normalmente exercidas pelas empresas que buscam lucro, e não gostaríamos de tirar as perspectivas de emprego dos que estão atualmente empregados. Possíveis empregos no ELR incluem:

*Acompanhante.* Trabalhadores do ELR poderiam servir como acompanhantes dos idosos, participando de conversas, de jogos, e talvez ajudando

em pequenas tarefas leves. Cada acompanhante assistiria também a aulas ou seminários sobre atendimento a idosos, e talvez também assistiria a discussões em grupo diárias com outros acompanhantes do ELR. Seu treinamento os faria empregáveis numa ampla variedade de empregos no setor privado que prestam assistência. Acompanhantes poderiam ser designados também para pessoas não idosas: órfãos, os doentes e os deficientes mentais ou físicos.

- *Assistente de classe de escola pública.* Trabalhadores do ELR poderiam ser designados para classes de escola pública (e também para programas de pré-escola), atuando como tutores de leitura, redação e matemática, e para ajudar em atividades recreativas e artísticas. Os trabalhadores do ELR poderiam ser muito valiosos nas classes com crianças cuja primeira língua não seja o inglês. Além disso, trabalhadores do ELR poderiam assistir a aulas e seminários, recebendo diplomas de segundo grau e de graus mais avançados que os preparassem melhor para um posto de trabalho.

- *Inspetor de segurança.* Trabalhadores do ELR poderiam ser designados para pátios de escola pública, áreas ao redor de escolas, e talvez para outras áreas (tais como *playgrounds*, estações de metrô, cruzamentos de ruas, ou *shopping centers*) para ajudar a manter a segurança por meio de monitoramento de vídeo, e servindo como guardas de trânsito e monitores de ruas.

- *Supervisores de limpeza de bairros e de rodovias.* Trabalhadores do ELR podem ajudar na limpeza de *playgrounds*, parques, calçadas, praças, ruas e propriedades abandonadas.

- *Supervisor de obras de restauração de casas de baixa renda.* Trabalhadores do ELR poderiam engajar-se na restauração de casas de baixa renda do tipo "Habitat for Humanity".

- *Assistentes de creches para crianças dos trabalhadores do ELR.* Para promover o bem-estar para os programas de trabalho, será requerido um significativo aumento no número de creches. Trabalhadores do ELR podem ser designados para esses centros; alguns trabalhadores do ELR poderiam querer iniciar suas próprias creches.

- *Assistentes de bibliotecas.* Trabalhadores do ELR poderiam ajudar em bibliotecas, talvez aliviando a pressão para reduzir horas e serviços oferecidos. Novos programas poderiam ser iniciados pelos trabalhadores do ELR, tais como leitura de histórias, *performances* musicais e atividades de arte e ofícios para crianças.

- *Inspetores de segurança ambiental.* Há uma ampla variedade de tarefas na área de segurança ambiental que poderiam ser destinadas aos trabalhadores do ELR. Por exemplo, trabalhadores do ELR poderiam ser treinados para

restar a qualidade da água (abastecimento público de água, praias e piscinas públicas); poderiam ajudar na remoção de alguns tipos de contaminação ambiental; e poderiam ajudar na detecção e prevenção de fogo (por exemplo, em parques nacionais).

. *Artista ou músico do ELR.* Assim como os músicos e artistas empregados da WPA, a existência do programa seria um bom caminho para promover as "artes", direta e indiretamente. Artistas do ELR poderiam pintar murais, participar de projetos comunitários de arte celebrando tradições, cultura e personalidades locais; ou poderiam tocar em bandas do ELR.

. *Historiador comunitário ou cultural.* Trabalhadores do ELR poderiam registrar depoimentos dos mais velhos, recolher registros históricos e escrever a história das comunidades.

Obviamente, esta lista não pretende ser definitiva, mas é somente para sugerir que há muitos trabalhos que poderiam ser feitos por trabalhadores do ELR. Não listamos os empregos mais "óbvios", como restauração de infraestrutura pública (tapando buracos em ruas de cidades, reparando pontes interdidas), provisão de nova infraestrutura (construção de rodovias, novas instalações de tratamento de esgoto) e expansão dos serviços públicos (novos programas de reciclagem) que poderiam ser cuidadosamente considerados porque podem reduzir custos privados e aumentar a lucratividade privada. São modalidades de dispêndio social que poderiam ser feitas mesmo sem um programa de ELR, sendo que isto pode ser melhor realizado por trabalhadores não-ELR (inclusive sindicalizados). Entretanto, deve-se observar que empregados da WPA na verdade se engajaram neste tipo de trabalho.

*Os Estados já estão implementando programas de bem-estar para o trabalho; por que o ELR é necessário?* Governos estaduais não podem operar com déficits contínuos; a maioria das constituições estaduais impede déficits, e só o governo federal pode "criar moeda" para financiar déficits. Quando uma economia está se expandindo de forma que as receitas tributárias estaduais estão crescendo e os níveis de desemprego caindo, os programas de bem-estar para o trabalho podem ser realizados com pelo menos algum sucesso (embora estados como Wisconsin admitam que o "trabalho" custe mais que o "bem-estar"). Entretanto, quando a economia entra numa recessão, e, então, precisamente quando o ELR é mais necessário, os estados se defrontarão com taxas de desemprego crescentes, com as contas dos programas de bem-estar aumentando e as receitas tributárias caindo. Eles não serão capazes de expandir o dispêndio tal como requerido para proporcionar empregos para os novos desempregados. Somente o governo federal pode financiar um programa de ELR nos tempos mais difíceis. Muitos dos outros benefícios resultantes de um programa de

ELR em escala nacional que foram discutidos neste capítulo não são provavelmente gerados pelos programas estaduais atuais. Por exemplo, o programa de ELR proporciona um *pool* de trabalhadores que estão disponíveis para contratação privada com uma margem sobre o SBSP conhecido; programas estaduais muitas vezes subsidiam emprego privado e podem gerar óbvios problemas de incentivo (empresas usam trabalho subsidiado para deslocar os atuais empregados; empresas demitem empregados tão logo os subsídios desapareçam). Como os programas estaduais variam, não há um "pacote" uniforme de salários e benefícios recebidos para aqueles que estão nos programas de bem-estar para o trabalho. Além disso, os estados não têm intenção de oferecer um trabalho permanente para aqueles que deixam o programa de bem-estar; eles recusam qualquer responsabilidade de longo prazo de tomar conta do indigente – na verdade, isto é quase um princípio-guia do experimento de bem-estar para o trabalho. O programa ELR ofereceria a promessa de que, no pior cenário, seria possível ter-se um trabalho do ELR para toda a vida. Embora não seja objetivo do ELR reter qualquer empregado por toda a vida, há a possibilidade de que alguns indivíduos nunca obtenham emprego privado, e, no mínimo, o ELR os forçará a vender seu tempo para obter renda. Entretanto, nada disso impede a administração no nível local.

*O que pode ser feito com trabalhadores do ELR beligerantes/anti-sociais/preguiçosos?* O ELR requererá que se apresente para o trabalho mais ou menos na hora; além disso, os requerimentos teriam de ser feitos quase num arranjo caso a caso. Alguns trabalhadores poderão ser difíceis: poderiam ser racistas ou sexistas; poderiam ser preguiçosos; poderiam recusar-se a seguir orientações; e podem ser emocionalmente instáveis. Aos trabalhadores anti-sociais poderiam ser oferecidos empregos que requerem um mínimo de interação; em casos extremos, alguns trabalhadores poderiam trabalhar sós em casa (classificando envelopes; trabalhando num computador). A disciplina poderia ser mantida principalmente pela promessa de promoção para empregos do ELR mais desejáveis, e, eventualmente, para emprego no setor privado. No pior caso, alguns trabalhadores poderiam ser tão irresponsáveis que seu emprego seria de diarista, ou mesmo de horista, com um pagamento em caixa para um montante especificado de tempo gasto no emprego. De novo, em casos extremos, é possível que uma "eficiência econômica estrita" aconselhasse que seria mais eficiente simplesmente proporcionar comida; entretanto, alguma eficiência poderia ser sacrificada ao princípio de que a renda viria do trabalho. Como discutido, trabalhadores do ELR poderiam ser demitidos de seus empregos por justa causa; haveria condições estabelecidas para recontração (por exemplo, o trabalhador demitido teria de esperar três dias – sem pagamento – antes de recontração; a pena poderia ser aumentada por demissões

subseqüentes). Em casos extremos, a alguns indivíduos não seria permitido trabalho num emprego EBSF; o EBSF não pode proporcionar renda para todos os necessitados.

*E quanto a pessoas incapazes de trabalhar?* O ELR não pode substituir todo o dispêndio social. Deixando de lado os que são incapazes de trabalhar em virtude de deficiências, alguns não serão capazes de trabalhar por causa de responsabilidades familiares, baixa qualificação ou outras razões dessa ordem. Como sociedade, podemos decidir que mães solteiras com filhos pequenos poderiam escolher ficar em casa; seu "emprego" no ELR seria cuidar de seus próprios filhos. Mais geralmente, pode fazer sentido treinar (ou retreinar) alguns trabalhadores antes de colocá-los em empregos não qualificados; seu "emprego" no ELR seria frequentar a escola ou um programa de aprendizado. Alguns indivíduos, como mencionado acima, não podem ser empregáveis por causa de problemas de conduta.

*Que efeito o ELR terá nos sindicatos?* Em geral, o efeito do ELR nos sindicatos de trabalhadores poderia não ser claramente positivo ou negativo. Por um lado, o ELR remove o medo ou a ameaça de desemprego, que frequentemente é considerada um importante método disciplinar usado pelas empresas contra trabalhadores. Também estabelece um verdadeiro salário mínimo universal – abaixo do qual os salários não podem cair. Permite ainda que os sindicatos negociem benefícios com os empregadores – como compensação por desemprego (de modo que, embora não haja nenhuma compensação federal pelo desemprego, os trabalhadores ainda poderiam negociar benefícios supridos privadamente). O ELR poderia incluir um pacote de benefícios, entre eles seguro saúde. Isto estabeleceria então o padrão mais baixo (e poderia, por exemplo, levar ao seguro saúde universal). Por outro lado, o pool do ELR refreará as demandas de salário (e benefícios) dos trabalhadores não-ELR, visto que os empregadores terão a alternativa de contratar do pool do ELR. Assim, não está claro que o ELR seja enviesado a favor dos trabalhadores ou empregadores.

*A participação no EBSF levará à estigmatização?* Se o ELR atrair apenas aqueles empregados que o setor privado "não quer", então a participação no EBSF pode ser vista como uma indicação negativa de caráter, educação ou nível de qualificação, assim como a participação num programa de "bem-estar" estigmatiza uma pessoa. Isto é um perigo, mas o perigo pode ser reduzido mediante ação criativa. Por exemplo, o ELR pode ser divulgado como um serviço universal "AmeriCorps", aberto a todos os que gostariam de atuar num serviço comunitário (diferente do programa AmeriCorps atual, que limita o número de participantes). Poderíamos instituir uma exigência

de serviço nacional, assim como muitos países requerem serviço militar ou serviço nacional. Alternativamente, podemos confiar na persuasão: universidades poderiam favorecer a admissão de estudantes promissores que tenham servido durante um ano em postos do ELR; ou poderiam oferecer "programas anuais para juniores" no ELR como alternativa aos programas anuais para juniores no estrangeiro". Corporações poderiam abonar faltas a profissionais e executivos para trabalhar no programa ELR como um serviço comunitário. Executivos aposentados, profissionais e políticos poderiam servir no programa do ELR (tanto quanto servem hoje no programa do President Carter Habitat for Humanity). O ELR poderia até mesmo oferecer alguns postos de tempo parcial (talvez mesmo não remunerados) para voluntários que gostem de realizar serviços comunitários sem abandonar o outro emprego. É possível que o serviço no ELR passasse a ser visto como uma vantagem, e não como um estigma.

*E se o FED ou os mercados financeiros reagirem negativamente?* A implementação de um programa ELR poderia causar uma reação dos mercados financeiros na medida em que esperassem que o déficit deslocasse o investimento e causasse inflação, ou, mais provavelmente, porque eles esperariam que o FED reagisse, aumentando as taxas de juros. Note-se que, se o FED aumentasse as taxas de juros e, com isso, desacelerasse o setor privado, apenas aumentaria o emprego no ELR. Em outras palavras, o FED não seria mais capaz de anular a política fiscal causando desemprego; seria apenas capaz de reduzir o emprego no setor privado e aumentar o emprego no setor governamental. Em resposta, a política fiscal apropriada seria aumentar o dispêndio não-ELR ou reduzir tributos. Embora fosse preferível coordenar a política monetária e fiscal, pelo menos, com o ELR em funcionamento, o FED não poderia aumentar o desemprego. Seria esperado que o setor privado exercesse pressão no FED para relaxar a política, porque seria óbvio que a política monetária restritiva apenas prejudica o setor privado e aumenta o tamanho do governo.

*Por que se preocupar agora, quando o desemprego nos Estados Unidos é mais baixo do que tem sido por uma geração?* Muitos estudiosos proclamaram que entramos numa "nova era" com a "nova economia"; sustenta-se que as coisas "nunca foram melhores". Se é verdade, significa que o melhor que se pode esperar é uma situação na qual seis e meio milhões estão desempregados e mais milhões trabalham menos horas que o desejado ou são forçados a trabalhar em diferentes empregos. Significa também que programas de bem-estar para o trabalho estão condenados a fracassar porque o melhor que pode ser feito é redistribuir empregos, deixando ainda milhões desempregados. Finalmente, significa que a estabilidade de preços só pode ser obtida ao custo



de milhões de desempregados, e muitos milhões mais fora da força de trabalho.<sup>42</sup>

Na verdade, como mostrado em Pigeon e Wray (1998), mesmo depois da longa era de expansão de Clinton nos Estados Unidos, houve pouca melhoria nas oportunidades de emprego para metade da população que não atingiu a faculdade.<sup>43</sup> Entre 1992 e meados de 1998, por exemplo, de 11,6 milhões de empregos líquidos criados, 10,9 milhões foram para trabalhadores com ao menos alguma educação superior – deixando apenas 700.000 novos empregos para a parcela da população que não cursou faculdade. Em outras palavras, as expansões econômicas promovem “contratação no topo” e fazem pouco para aumentar as oportunidades para os que estão embaixo, a menos que a demanda seja tão grande que induza inflação salarial para os altamente qualificados de forma a levar os empregadores a “contratar os de baixo”. É por causa disso que as expansões econômicas provavelmente causam inflação antes que o pleno emprego seja alcançado.

O estudo de Pigeon e Wray também mostra que a taxa de desemprego oficial não dá uma boa indicação do grau de estreitamento do mercado de trabalho, especialmente para a metade de baixo da população, porque são amplos os fluxos entre as categorias de emprego, desemprego e fora-da-força-de-trabalho. Mesmo no pico do ciclo de negócios, as taxas de participação da força de trabalho daqueles que não cursaram faculdade são significativamente mais baixas que as taxas de participação dos que atingiram a faculdade.<sup>44</sup> Na verdade, se todos os grupos com alguma nível educacional tivessem conseguido a taxa de participação na força de trabalho alcançada pelos graduados em faculdade, mais de 26 milhões de trabalhadores adicionais com idade acima de 24 anos estariam no mercado de trabalho. O programa ELR vai “contratar os de baixo”, pegando aqueles que o setor privado não quer empregar. Vai proporcionar-lhes alguma experiência e treinamento que tornarão pelo menos alguns deles atraentes para o setor privado. É por isso que o ELR pode alcançar o pleno emprego sem inflação, e, na verdade, é provável que reduza as pressões inflacionárias. Como discutimos previamente, é difícil estimar quantos aceitarão emprego no ELR, mas suspeitamos que muitos trabalhadores do ELR virão dentre os mais de 26 milhões identificados no estudo de Wray e Pigeon como “potencialmente empregáveis” – a vasta maioria dos quais não cursou faculdade e está atualmente fora da força de trabalho.

## CONCLUSÃO

Os principais assuntos examinados neste capítulo dizem respeito à desejabilidade e à viabilidade de um programa ELR. O programa ELR é desejado porque (1) um sistema de mercado mais ou menos livre não gera,

e provavelmente não pode gerar, o pleno emprego verdadeiro; (2) nenhuma sociedade civilizada, e rica, pode permitir que uma parte de sua população fique sem alimentação adequada, roupa e habitação; e (3) nossa sociedade atribui um alto valor ao trabalho como meio através do qual a maioria dos indivíduos poderia obter sua sobrevivência. A política do ELR não pode resolver todos os problemas. O ELR não pode nem mesmo substituir todos os gastos de transferência. Alguns indivíduos não serão capazes de trabalhar no programa ELR. Alguns indivíduos não quererão trabalhar. Entretanto, o ELR garantirá que todos os que querem e estão aptos a trabalhar pelo SBSP serão capazes de obter um emprego vendendo seu tempo ao governo pelo SBSP.

Na verdade, "aptidão" deveria ser definida tão amplamente quanto possível para incluir virtualmente todos os que estão querendo trabalhar. Não há razão para impor um padrão restrito de "eficiência" para assegurar "produtividade" acima do SBSP. Qualquer produção será normalmente melhor que nenhuma produção;<sup>45</sup> se se começa com a crença de que mesmo os não produtivos devem ser mantidos, então o Estado terá de proporcionar-lhes renda, trabalhem ou não. Geralmente, será melhor ter algum trabalho. Em muitos casos, o "produto líquido" pode ser negativo de um ponto de vista econômico estreito porque supervisão, investimentos de capital e serviços pessoais requeridos para pôr alguém para trabalhar (por exemplo, empregar gente gravemente não qualificada) poderiam exceder amplamente o valor econômico do produto. Entretanto, uma sociedade rica pode permitir ineficiências, e os benefícios não econômicos do trabalho podem contrabalançar ao menos alguns dos custos econômicos.

A intervenção do ELR é viável. O governo moderno não se confronta com "restrições financeiras" porque qualquer coisa à venda em termos de moeda interna pode ser obtida mediante liberação de moeda fiduciária. Nem tributos nem bônus "financiam" dispêndio. Entretanto, o governo se confronta com restrições "reais" na medida em que pode comprar apenas o que está à venda. Trabalho desempregado involuntariamente está, por definição, à venda.

Finalmente, temos argumentado que o ELR opera como um estoque regulador para estabilizar preços. Como discutimos nos capítulos precedentes, o governo pode usar seu monopólio de emissão exógena de dinheiro para estabelecer o preço de qualquer coisa que compre. Neste capítulo, sublinhamos um esquema de precificação exógena no qual o governo estabiliza o preço da mercadoria usada no esquema de estoque regulador. Assim como o padrão ouro gerou pleno emprego do ouro, um "padrão" trabalho ou um programa de estoque regulador gerará pleno emprego de trabalho.

## A LÓGICA DA VISÃO DA MOEDA GUIADA POR TRIBUTOS

Este capítulo criará um “modelo” simples e hipotético para demonstrar a base lógica das asserções previamente feitas neste livro. Chamar a isto de um “modelo” pode ser excessivamente pretensioso, e pode assustar alguns leitores, de forma que alguma precaução deve ser tomada. Nenhuma matemática superior será usada! Antes, por “modelo”, queremos dizer que usamos uma abordagem altamente estilizada por meio da qual focalizamos apenas os aspectos da economia com que estamos preocupados imediatamente. Começaremos com o tipo mais simples de economia, no qual há uma população auto-suficiente que não tem governo, nem moeda e nem mercados. Introduziremos então governo, moeda e tributos na forma mais direta. Gradualmente construiremos o argumento até obtermos os principais aspectos de nossa economia moderna: banco central, reservas obrigatórias, operações fiscais e monetárias do governo e um sistema bancário privado através do qual a maioria das transações é conduzida. Concluiremos com nossa proposta política principal, que gera o pleno emprego e viabiliza a estabilidade de preços mediante a criação de um estoque regulador de trabalho. Embora o presente capítulo não pretenda apresentar uma “história” da evolução desde os tempos primitivos até o presente, o desenvolvimento aqui efetivamente parece estar de acordo com uma forma geral de evidência histórica.

### A ECONOMIA SIMPLES

Suponhamos uma economia bem simples, na qual as famílias são auto-suficientes, não usando nem mercados nem moeda. Forma-se um governo

que gostaria de realizar vários projetos necessários para o benefício da população.<sup>1</sup> Isto exige que o governo obtenha serviços de trabalho e matérias-primas da população; ele impõe assim um tributo *per capita* de US\$1 por semana. Concluirá, certamente, que a população não tem dólares com que pagar o tributo, devendo assim ao mesmo tempo definir o que deve ser feito para obter dólares e também assegurar que os dólares se tornem disponíveis. O governo emite uma moeda fiduciária (dólar), usada para comprar bens e serviços da população, dessa forma fornecendo os dólares requeridos para pagar tributos. É claro para o governo que a obrigação tributária induz a população a oferecer bens e serviços em troca de dólares; a população precisa da moeda fornecida pelo governo para pagar os tributos, enquanto o governo não precisa de receita tributária para gastar. As compras do governo não são portanto restringidas por sua receita tributária. O governo usa tributos apenas para induzir uma oferta de bens e serviços.

Vamos supor que, ao longo do primeiro ano, o governo planeje executar um "orçamento equilibrado", impondo um tributo de US\$1 por semana a cada um dos 100 cidadãos, e planejando gastar US\$100 durante cada semana, para um orçamento total planejado (e equilibrado) de US\$5.200 dólares para o ano. É provável, entretanto, que o governo comece logo a descobrir que as receitas tributárias semanais caem abaixo de seu dispêndio. Investigando, descobre que alguns indivíduos que receberam o dispêndio governamental além de suas próprias obrigações tributárias individuais entesouraram alguns dólares extras; o governo também descobre que alguns dos dólares simplesmente desapareceram, tendo sido presumivelmente perdidos na lavanderia, comidos por animais de estimação ou encontrado outros fins desafortunados. O governo descobre assim que está operando em déficit, enquanto parte da população não pode cumprir com as obrigações tributárias. Na medida em que o governo conclui que não tem "necessidade" de receita tributária, a solução é ou aumentar o dispêndio ou reduzir tributos – isto é, aceitar um déficit governamental como "normal".

No nível agregado, o máximo que o governo pode esperar recolher na forma de tributos é exatamente igual a suas compras de bens e serviços. Em outras palavras, o "melhor" que o governo pode planejar fazer é operar com um orçamento equilibrado; não há nenhuma esperança de operar com superávit, porque o governo não pode receber mais do que a renda que ele criou quando pagou em dólares. Na verdade, é bem mais provável que as receitas tributárias fiquem abaixo do dispêndio. O déficit do governo crescerá acima de zero para cobrir todos os "vazamentos" de dólares (para entesouramento ou perdas não intencionais), de forma que um déficit persistente é a norma



Notando que a população está envelhecendo, sugerem que seria melhor realizar superávits mesmo além do exigido para pagar a dívida nacional pendente, talvez pelos próximos vinte ou trinta anos, a fim de acumular reservas de dólares que poderiam ser usados quando o *baby boom* se aposentar (para proporcionar enfermeiras domésticas para os idosos, por exemplo). Assim como a família prudente acumula poupança nominal líquida, argumenta-se, política fiscal prudente requer acumulação de um excedente da previdência social. Corta-se dispêndio e elevam-se obrigações tributárias para alcançar os excedentes que se acredita sejam necessários.

Para sua surpresa, os cortes de dispêndio não melhoram o orçamento na medida em que as receitas tributárias consistentemente caem abaixo das expectativas, porque um número crescente de pessoas descobre que as receitas em dólar estão muito baixas para satisfazer obrigações tributárias, forçando-as a eludir tributos. O governo tem de confiscar ativos privados e tentar vendê-los para compensar dívidas tributárias; entretanto, não encontra compradores. Assim, ele encarcera uma parcela cada vez maior da população por evasão fiscal. O público reage à austeridade fiscal tentando fazer mais reservas em dólares na crença (racional) de que dólares se tornarão crescentemente difíceis de obter; assim, as reservas de hoje reduzem a probabilidade de prisão amanhã. O governo se defronta com grandes filas daqueles que oferecem bens e serviços ao governo, tentando desesperadamente obter dólares; entretanto, o governo não pode "dar-se o luxo" de comprar os bens e serviços oferecidos porque a prudência fiscal requer cortes no dispêndio para contrabalançar a queda da receita tributária.

Além disso, o governo é incapaz de acumular quaisquer reservas de dólares para proporcionar benefícios aos futuros aposentados, levando a muitas lucubrações sobre o que deve ser feito quando o *baby boom* se aposentar. Pessoas tentam acumular reservas em planos individuais de aposentadoria (em nosso exemplo, para pagar tributos depois da aposentadoria), mas não podem vender bens e serviços ao governo para obter os dólares a serem entesourados. Tributos não podem ser pagos, o governo continua a cortar dispêndio, e ainda assim o déficit não pode ser eliminado, até que, finalmente, o dispêndio governamental e as receitas tributárias caiam inexoravelmente a zero. Nossa pequena economia se confronta com um futuro desolador. Se isto não soa familiar, poderia soar, porque o partido da "responsabilidade fiscal" (ou seu equivalente) está no controle em todas as nações modernas.

Como nossos funcionários governamentais do "dispêndio livre" entenderam corretamente, déficits deveriam ser a norma esperada. É verdade que se o governo opera em déficit no "ano um", então as famílias podem usar os

dólares acumulados para pagar mais em tributos no “ano dois” do que o recebido de compras governamentais no “ano dois”.<sup>4</sup> Entretanto, é óbvio que, ao longo de muitos anos, o orçamento equilibrado é o “melhor” que o governo pode fazer, enquanto um déficit persistente é o resultado mais provável. A menos que nenhum dólar seja perdido ou entesourado, o governo deve, em média, operar com déficits.

Vamos supor que nossos funcionários “gastadores” retornem ao poder, aceitando déficits como norma. A cada ano, o governo gasta um pouco mais (retornando ao nosso exemplo, digamos, US\$5.500) do que tributa (digamos, US\$5.200) possibilitando a alguns que entesourem dólares e a outros que os percam. Embora as obrigações tributárias não tenham sido estabelecidas para “financiar” o dispêndio do governo, permanece ainda uma relação entre os dois que não deve ser violada. Recorde-se que o propósito do tributo é induzir uma oferta de bens e serviços que o governo pode comprar com dólares. Dada uma obrigação tributária, se o governo tenta aumentar “muito” o dispêndio (digamos, para US\$6.000), poderia descobrir que além de certo ponto o público se recusa a fornecer bens e serviços em troca de dólares. Isto é, depois de pagar os tributos, perder alguns dólares e acumular tantos dólares quanto desejados como tesouro, o público se recusaria a aceitar mais dólares.

Em nosso modelo simples, seria fácil para o governo calcular o ponto de “saturação”, no qual oferecesse dólares em troca de bens e serviços, mas não encontrasse tomadores. Poderia assim simplesmente impor obrigações tributárias e gastar até o ponto em que a população estivesse satisfeita com a quantidade de dólares fornecida. Antes que esse ponto fosse alcançado, o governo encontraria filas de indivíduos dispostos a oferecer bens e serviços para obter dólares; além desse ponto, o governo não se defrontaria com nenhuma fila. No nível correto do dispêndio deficitário, portanto, a população teria exatamente o montante certo de dólares entesourados, deixados como poupança nominal líquida, depois de pagar os tributos (e, talvez, perder alguns dólares na lavanderia).

## PREÇOS E O VALOR DO DINHEIRO

No exemplo acima, supusemos que o público aceita moeda fiduciária governamental (dólares) em troca dos bens e serviços que produz. O que determina o preço (em dólares) ao qual eles cedem bens e serviços ao governo? Uma vez que o governo se dê conta de que sua decisão de dispêndio determina a quantidade de moeda fiduciária disponível para satisfazer as obrigações tributárias que impõe, ele pode determinar exogenamente os preços daqueles bens e serviços que compra do setor privado. Isto determina o valor do di-

nheiro. O governo pode escolher desvalorizar o dinheiro, ou causar inflação, pagando mais por uma dada quantidade de bens e serviços, ou revalorizar o dinheiro, oferecendo preços mais baixos.

Um exemplo muito simples pode ajudar. Aceitemos, como na discussão acima, que o governo impõe um tributo na população e então fornece moeda fiduciária — que pode ser usada para quitar as obrigações tributárias — para adquirir serviços de trabalho da população. Se o governo paga US\$100 e prevê que aproximadamente US\$20 destes “vazarão” (na forma de tesouro, como discutido acima), pode então estabelecer o tributo em US\$80 e garantir que haverá uma demanda pelos US\$100. Se 100 horas de trabalho são desejadas pelo governo, então ele pode estabelecer o preço de uma hora de trabalho em US\$1. Se o governo baixasse o tributo (digamos, para US\$40), enquanto tenta manter seu dispêndio constante, ele quase certamente descobriria que não poderia gastar US\$100 porque a média das famílias ofereceria muito menos trabalho ao governo, visto que cada um acharia muito mais fácil satisfazer a obrigação tributária (que agora seria metade da que tinha sido). Entretanto, a incapacidade do governo de gastar não seria devida a sua incapacidade de “financiar” seu dispêndio através de receita tributária, mas, antes, à carga tributária mais baixa que reduziria o “esforço” total destinado a obter os meios para o pagamento de tributos.

Note-se também que não faria nada bem ao governo oferecer pagar mais por unidade de trabalho comprado (por exemplo, oferecer pagar US\$2 por hora pelos serviços do trabalho); isto apenas reduziria mais ainda o “esforço de trabalho”. Assim, com uma obrigação tributária reduzida, o governo descobriria que compra menos, seja com um preço constante, seja com um preço aumentado. Surpreendentemente, a solução seria baixar os preços a fim de aumentar a quantidade de trabalho oferecida ao governo: rebaixando a obrigação tributária (por exemplo, para US\$40), o governo teria quase certamente também que reduzir a quantidade de dólares fornecida (ou aumentar o “esforço de trabalho” requerido para obter dólares) pelo rebaixamento de seus preços de oferta. Por analogia, mantendo os tributos constantes (em US\$80), se o governo tentar dobrar seu dispêndio (para US\$200), pode descobrir que, a partir de certo ponto, a população recusa a oferta do governo de comprar trabalho.<sup>5</sup> Por exemplo, se o governo oferece pagar US\$2 por hora de trabalho, a população pode parar de trabalhar depois de alguma coisa como 50 horas de trabalho ter sido comprada.

Em geral, mantendo os tributos constantes, e mantendo constante a poupança nominal líquida desejada, o governo aumentará o valor do dinheiro se reduzir o preço que oferece pagar. Por outro lado, aumentando o preço



se propõe pagar, desvalorizará o dinheiro. Para o mesmo montante de índio nominal, ele obterá menos serviços reais de trabalho (ou bens).

Nosso inteligente governo de "gastadores" imporia então obrigações reais e anunciaria quanto esforço seria necessário para obter cada dólar (por exemplo, uma hora de trabalho em troca de um dólar, ou um dólar por produto que exigisse em média uma hora de trabalho). Estaria então o indivíduo livre para comprar todos os bens e serviços oferecidos a esses preços, sem preocupação com o tamanho de seu déficit. Ele esperaria incorrer normalmente em déficit, mas este seria estritamente determinado pelo montante de "poupança líquida" (ou reservas de dólares) desejado pelo público. Se isso não bastasse a quantidade de bens e serviços requerida pelo governo (isto é, se o indivíduo quitasse suas obrigações tributárias e acumulasse a quantidade de poupança líquida desejada antes que o governo comprasse a quantidade de bens e serviços que deseja), o governo reduziria os preços que estava disposto a pagar. Seria extremamente tolo reagir à oferta insuficiente aumentando preços, isto é, pela desvalorização do dólar, pois isto provavelmente iria reduzir a quantidade de bens e serviços oferecidos. O governo poderia restringir seu pendimento total limitando a quantidade comprada (em vez de reduzir os preços de compra), mas isto faria pouco sentido a menos que sentisse que a população estava destinando um esforço muito grande para fornecer bens e serviços ao governo (por exemplo, se a população não pudesse dispor do tempo adequado a outros propósitos, tais como o destinado a dormir, a fazer o consumo familiar e à recreação).

## TÍTULOS GOVERNAMENTAIS

Em nosso modelo, até agora, as famílias que entesouram dólares não recebem juros sobre seus tesouros. Há pelo menos três modos pelos quais podemos introduzir os juros em nossa exposição. Primeiro, o governo pode começar a emprestar dólares a juros para as famílias que estão temporariamente com falta deles a fim de que possam quitar as obrigações tributárias; o empréstimo seria uma alternativa à prisão por dívidas fiscais. Segundo, famílias com excesso de dólares poderiam emprestar-los a famílias deficitárias para pagar tributos, e cobrar juros. Terceiro, o governo poderia querer encorajar a poupança mediante pagamento de juros sobre poupanças. Por certo, podemos introduzir facilmente todas as três possibilidades em nossa exposição. A "liberação" do mercado poderia assegurar que as taxas de juros para cada um dos três tipos de transação financeira sejam similares, ajustadas por variações no risco de crédito.

Suponhamos, então, que o governo comece a vender "títulos" que paguem uma taxa de juros às famílias com poupanças nominais líquidas (dólares encasquilhados). Neste caso, uma parte do dinheiro em dólar "reflui" de volta ao governo, uma vez que uma parcela do déficit do governo é acumulada sob a forma de carteiras de títulos das famílias, e não mais sob a forma de dólares. É claro que estas vendas de títulos não são necessárias para financiar o déficit do governo, pois o governo primeiro gasta e depois disponibiliza os títulos que rendem juros. Além disso, o governo será capaz de vender títulos até um montante igual a seu déficit, menos alguma perda ou vazamento de moeda fiduciária para a formação de tesouros que não rendem juros. Famílias poderiam reter ou dólares ou títulos, na extensão em que suas rendas excederem as obrigações tributárias; chefes de família racionais escolherão acumular a maior parte do excesso de renda sob a forma de títulos que rendem juros. Se o déficit dobrou, o governo poderia aproximadamente dobrar suas vendas de títulos.

Quanto mais alta for a taxa de juros oferecida pelo governo, mais títulos ele será capaz de vender (com tudo o mais constante), induzindo as famílias a reparti-los com dólares.<sup>7</sup> Por outro lado, uma taxa de juros baixa convencerá as famílias a manter mais dólares e menos títulos. Observe-se que o governo não tem de pagar taxas de juros mais altas para financiar seu déficit; ao contrário, ele escolhe exogenamente qual taxa de juros oferecer – as famílias vão preferir qualquer taxa de juros positiva, superior à taxa de juros zero sobre os dólares, mas taxas mais altas podem encorajá-las a converter mais dólares em títulos. Em qualquer caso, vendas de títulos não são requeridas para financiar um déficit, mas são, isto sim, o meio pelo qual o governo proporciona um ativo que rende juros ao público, e assim mais renda em dólar para o público. O mercado não pode ditar ao governo a taxa de juros que deveria pagar; o mercado estará feliz ao obter qualquer taxa de juros positiva – mas mesmo se o mercado não quisesse juros, isto não é problema, uma vez que o governo não tem necessidade de vender títulos.<sup>8</sup>

O governo, obviamente, não terá problema para fazer o pagamento dos juros – pode emitir dólares para pagar juros sobre a dívida pendente. Estes pagamentos dos juros prometidos se acrescentariam aos futuros déficits do governo se nenhum ajustamento fosse feito em suas atividades de dispêndio e tributação. Como as receitas de juros das famílias são acrescentadas à renda que resulta das vendas de bens e serviços ao governo, o governo pode ter de aumentar as obrigações tributárias (ou baixar seu dispêndio não financeiro) no futuro para evitar depreciação do valor do dinheiro (uma vez que a renda dos juros é uma alternativa ao fornecimento de bens e serviços ao governo como fonte de dólares para pagar tributos). Entretanto, a elevação das obriga-

tributárias (ou os cortes orçamentários) não tem nada a ver com a "necessidade" de captar recursos para pagar juros; tributos crescentes podem ser exigidos para evitar a desvalorização do dinheiro que resultaria do aumento das taxas (permitindo, além disso, que as famílias reduzissem o esforço de trabalho necessário para a obtenção de renda para pagar tributos).

## MERCADOS PRIVADOS

Até este ponto, examinamos apenas uma economia muito simples, que apresenta uma relação aparente com nossa economia real pequena, precisamente porque não permite produção privada para mercados privados. Vamos continuar, supondo que algumas famílias comecem a produzir para o mercado; que tiverem dólares em excesso (isto é, mais que o requerido para pagar tributos) podem comprar bens e serviços dos vizinhos. O problema com exposições muito simples é que têm grande dificuldade em explicar por que algumas famílias decidiriam subitamente produzir para o mercado, a fim de obter moeda. Estas histórias normalmente atribuem a algum tipo de consenso social espontâneo o uso de uma mercadoria física como meio de troca para reduzir ineficiências associadas à troca direta.<sup>9</sup> Nosso argumento prévio, entretanto, torna claro por que alguém trocaria bens e serviços produzidos por uma coisa que não tem nenhum valor intrínseco. Dólares são demandados na economia porque são o meio de pagar tributos. Mesmo que alguém não tivesse obrigações tributárias (talvez fosse um favorito do rei e, assim, isento de pagamento de tributo), enquanto outros na sociedade têm obrigações tributárias, o dólar terá um valor "real", embora extrínseco, porque outros receberão bens e serviços para obter o dólar.

Uma vez que as famílias tenham demanda por moeda fiduciária do governo para pagar tributos, é fácil ver por que moeda fiduciária pode também servir às famílias como meio de troca, meio de pagamento e unidade de conta. A renda de uma família pode ser insuficiente para pagar os tributos no dado ano, enquanto a renda de outra família poderia exceder as obrigações tributárias — mesmo que a tributação global se mantenha exatamente no nível correto para permitir ao governo obter a quantidade de bens e serviços requeridos, não há garantia de que a renda em moeda fiduciária de cada indivíduo seja suficiente para pagar suas obrigações tributárias. Isto proporciona então um incentivo para as famílias deficitárias desenvolverem atividades no mercado privado para tentar obter a moeda fiduciária necessária para

---

No original, *barter*. (N. do T.)

pagar tributos. As famílias superavitárias em dólar podem proporcionar a demanda pela produção das famílias deficitárias. Deste modo, a moeda fiduciária é redistribuída entre as famílias de forma que as obrigações tributárias sejam quitadas. Note-se, entretanto, que o uso de moeda fiduciária como meio de troca deriva de seu uso para satisfazer obrigações tributárias - famílias usam a moeda fiduciária em mercados privados porque é o meio para a compensação de obrigações tributárias.

### DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA BANCÁRIO

Como aludido acima e no Capítulo 3, parece que os primeiros empréstimos foram empréstimos públicos para proporcionar a famílias deficitárias os meios de pagar tributos. É também possível que as obrigações tributárias gerem empréstimos privados. A família deficitária poderia emitir uma obrigação, denominada na moeda fiduciária de conta, para ser mantida pela família com renda excedente, em troca de um empréstimo de dólares, usados para a quitação das obrigações tributárias da família deficitária.<sup>10</sup> A taxa de juros sobre este empréstimo conteria algum acréscimo sobre a taxa dos títulos do governo, para compensar o prestador privado pelo risco de inadimplência do tomador e também para compensar o prestador pela "insegurança" de partilhar os dólares (porque a poupança líquida é a proteção contra eventos desfavoráveis que podem tornar difícil quitar obrigações tributárias no futuro). No ano subsequente, a obrigação denominada em moeda fiduciária de conta (principal e juros) pode ser paga usando moeda fiduciária como meio de pagamento. As famílias superavitárias mantêm tanto moeda fiduciária quanto direitos em moeda fiduciária, porque também elas têm obrigações tributárias para com o governo - e assim podem ficar em dívida para com o governo no futuro.

Uma família com grandes reservas de dólares pode se especializar em emprestar, atraindo tanto famílias deficitárias quanto superavitárias. Ela aceita depósitos em dólares e faria empréstimos em dólares, adequando os prazos de maturação desejados e estabelecendo, ao mesmo tempo, uma margem de taxa de juros positiva (taxa de empréstimo menos taxa de depósito) para gerar renda. No início, os depósitos podem ser a risco (com depositantes perdendo seus depósitos quando os tomadores não pagam), mas, eventualmente, nosso "banqueiro" poderia se dispor a garantir o risco de não-pagamento com uma margem de taxa de juros maior. O próximo passo seria, para o banqueiro, oferecer depósitos à vista, de forma que os depositantes pudessem retirar dólares a qualquer momento; o banqueiro pagaria menos juros sobre estes, para manter uma margem de taxa de juros mais alta a fim de compensar

o descompasso dos prazos de maturação. Nesta altura, o banqueiro teria de manter reservas de dólares para atender a retiradas antecipadas – com o descompasso dos prazos de maturação, não poderia emprestar todos os seus depósitos. Cria-se um sistema de reserva fracionária.

Exatamente como em qualquer sistema de reserva fracionária, há um perigo de que depositantes demandem mais dólares do que o banqueiro tem à mão. O banqueiro poderia tentar arranjar, com antecedência, linhas de crédito com outras famílias superavitárias e banqueiros, de tal forma que, caso houvesse necessidade, fosse capaz de tomar dólares emprestados temporariamente dando como garantia seus "ativos" (os IOUs que mantém contra os empréstimos que fez). Bancos maiores, que funcionassem como "centros monetários", poderiam especializar-se em manter as reservas dos bancos menores, e, mais importante, concordar com emprestar reservas contra ativos, quando houvesse necessidade.

No início, os bancos normalmente poderiam emprestar os dólares do governo, mas logo se dariam conta de que poderiam emitir notas bancárias denominadas em dólar, para serem pagas no futuro, quando fizessem empréstimos. O público já teria se acostumado com o uso de dólares do governo no comércio e eventualmente veria as notas emitidas pelos bancos, e lastreadas por reservas em dólar e ativos denominados em dólares mantidos pelo banco, como substitutos, enquanto falências bancárias fossem raras. Isto possibilitaria aos bancos "emprestar" suas próprias notas ao mesmo tempo em que aceitariam depósitos, seja de dólares, seja de suas próprias notas.<sup>11</sup> Notas bancárias circulariam então ao lado dos dólares governamentais nos mercados privados: as notas seriam aceitas não apenas porque poderiam ser convertidas em dólares, mas também porque os bancos as aceitariam como depósito e como pagamento do principal e dos juros dos empréstimos.<sup>12</sup>

Ao mesmo tempo, o negócio bancário avançaria em outra direção. Os agentes nos mercados privados poderiam realizar transações apenas nos "livros" do seu banco. Por exemplo, numa pequena comunidade com apenas um banco, uma transação poderia ocorrer, debitando-se o depósito de um "comprador" e creditando-se o depósito de um "vendedor", sem que nenhum dólar nem mesmo nota bancária houvesse efetivamente mudado de mãos. Um banco poderia dispor-se a realizar tais transações de "giro" para os depositantes por uma pequena taxa mensal (ou, alternativamente, aceitando uma taxa de juros sobre depósito menor). O próximo passo seria permitir a um depositante fazer pagamentos a depositantes de outro banco, o que poderia ser feito emitindo-se um cheque contra a conta de um banco para ser depositado em outro banco. Isto exigiria que os bancos estabelecessem a compensação de cheques, talvez através de um banco que funcionasse como centro

monetário e em que cada um tivesse uma conta de reservas. Neste caso, a compensação seria realizada debitando-se as reservas do banco contra o qual o cheque fosse emitido e creditando-se as reservas do banco que estivesse recebendo o depósito. A compensação entre os bancos que funcionassem como centros monetários poderia então ser feita em algum banco de compensação central. Bancos que funcionassem como centros monetários, como discutido acima, poderiam emprestar reservas a juros para bancos deficitários em reservas, enquanto o banco de compensação central poderia emprestar reservas a juros para bancos deficitários que funcionassem como centros monetários.

Os bancos poderiam desenvolver um mercado interbancário para reservas em moeda fiduciária; isto possibilitaria às reservas "refluir", retornando aos bancos individuais que estivessem sofrendo perdas na compensação para outros bancos do sistema. Bancos com reservas em excesso poderiam emprestá-las a curto prazo para bancos com reservas insuficientes, levando à formação de uma taxa de empréstimos de curto prazo, ou de *overnight*. Esta taxa, em troca, seria determinada relativamente à taxa à qual o governo empresta moeda fiduciária<sup>1)</sup> e à taxa paga pelo governo nos títulos que emitiu. Os bancos poderiam também tentar induzir as famílias a recompor suas reservas de moeda fiduciária, oferecendo depósitos que rendem juros (mas, como mencionado acima, o desejo de entesourar na forma de moeda fiduciária pode não ser muito sensível a juros).

Eventualmente, a maior parte das reservas dos bancos não seria nada mais do que créditos na contabilidade dos bancos que funcionasse como centros monetários, com dólares efetivos mantidos apenas pelo banco de compensação central (exceto pequenas reservas de dólares, mantidas em bancos individuais para retiradas diárias). Assim, as reservas poderiam ser "centralizadas" no banco de compensação central. Este banco seria capaz de deter corridas aos bancos individuais, emprestando as reservas necessárias; sua capacidade de parar uma corrida sistêmica, no entanto, poderia ser restringida por suas reservas em dólares. Depois de um certo número de crises bancárias disruptivas, o governo poderia se dar conta de que uma solução seria assumir as funções do banco de compensação central, constituindo um banco central governamental que comandaria o sistema de compensação nacional, operaria como um empréstador de última instância para tornar disponíveis os dólares necessários para deter as corridas sistêmicas e talvez regular as práticas financeiras - poderia, por exemplo, exigir um percentual mínimo de reservas obrigatórias. Além disso, o banco central poderia oferecer operar um "guichê de desconto", emprestando reservas contra (tais como empréstimos ou títulos governamentais). Registre-se que os empréstimos do banco central gover-

nal jamais seriam restringidos pela quantidade de dólares que o banco e em seus cofres; como fornecedor de dólares, o governo sempre poderia tantos dólares quantos necessários. É por isto que um banco central fundamental sempre poderia deter as corridas bancárias, enquanto um de compensação privado central não poderia.

## RESERVAS E BANCO CENTRAL

A liquidação de contas entre famílias movimenta reservas entre bancos, não afeta a quantidade agregada de reservas bancárias. Cada conversão de notas bancárias ou depósitos em dólares de moeda fiduciária para pagar juros, entretanto, resultará em drenagem na compensação pelo sistema bancário. O sistema bancário privado não pode, por si mesmo, afetar a disponibilidade agregada de reservas — que é determinada pela quantidade de moeda fiduciária fornecida pelo governo, subtrai da dos vazamentos decorrentes de pagamentos tributários, dos dólares entesourados pelas famílias e da perda de destruição de moeda fiduciária.

As reservas podem ser fornecidas diretamente por meio de compras, do governo, de títulos emitidos pelo sistema bancário ou de empréstimos e reservas aos bancos, e, indiretamente, por meio de compras governamentais e bens e serviços das famílias (desde que, em qualquer caso, os dólares que saírem das necessidades imediatas, para a quitação de obrigações tributárias para o entesouramento desejado de dólares, fluam para as contas de depósitos que rendem juros do sistema bancário). Dólares (seja papel-moeda, sejam reservas bancárias) são drenados por pagamentos de tributos ou por vendas de títulos.

Embora o governo seja a única fonte de reservas, ele não terá um controle discricionário sobre a quantidade de reservas mantida pelo sistema bancário. Isto é mais fácil de ver no caso em que o governo impõe um percentual de reservas obrigatórias. Quando o governo estabelece exigências de reserva para uma fração dos depósitos bancários, os bancos podem obter reservas de acordo com as exigências legais. Se a soma das reservas obrigatórias de todos os bancos é maior que as reservas disponíveis, então é impossível para todos os bancos satisfazer as exigências legais — pelo menos em um banco se verificará a escassez. O governo fornecerá mais reservas (por exemplo, por meio de um empréstimo direto como um saque a descoberto, ou comprando títulos no mercado aberto) para garantir que nenhum banco seja forçado a infringir a lei. Por essa razão, a exigência legal de percentuais de reserva, por força da lógica, força o governo a fornecer reservas de acordo com a demanda. Como vimos no Capítulo 5, nossas conclusões se sustentam mesmo sem

reservas obrigatórias. Se o governo aceita letras de câmbio em pagamento de tributos, as reservas então devem ser fornecidas de acordo com a demanda. Por outro lado, nossa análise não consegue explicar por que o banco central não pode forçar uma posição de excesso de reserva agregada nos bancos - teremos agora de nos voltar para a análise da política monetária.

## POLÍTICA FISCAL E MONETÁRIA

O governo poderia decidir separar suas operações de tal forma que pudesse manter duas contabilidades interdependentes. Uma delas poderia tratar das operações fiscais: compras governamentais de bens e serviços, tributos e vendas primárias de títulos. A outra trataria de vendas e compras secundárias de títulos, empréstimo de reservas no mercado de *overnight* e operação do mecanismo de compensação para os bancos. A primeira contabilidade nos daria o balanço do Tesouro, enquanto a segunda, o balanço do banco central. Quando o governo comprasse bens e serviços do público, as registraria na contabilidade do Tesouro como compra governamental; esta compra seria "financiada" aumentando-se as exigibilidades em reservas no balanço do banco central. Estes ingressos teriam como contrapartida uma exigibilidade do Tesouro mantida como um ativo pelo banco central. A quantidade de moeda fiduciária (ou seja, notas de dólar ou cheques do Tesouro) recebida pelas famílias aumentaria, com a maior parte fluindo para (ou permanecendo em) bancos como reservas. Pagamentos de tributos então absorveriam as reservas. A maior parte das reservas remanescentes seriam reservas excedentes, pressionando para baixo a taxa de *overnight* (com os lances caindo a zero na ausência de tomadores).

Para manter a taxa de *overnight*, o Tesouro poderia então vender títulos aos bancos ou ao público, provocando uma drenagem de reserva.<sup>14</sup> Conforme fosse necessário (para sintonia fina da taxa de juros, mas não para "financiar" o déficit governamental), o banco central poderia injetar ou subtrair reservas por meio de compras no mercado aberto ou de vendas de títulos no mercado secundário.

Se o dispêndio do governo e a tributação fossem perfeitamente coordenados, a maior parte da moeda fiduciária criada para propósitos de dispêndio seria imediatamente drenada em pagamentos tributários; pareceria que dispêndio e tributação eram simultâneos, ou mesmo que os tributos "financiaram" o dispêndio. Somente o déficit do governo pareceria ter sido financiado pela criação da moeda que apareceu como reserva excedente, devendo então ser absorvida pela venda de títulos. Se os tributos, entretanto, fossem pagos habitualmente a cada quadrimestre ou no fim do ano, a moeda fiduciária, injetada



ndo o governo gastasse quase continuamente ao longo do ano, fluiria para os para ganhar juros, gerando reservas excedentes e forçando o Tesouro e o banco central a drenar as reservas através de vendas de títulos. Quando tributos fossem pagos, teriam de ser injetadas reservas para restaurar as posições dos bancos. Os detalhes técnicos são, assim, extremamente complicados e ofuscam o que na realidade é extremamente simples de entender: o governo não pode tributar ou vender títulos antes de gastar; o dispêndio "anuncia" o pagamento de tributos e a venda de títulos, e não o contrário.

Neste exemplo, as "operações do Tesouro" têm a ver principalmente com a determinação da quantidade e do valor da moeda fiduciária, enquanto as "operações do banco central" têm a ver principalmente com a determinação da taxa de juros de curto prazo. Embora as vendas primárias de títulos sejam normalmente tratadas como política fiscal, elas são realmente parte da política monetária. Na verdade, em vez de se pensar na venda de títulos como equivalente ao "financiamento do déficit", talvez seja mais instrutivo pensar nos títulos apenas como dinheiro que rende juros, quando mantido pelo público, reservas que rendem juros (mantidas em contas governamentais especiais), quando mantidas pelos bancos. É claro que nada disso traz nenhuma mudança significativa — o "governo" pode ser tratado como a consolidação dos balanços trabalhistas do Tesouro e do banco central, sem que nenhum argumento seja afetado.

A maior parte do dispêndio governamental e dos pagamentos de tributos é feita através do sistema bancário e, assim, o afetam. Quando o governo permite que as famílias paguem os impostos preenchendo cheques contra contas de depósitos, isto na verdade permite que a "moeda bancária" (depósitos e notas bancárias) seja um substituto perfeito, no que concerne às famílias, para a moeda fiduciária governamental. Na verdade, tendo em vista que os impostos podem ser pagos usando moeda bancária, o público não tem mais necessidade de obter moeda fiduciária (exceto, talvez, para transações ilegais como compras em máquinas). Isto reduziria a transferência de reservas dos bancos para os tesouros das famílias. As "operações do Tesouro" e as "operações do banco central" permaneceriam como descritas acima. Só que o governo poderia agora operar também por meio do sistema bancário — comprando bens e serviços com um cheque contra o FED que seria imediatamente depositado nos bancos, aumentando suas reservas; ao contrário, pagamentos de tributos em cheques emitidos contra bancos privados levariam a uma imediata drenagem de reservas. Nada de significativo se modifica, em relação à capacidade do governo de "incorrer em déficits", quando os depósitos substituem a moeda fiduciária.

## O VALOR DA MOEDA BANCÁRIA COMO MOEDA ESTATAL

Quando a moeda bancária é aceita como moeda estatal para o pagamento de tributos, a política governamental também determina o valor da moeda bancária. Não há então nenhuma possibilidade de que a moeda bancária seja abaixo do "par", em relação à moeda fiduciária, porque o governo aceita-a ao par em pagamento de tributos. Moeda bancária e moeda fiduciária governamental tornam-se intercambiáveis, excetuando-se o fato de que qualquer pagamento ao governo reduz em última instância a moeda fiduciária, enquanto qualquer pagamento pelo governo aumenta moeda fiduciária governamental – e isto é verdade mesmo se as famílias não usam absolutamente qualquer moeda fiduciária, porque toda moeda fiduciária acabará como reservas bancárias e algumas destas serão então trocadas por títulos que rendem juros.

À medida que os mercados privados se expandem, é possível que as compras do governo se tornem relativamente pequenas, como porcentagem do PIB total; isto, no entanto, não altera em nada as nossas conclusões acima – mesmo que, inicialmente, a moeda provenha apenas do governo, sendo sua demanda determinada exclusivamente por seu uso em tributos, podemos ampliar nossa exposição até o ponto em que a vasta maioria das transações envolvendo moeda ocorram em mercados privados que nada têm a ver com o governo, sem abandonar nossa visão de "moeda guiada por tributos". Nesse caso, a moeda fiduciária governamental se reduzirá, enquanto porcentagem da "oferta monetária" total, com a moeda bancária passando a compor a parte maior. Como a moeda bancária é conversível à vista em moeda fiduciária, os bancos deverão ter acesso a reservas sempre que necessário. Pode haver drenagem de reservas de bancos individuais na compensação para os tesouros familiares, para compensação de cheques e para pagamentos de tributos; o sistema como um todo perderá reservas para tesouros familiares, tributos e compras de títulos governamentais.

Se o governo concordou em aceitar moeda bancária como moeda estatal (aceitável em pagamento de tributos), ele realmente não tem escolha senão compensá-las ao par e fornecer reservas à vista. Quando uma família emite um cheque contra um banco para pagar tributos, o governo deduz um montante equivalente de dólares – moeda fiduciária – dos ativos do banco. Se o banco não dispuser de reservas suficientes para deduzir, isto não seria possível, e o governo teria de emprestar automaticamente as reservas necessárias (isto é, conceder um crédito a descoberto) ou o cheque não poderia ser compensado. Isto pode ser feito de forma muito simples: o governo apenas contabiliza um empréstimo de reservas como exigível do banco (substituindo a exigibilidade do banco para com a família que emitiu o cheque). Similarmente, quando cheques emitidos contra um banco são depositados em outro, a compensação

...ar exige que um montante equivalente de reservas seja transferido da  
a do primeiro banco para a conta do segundo. Se o primeiro banco não  
reservas, o governo terá de emprestá-las. Quando a moeda bancária se  
a moeda estatal, compensação ao par e provisão de reservas à vista tornam-  
uma consequência automática.

## ENDIVIDAMENTO EXTERNO

Observamos acima que títulos governamentais são vendidos para tornar  
oníveis ativos que rendem juros, e não para "financiar" déficits gover-  
namentais. Se, por alguma razão, o governo não compreender que as vendas  
títulos governamentais eram desnecessárias para "financiar" o déficit, ele  
leria vender títulos nos mercados internacionais. Enquanto esses títulos  
em denominados em moeda fiduciária doméstica de conta, isto não será  
problema: o governo sempre será capaz de servir a dívida e pagar juros,  
necendo mais moeda fiduciária (inicialmente sob a forma de reservas,  
no discutido acima). O perigo é que o governo pode vir a acreditar que  
s políticas são reféns dos caprichos dos mercados internacionais; neste  
so, o governo poderia equivocadamente adotar uma política doméstica  
stera, punindo desnecessariamente seus cidadãos, ao acreditar que os "cre-  
tes" internacionais o estão forçando a isso. Poderia adotar assim uma  
lítica monetária rígida (taxas de juros altas) e tentar equilibrar o orçamento  
na desacelerar sua economia, numa perversa tentativa de "apertar o cinto"  
na "reduzir a confiança nos poupadores externos".

Pior, o governo poderia decidir que precisa emitir dívida em alguma  
moeda estrangeira a fim de agradar o mercado internacional. Uma vez feito  
so, o governo sujeitou a si mesmo a restrições internacionais, porque sua  
pacidade de servir a dívida dependerá de sua capacidade de obter dinheiro  
trangeiro.<sup>15</sup> Entretanto, nenhum governo capaz de comprar os bens e ser-  
ços de que necessita em sua própria moeda precisa submeter-se a restrições  
ternacionais. Se as coisas que deseja são vendidas em moeda doméstica, elas  
xlerão ser compradas com moeda fiduciária doméstica de conta. Se as coi-  
s que o governo deseja não estão disponíveis em troca de dinheiro doméstico,  
ção o país estará sujeito a constrangimentos internacionais reais (e não  
ito-impostos).

## QUE TRIBUTOS GUIAM A MOEDA?

Há outro ponto a ser tratado: qual a modalidade de tributos que guia  
moeda? Um imposto *per capita* gera claramente uma demanda universal  
or moeda e é o caminho mais simples para criar um fluxo de bens e serviços

para o governo. Observe-se que não é necessário que o imposto *per capita* seja estabelecido para todos os indivíduos. Suponha-se que apenas metade da população esteja submetida ao imposto. A metade que não tem de pagar tributos ainda estará querendo fazer coisas por dinheiro, porque pode induzir a metade tributada a fazer coisas para ela a fim de obter moeda para pagar os tributos. Na verdade, a lógica leva inexoravelmente à conclusão de que, no limite, um imposto *per capita* sobre um indivíduo é suficiente para criar uma demanda por moeda e uma oferta de bens e serviços para o governo (suponha-se que o governo imponha um tributo de US\$1,2 trilhão a Bill Gates!).

E quanto a outras modalidades de tributos? Mesmo um imposto *per capita* sobre estrangeiros (embora difícil de implementar) geraria uma demanda por dólares, induzindo-os a fornecer bens e serviços para a população doméstica a fim de obter dólares, enquanto a população doméstica forneceria coisas ao governo para obter os dólares demandados pelos estrangeiros (desde que os estrangeiros fornecessem importações para obter os dólares). Uma tarifa sobre importações, por outro lado, não resultaria necessariamente em moeda guiada por tributos: o tributo poderia ser completamente evitado, simplesmente evitando-se importar; ninguém teria de fornecer coisas ao governo para obter dólares para pagar tributos.<sup>16</sup> Impostos sobre a propriedade, por sua vez, funcionariam como um imposto *per capita* — como se perderia a propriedade caso o tributo não fosse pago, gera-se uma demanda por dólares para pagar o imposto. Impostos sobre a renda, tal como as tarifas, não podem, sozinhos, guiar a moeda. Poder-se-ia evitar o imposto evitando a renda; indivíduos auto-suficientes (ou uma aldeia) poderiam não fornecer coisas para o governo para obter moeda a fim de pagar imposto sobre renda. Por outro lado, uma vez que o mercado tenha se desenvolvido, de forma que a maioria da população não tenha escolha senão obter renda no mercado a fim de consumir, então um imposto sobre renda ou uma tarifa sobre importações pode funcionar para gerar coisas para venda ao governo. Isto traz à baila, entretanto, um ponto importante: tributos sobre transações (assim como impostos sobre a renda, tributos sobre vendas ou tributos sobre “movimentação” financeira) podem ser evitados, evitando-se as transações; como tal, tendem a reduzir a atividade do mercado privado e podem ser menos efetivos na geração de uma oferta de bens e serviços ao governo. Se se entende que o propósito de um tributo é gerar uma demanda por dólares, de tal forma que o governo possa comprar os bens e serviços que requer, e não “financiar” dispêndio governamental, então a visão que se tem do tipo ótimo de tributo poderia mudar. Naturalmente, ainda permanece um papel para as chamadas “multas”, que,

or sua forma, destinam-se a eliminar comportamentos indesejados (e não gerar receita) – algumas cutucadas serviriam para propósito similar.

## O VALOR DA MOEDA REVISITADO

Como discutido acima, o governo pode determinar o valor da moeda, estabelecendo o preço que quer pagar. No nosso exemplo acima, sendo o governo o único fornecedor de moeda fiduciária, que aceita em pagamento os tributos que recolhe, e sendo ele o único escadouro para a produção de us cidadãos, a política de precificação do governo determina o valor da moeda bem diretamente.

O governo poderia, em teoria, estabelecer exogenamente o preço de cada item que desejasse comprar – mas isto seria bem difícil de administrar: poderia criar problemas muito grandes para o sistema de preços relativos. Por exemplo, se o governo estabelece o preço de um porta-aviões em US\$1.000 e o preço de um martelo em US\$500, não é difícil prever que a população irá fazer fila para oferecer martelos enquanto nenhuma oferta de porta-aviões está apresentada. Entretanto, uma vez tendo o governo comprado o número de martelos que deseja, a população descobriria que não poderia mais obter moeda fiduciária produzindo martelos e teria, assim, de retornar à produção de coisas que o governo desejasse, para obter a moeda aceita em pagamento de tributos.

As coisas são, reconhecidamente, muito mais complicadas em nosso mundo ampliado, no qual tributos podem ser pagos usando-se moeda bancária e o governo é apenas um entre muitos compradores (mesmo sendo um comprador relativamente grande). Quando o governo permite o pagamento de tributos na forma de moeda bancária, isso leva a uma drenagem de reservas e a uma intervenção automática do banco central para injetar reservas, se os bancos estiverem deficitários. Em outras palavras, em vez de fornecer porta-aviões para obter moeda para pagar tributos, dado o modo como o banco central opera, é possível oferecer garantias contra empréstimos de reservas e proporcionar a moeda fiduciária necessária. O banco central poderia impor condições austeras aos bancos antes de concordar em fazer tais empréstimos, mas o setor privado teria de sofrer severas quebras e deflação, antes de fornecer porta-aviões ao governo em troca de US\$1.000.

Quando há mercados privados, os indivíduos sempre podem produzir nos mercados e não para o governo; poderia assim parecer que o governo teria de estabelecer seu preço acima do preço mínimo (de mercado) de oferta (isto é, custo mais margem), o que não é correto, porque o público precisa

da moeda do governo para pagar tributos. Como exemplo extremo, vamos supor que o governo decida comprar um porta-aviões no próximo ano ao nosso preço hipotético de US\$1.000. Digamos, ademais, que o governo é o único comprador de porta-aviões e que essa é a única compra que fará. Suponhamos, finalmente, que no início somente moeda fiduciária possa ser usada para pagar tributos (moeda bancária não é moeda estatal). A única maneira, então, pela qual o setor privado pode obter dólares para pagar tributos é produzindo um porta-aviões, vendendo-o por US\$1.000 e usando os dólares para pagar tributos. Não há nenhuma dúvida de que isso seria extremamente perturbador, causando ajustamentos nos preços relativos e fazendo com que os preços nominais caíssem drasticamente (o preço do trabalho poderia cair para milésimos de xelim por dia). E é possível que os movimentos de preços exigidos e a organização da produção estivessem além da capacidade da economia, de forma que o porta-aviões não seria construído e a população não pagaria seus tributos. Mas o ponto é que se a produção fosse possível e os preços suficientemente ajustáveis, o governo seria capaz de estabelecer preços onde bem entendesse. Esta é a lógica da visão da "moeda guiada por tributos".

Outros itens serão vendidos em mercados privados e também ao governo. Poderia parecer que o governo terá de pagar preço de mercado por estes itens; entretanto, o preço que o governo paga pode ainda determinar o "preço de mercado" porque sua moeda fiduciária deve ser obtida para pagar tributos (e para acumular tesouros monetários "líquidos"). Vamos, novamente, abordar primeiro a situação na qual somente moeda fiduciária pode ser usada para pagar tributos. Se o governo estabelecer o preço abaixo do preço de mercado, resultaria deflação (ao mesmo tempo em que um número crescente de pessoas seria preso, negócios seriam fechados e ativos seriam vendidos para pagar os tributos), até que as compras do governo proporcionassem a moeda fiduciária de que a população precisa para pagar tributos. Se, por outro lado, o governo estabelecer o preço acima do preço do mercado, poderia resultar inflação, à medida que os compradores privados oferecessem preços mais altos para competir com o preço do governo.

Como discutimos acima, a precificação é muito mais "frouxa" quando a moeda bancária é aceita em pagamento de tributos, porque a compensação ao par força o banco central a fornecer a moeda fiduciária. Além de certo ponto, ademais, preços governamentais estabelecidos abaixo do preço de mercado tornar-se-ão deflacionários, pois os bancos ficarão sem garantias que possam ser oferecidas ao banco central para obter empréstimos. O banco central poderia então "cortar" o capital do banco (só compensando os cheques

iante redução do patrimônio líquido do banco, em montante equivalente à suficiência de reserva) e eventualmente fechar bancos. O resultado seria a deflação generalizada, com o que, eventualmente, o preço do governo seria alguns fornecedores.

Por outro lado, o governo sempre pode oferecer preços acima dos preços de mercado, causando inflação ou desvalorização do dinheiro. O dispêndio governamental pode assim ser "inflacionário", mas não necessariamente em decorrência de um simples efeito de "oferta" ou "demanda", como sugere a teoria convencional – e sim pela determinação do valor do dinheiro por sua política fiscal. O governo poderia não se dar conta de que tem o poder de estabelecer preços exogenamente; neste caso, poderia pagar o preço determinado pelo mercado. Se os preços estão subindo, o governo poderia acreditar e deve também aumentar o preço que paga. Como nossa análise torna claro, entretanto, o governo sempre tem a alternativa de recusar-se a aumentar o preço que paga, embora seja um pouco mais difícil para o governo impor preços deflacionários ao sistema, se aceita moeda bancária em pagamento de tributos, do que se aceitasse apenas moeda fiduciária.

Em conclusão, se temos uma economia muito simples, na qual não há mercados privados, então, dada uma poupança nominal líquida desejada, um aumento do preço pago pelo governo desvalorizará o dinheiro porque custará menos "esforço" quitar as obrigações tributárias. Também é possível que o governo descubra que não pode gastar tanto quanto deseja, porque a população não terá moeda suficiente para pagar tributos e acumular tesouros, antes que o governo tenha atingido o nível de dispêndio planejado. O governo pode desvalorizar a moeda, reduzindo os preços pagos.

Se acrescentarmos uma economia de mercado privada, com moeda fiduciária aceita em pagamento de tributos, então as decisões de precificação pelo governo influenciam o valor global da moeda (indicado por um índice de preços ao consumidor, por exemplo) mais indiretamente. Há também uma assimetria envolvida: é mais fácil causar inflação do que deflação. Se o governo aumentar continuamente o preço que quer pagar por cada item que compra, a consequência será, muito provavelmente, aumento de preços de itens vendidos nos mercados privados – resultante simultaneamente de efeitos de demanda (a renda familiar e, portanto, a demanda serão mais altas) e de efeitos de oferta (compradores privados terão de competir em algum grau com o governo por, ao menos, algumas das coisas vendidas). Por outro lado, se o governo baixar seus preços de compra, os vendedores poderiam inicialmente preferir vender para compradores privados (onde for possível). Conforme o dispêndio governamental cai, o fluxo de oferta de moeda fiduciária se reduz,

levando a reservas insuficientes (à medida que tributos sejam pagos). Sendo que o banco central supre as reservas necessárias automaticamente, isso leva a empréstimos no guichê de descontos (e compras no mercado aberto) e eventualmente a pressões do banco central sobre os bancos para reduzir os empréstimos (por exemplo, conforme o banco central "corta" capital). À medida que a renda das famílias é reduzida (porque o dispêndio governamental caiu), o dispêndio privado também cai. Eventualmente, os preços de mercado também declinam à medida que uma deflação se espalha por todo o meio da economia privada. A partir de certo ponto, os preços de compra anunciados do governo tornam-se "competitivos". Assim, embora o mecanismo seja mais complexo que em nosso modelo mais simples, as decisões de precificação do governo ainda afetam o valor do dinheiro.

Em nossa economia mais simples, com moeda fiduciária suprida apenas pelo governo, e sendo o governo o único comprador da produção, é bastante óbvio que tributos guiam moeda, visto que o público demanda moeda somente porque ela pode ser usada em pagamento de tributos. Adicionar mercados de tal forma que moeda fiduciária possa ser usada para comprar bens para consumo privado complica a análise, assim como permitir moeda fornecida por bancos acrescenta outra camada de complexidade. No nível macro, a economia ainda precisa de moeda fiduciária para pagar tributos, com o que ela precisa proporcionar os bens, serviços e ativos desejados pelo governo para obter a moeda aceita pelo governo em pagamento de tributos. O governo pode assim estabelecer os termos em que fornecerá a moeda. No nível micro, entretanto, alguns indivíduos podem ser levados a produzir coisas para vendê-las ao governo e aos mercados privados, para obter a moeda fiduciária necessária para pagar tributos, mas a maioria dos indivíduos procurará moeda com a finalidade de comprar coisas em mercados privados. Além disso, a maioria dos indivíduos aceitará prazerosamente moeda bancária em lugar de moeda fiduciária, visto que é responsabilidade dos bancos e do banco central compensar as contas, no fim, em moeda fiduciária. Assim, quando se olha para o nível micro, não é óbvio que tributos guiam moeda — especialmente moeda bancária — e nem que a política fiscal governamental seja um determinante importante do valor da moeda. Quando se volta para a análise macro, entretanto, a importância de tributos e moeda fiduciária se destaca.

### ESTOQUES REGULADORES PARA ESTABILIZAR PREÇOS

O resultado a que se chega constitui uma proposição política interessante. O governo poderia fixar um preço importante de modo a transmitir maior estabilidade de preços pela estrutura de preços dos bens e serviços. Poderia



mentar então uma política de "estoque regulador" para aquele único preço. Por exemplo, o governo pode estabelecer o preço ao qual a contratar os serviços do trabalho. Suponhamos (como acima) que se o a contratar todo trabalho àquele preço. Cada trabalhador decidirá individualmente quantas horas vai trabalhar; o governo imporá um imposto *capita* para garantir que todos os cidadãos tenham um incentivo a trabalhar moeda fiduciária. O desemprego involuntário seria eliminado porque qualquer um que quisesse trabalhar poderia trabalhar para o governo. O valor da moeda seria estabelecido em termos do preço do trabalho não qualificado: US\$1 por hora. Todos os empregadores privados teriam de pagar ao menos US\$1 por hora de trabalho para atrair trabalhadores (poderia haver alguma possibilidade de um salário abaixo disso para empregos especialmente atraentes no setor privado). Trabalhadores qualificados ganhariam um salário acima de US\$1 por hora (seja trabalhando para empregadores privados, seja para o governo em empregos que requisitassem trabalhadores qualificados); o preço de demanda residual do governo se transformaria no salário vigente por unidade de trabalho não qualificado e homogêneo. Somente em condições de depressão no mercado o trabalho qualificado seria forçado a trabalhar por menos de US\$1 por hora.

O estabelecimento de uma demanda infinitamente elástica por trabalho a um salário residual poderia levar a uma desvalorização ou revalorização da moeda; à medida, entretanto, que o governo deixasse o salário residual em US\$1 por hora, sua política de pleno emprego não geraria inflação (ou desvalorização contínua do dinheiro). Em algum ponto, o governo poderia decidir aumentar o salário residual e dessa forma causar uma desvalorização da moeda. Não há, entretanto, nenhum *trade-off* entre emprego e inflação neste esquema — obtém-se o pleno emprego sem causar inflação.

## CONCLUSÃO

Estes resultados valem, como dissemos, para uma economia muito simples hipotética. É nossa convicção, entretanto, que todos os pontos essenciais sustentam como válidos para uma economia capitalista moderna.

## CONCLUSÕES

Mostramos neste livro que é possível caminhar imediatamente em direção ao pleno emprego (ou desemprego zero), no sentido de que qualquer um que esteja disposto, desejoso e capacitado para trabalhar ao salário anunciado pelo governo será capaz de encontrar um posto de trabalho. Isto é bem diferente do que a maior parte dos economistas denominam de pleno emprego, uma vez que somente o desemprego voluntário permaneceria – isto é, os que preferem permanecer desempregados enquanto procuram outro emprego.

Isto, por certo, também é bem diferente da NAIRU, ou a taxa de desemprego abaixo da qual a inflação se aceleraria. Os economistas normalmente preferem debater se existe ou não, de fato, uma NAIRU e, em caso afirmativo, o que é a NAIRU. Outros preferem afirmar que uma economia sujeita às forças de mercado encontrará naturalmente o equilíbrio no pleno emprego, de modo que todo desemprego é voluntário, visto que se considera que os desempregados se recusam a trabalhar ao salário de mercado – mas não fica claro até que ponto os salários teriam de cair nem quanta desregulação do mercado de trabalho deveria ocorrer antes que a ilusória taxa natural pudesse ser alcançada.

Se, no entanto, se dispuser a atuar como empregador de última instância, contratando qualquer um que se apresente disposto, desejoso e capacitado para trabalhar, ao salário mínimo, um verdadeiro pleno emprego será alcançado com postos de trabalho disponíveis para todos que estejam dispostos, desejosos e capacitados para o trabalho. Como mostramos, o ELR não pode resolver todos os problemas do desemprego (incluindo perda de postos de trabalho altamente remunerados e trabalho abaixo do nível de qualificação); pode, en-

tretanto, estabelecer um sistema de segurança de emprego inclusivo, enquanto os economistas e gestores públicos discutem sobre os melhores métodos de resolver os outros problemas do emprego.

Uma vez implantado o ELR, o governo não precisará mais confiar no desemprego para estabilizar os preços. Ao contrário, o instrumento da estabilização do principal preço será a âncora de preços proporcionada pelo salário do ELR. Isto não significa que o governo deva abandonar os demais instrumentos macroeconômicos. Política fiscal anticíclica e política monetária, por exemplo, podem ainda ser usadas, caso se queira, para tentar manipular a demanda do setor privado (e as dimensões do *pool* do ELR) com o objetivo de alcançar maior estabilidade de preços. Também seria possível incluir políticas de renda, variando do salário rígido e do controle de preços a negociações salariais centralizadas. Embora não endosseemos necessariamente estes esquemas, não há nada em nossa proposta que exclua tais políticas.

Se a âncora salarial do ELR não atingir o grau de estabilidade de preços desejado, o governo pode ajustar o dispêndio, os tributos e as taxas de juros — mas, em vez de levar o desemprego a flutuar, isto levará as dimensões do *pool* do ELR a se modificar de maneira anticíclica. Na verdade, acreditamos que o programa de ELR reforçará a eficácia das políticas de demanda agregada tradicionais, precisamente porque se baseia em um estoque regulador de emprego e não em um exército de reserva de desempregados.<sup>1</sup> Nossa preferência pelo ELR em relação ao desemprego, portanto, não decorre apenas do fato de que é mais humano oferecer emprego, mas também de que é mais eficaz como meio de estabilizar os preços.

A razão para isso é que os trabalhadores do ELR podem manter e ampliar seu estoque de capital humano, enquanto o capital humano de um desempregado se deteriora rapidamente. Além disso, se o programa estiver funcionando, os trabalhadores do ELR darão uma contribuição positiva ao produto potencial da nação — elevando a produtividade dos setores público e privado e baixando os custos do setor privado. Pelo menos alguns dos custos do desemprego seriam reduzidos (as taxas de criminalidade, por exemplo, poderiam cair). Parece óbvio, de qualquer forma, que é preferível pagar as pessoas para se apresentarem para trabalhar do que pagá-las para ficarem em casa. O único argumento que pode ser apresentado em favor do uso do desemprego, em vez do emprego do ELR, para estabilizar preços, parece estar baseado na crença de que o exército de reserva de desempregados é um instrumento melhor para disciplinar a força de trabalho. Isto é inverossímil. Com o ELR, não somente os trabalhadores mantêm e reforçam seu capital humano, como demonstrarão diariamente sua disposição para o trabalho.

Além disso, podem apresentar a potenciais empregadores seus registros de emprego no ELR, incluindo algum treinamento ou educação recebidos. Embora seja verdade que os trabalhadores do setor privado possam ser estimulados pela disponibilidade de emprego no ELR a atitudes mais combativas, os empregadores também podem usar a legítima ameaça de substituir os trabalhadores obstinados por trabalhadores do ELR. É difícil acreditar que a ociosidade forçada produza melhores trabalhadores potenciais que os que seriam produzidos por um programa de ELR, ainda que limitadamente implementado.

Mostramos, neste livro, que é possível implementar o ELR. Nossos argumentos, no entanto, não se basearam em estimativas cuidadosas dos custos do programa nem no cálculo de receitas e gastos do governo federal, mas, ao contrário, no desenvolvimento de uma visão alternativa sobre a natureza do dinheiro moderno, baseada no enfoque do dinheiro e no enfoque das finanças funcionais de Abba Lerner para o dispêndio do governo. Mostramos que o governo pode "dar-se ao luxo" de adquirir qualquer coisa que esteja à venda, em termos do dinheiro do próprio governo. Isto significa que nem os tributos nem a venda de títulos são necessários para financiar os gastos governamentais. A imposição de tributos gera uma oferta de bens, serviços e ativos, pelo setor privado, ao governo, com a finalidade de obter o que é necessário para pagar os tributos – moeda fiduciária. A venda de títulos é, na verdade, parte da política monetária, drenando o excesso de reservas ao proporcionar uma alternativa rentável à moeda fiduciária, que não rende juros.

Mostramos também que o desemprego é a evidência de que o déficit do governo está muito pequeno, ou de que a poupança líquida desejada do setor privado está mais alta do que a poupança líquida efetiva (termos estes definidos no Capítulo 4). Sempre que houver desemprego, o déficit poderá ser aumentado. O perigo no passado era que estes estímulos "keynesianos" poderiam causar inflação, ao criarem mercados de trabalho limitados. Isto porque as políticas keynesianas induzem as firmas do setor privado a "contratar no topo", isto é, a competir pelos trabalhadores mais desejáveis. Somente níveis de demanda agregada muito elevados poderiam induzir o setor privado a "contratar embaixo" – o que explica por que a inflação se estabelecia antes que os desempregados crônicos pudessem encontrar emprego. Em contraste, o programa de ELR destina-se a "contratar embaixo", acolhendo os trabalhadores de que o setor privado não necessita. Em períodos de demanda agregada elevada, o *pool* do ELR encolhe, à medida que o setor privado acolhe os trabalhadores mais desejáveis; isto reduz automaticamente o déficit

do governo, de modo que ele permanece alinhado com a poupança líquida desejada do setor privado. Em períodos de demanda agregada declinante, o *pool* do ELR cresce, aumentando o déficit do governo ao mesmo tempo em que a poupança líquida desejada do setor privado se eleva. Isto amortece a queda da demanda agregada. Ademais, à medida que o *pool* do ELR cresce, sua produtividade média aumenta (visto que os trabalhadores de mais alta produtividade se movem dos empregos do setor privado para os do ELR). As firmas podem dirigir-se ao *pool* do ELR para procurar pelos trabalhadores mais desejáveis, que podem ser obtidos acrescentando-se uma margem ao salário do ELR. Como foi dito, se as flutuações automáticas do *pool* do ELR não forem consideradas suficientes, podem ser suplementadas com políticas tradicionais de administração de demanda (embora não sejamos necessariamente a favor disto). Se o *pool* encolher demais, o governo pode apertar a política fiscal e/ou a política monetária para desacelerar a demanda; se o *pool* se amplia demais, o governo pode estimular a demanda.

É possível, naturalmente, que nossa análise não esteja correta, sendo assim conveniente examinar as possíveis consequências. O que ocorreria se o ELR se tornasse mais inflacionário que o sistema atual? Ou seja, se o exército de reserva de desempregados fosse realmente mais eficaz como estoque regulador do que o ELR parece ser? Como já dissemos, a implementação do ELR não exclui o uso dos meios tradicionais de controle de preços, inclusive a administração anticíclica da demanda, nem de políticas de renda. Se o *pool* do ELR não for tão eficaz quanto o desemprego para estabilizar os salários, o número de trabalhadores no *pool* terá de ser maior que o número de desempregados, de modo a ter o mesmo efeito de deprimir salários. Isto, por sua vez, exigirá maior amplitude nas oscilações do orçamento do governo (ou, presumivelmente, oscilações maiores da taxa de juros). Se seis milhões de desempregados são necessários para a estabilidade de preços, talvez oito milhões de trabalhadores no ELR sejam necessários. Duas questões vêm à cabeça: é melhor ter, digamos, seis milhões de desempregados ou oito milhões de empregados no ELR? E qual é o impacto orçamentário de um *pool* maior? Acreditamos que a resposta à primeira pergunta seja óbvia, a menos que os problemas de administração ou supervisão sejam insuperáveis (veja abaixo). E, se nosso enfoque das finanças funcionais estiver correto, a segunda questão é pouco importante.

O que ocorrerá se estivermos errados em nosso entendimento do dinheiro e em nossa análise do orçamento do governo? Neste caso, devemos assumir que o programa de ELR custará muito. Nossas estimativas grosseiras colocam o custo líquido em US\$50 bilhões para os Estados Unidos, o que está de

acordo com outras estimativas, incluindo as de Gordon (1997) e de Harvey (1989). Embora a análise de Harvey tenha sido muito mais cuidadosa que a nossa, é possível que os custos de administração, supervisão e capital e equipamentos provem ser muito mais altos do que qualquer um tenha imaginado. Vamos supor que o custo líquido real será três ou quatro vezes maior, de modo que o ELR adicionará de US\$150 a US\$200 bilhões ao orçamento do governo norte-americano. Nenhum economista sério diria que isto não é possível, mesmo em uma análise convencional. O orçamento norte-americano está projetado para incorrer em superávits nos próximos anos, de modo que o ELR apenas restabeleceria um pequeno déficit, medido como relação entre o orçamento do governo e o PIB, ou os déficits que eram comuns sob as administrações de Reagan e Bush.

Devemos reconhecer, entretanto, que a análise pode ser diferente para países que já tenham desemprego alto, associado a elevados déficits, tal como em alguns países europeus. Por outro lado, estes países têm, normalmente, benefícios mais generosos para o desemprego, de modo que o custo líquido da substituição do desemprego pelo emprego no ELR pode não ser tão alto a ponto de alterar significativamente a relação entre o déficit e o PIB. Em algum grau, pelo menos, os déficits elevados resultam do lento crescimento e do alto desemprego. Se o ELR puser as pessoas para trabalhar e estimular a demanda privada suficientemente, é possível, talvez mesmo provável, que os déficits caiam. Devemos admitir, no entanto, que o ELR se torna um programa difícil de vender, exceto em casos especiais, a menos que se entendam os princípios das finanças funcionais e da moeda cartal.

O que ocorreria se houvésemos errado seriamente no cálculo do número de pessoas que aceitaría empregos no ELR? Se os economistas que aceitam o enfoque da taxa natural estiverem corretos, poucos dos que estão desempregados, oficialmente ou não, se apresentarão ao ELR, pois estariam, na verdade, voluntariamente desempregados. Se isto ocorrer, teríamos superestimado os custos do programa, tanto quanto a capacidade de estabilizar salários do *pool* do estoque regulador. Se quisermos, o *pool* poderia ser expandido, desacelerando-se a demanda agregada. Em qualquer caso, seria difícil opor-se ao programa (visto que seu impacto seria ínfimo se ninguém, virtualmente, se apresentasse para trabalhar), exceto por alguma questão de princípio. Por outro lado, é possível que muito mais do que oito milhões de pessoas demandem empregos. Isto significaria que as estimativas de desemprego oficiais, e mesmo as não oficiais, são muito baixas, indicando que o desperdício de recursos humanos é muito maior do que se acreditava previamente e que o custo, em termos de desemprego, para se manter a inflação sob controle



é muito mais alto do que se supunha. ELR combinado com incentivos fiscais e monetários seriam a política recomendada para reduzir este desperdício. Novamente, se 12 milhões de trabalhadores aceitarem os empregos no ELR, não haverá nenhum perigo de que isto leve o governo à bancarrota, mesmo em uma análise convencional.

As objeções freqüentes à implementação de um programa de ELR incluem a dificuldade de se administrar o programa, de supervisionar os trabalhadores e de se encontrar trabalho suficiente para os trabalhadores do ELR realizarem. Estas objeções lembram o clima intelectual que dominou a Grã-Bretanha, no final dos anos 1920, e os Estados Unidos, no início dos anos 1930. Keynes (com Hubert Henderson) escreveu um panfleto para apoiar Lloyd George nas eleições gerais de 1929, com uma plataforma que propunha reduzir o desemprego por meio do dispêndio governamental. Ele fustigava a oposição:

A crença conservadora de que existe alguma lei da natureza que impede as pessoas de conseguir emprego, de que é "imprudente" empregar pessoas e financeiramente "saúdável" manter um décimo da população na ociosidade por um período indefinido é totalmente inverossímil – o tipo de coisa em que nenhum homem poderia acreditar se não tivesse a cabeça entulhada de idéias insensatas durante anos e anos.

As objeções que são levantadas são, em sua maior parte, não as objeções da experiência da prática dos homens. Elas se baseiam em teorias altamente abstratas – invenções acadêmicas veneráveis, pouco entendidas por quem as está aplicando atualmente, e baseadas em hipóteses contrárias aos fatos (...)

Nossa principal tarefa, portanto, será a de confirmar o instinto do leitor: o que *parece* sensato é sensato, e o que *parece* insensato é insensato. Tentaremos mostrar-lhe que se novas formas de emprego são oferecidas, mais homens serão empregados, e esta é uma conclusão tão óbvia quanto parece, não contendo nenhuma armadilha oculta; colocar os desempregados para trabalhar em tarefas úteis terá as conseqüências que parece que deveria ter, ou seja, aumenta a riqueza nacional; e a noção de que, por tortuosas razões, vamos nos arruinar financeiramente se usarmos esses meios para aumentar nosso bem-estar é o que parece ser – um fantasma. (Keynes 1972, p. 90-92)

Àqueles que duvidavam de que poderia ser encontrado trabalho suficiente para empregar todos os desempregados, Keynes respondia:

Há inúmeros esquemas arquivados nas repartições do governo, produto dos cérebros mais ativos e progressistas do país, que precisam apenas ser pescados para proporcionar uma grande quantidade de empregos, amplamente distribuídos em modalidades e localidades.

Tão logo tenhamos uma nova atmosfera de trabalho, em vez desta, de sufocante negação, os cérebros de todo mundo ficarão ocupados e haverá massas de propostas, o preciso caráter que seria impossível especificar de antemão. (Ibid, p. 99)

É muito difícil levar a sério a afirmativa de que é impossível encontrar trabalho suficiente para oito milhões de novos trabalhadores. Como disse Keynes, pudermos desanuviar a atmosfera de sufocante negação, pensaremos em formas para eles fazerem que melhorarão a qualidade de vida. E não há motivo para limitarmos nossos pensamentos aos inumeráveis esquemas arquivados e repartições do governo; ao contrário, podemos incluir os "milhares de pontos de luz" proporcionados por nossas não-lucrativas organizações voluntárias. A descentralização também é um importante caminho para manter ministráveis os custos e os problemas de organização e supervisão.<sup>2</sup> Assim como uma atmosfera de trabalho nos ajudará a relacionar coisas para fazer, a também nos ajudará a encontrar os meios de fazê-las.

Temos ainda de examinar a viabilidade política do programa. Por um lado, a defesa do emprego pelo governo e do gasto deficitário vai de encontro a teorias altamente abstratas e instituições veneráveis, que têm comandado a política no mundo ocidental por muitos anos. Por outro lado, um programa que favoreça o emprego contra o desemprego, a produção contra o desperdício e o salário contra a esmola teria apelo no clima intelectual de hoje.

Além disso, não há nada em nossa proposta que seja contrário à ideologia do livre mercado; na verdade, em alguns importantes aspectos, ela reduz, ou poderia reduzir, a intervenção do governo. Primeiro, não haveria necessidade de uma legislação sobre o salário mínimo. Segundo, se nos basearmos no salário do ELR e no estoque regulador para ajudar a estabilizar preços, não haverá necessidade de freqüentes mudanças nas taxas de juros como política monetária reativa a novas pressões inflacionárias. Talvez mais importante, se o ELR ajudar a estabilizar os preços, poderia não ser necessário usar discricionariamente a política fiscal de modo anticíclico. Em certo sentido, com o ELR estabelecido, será o setor privado, mais do que o governo, que determinará as dimensões do déficit governamental (ao determinar o número de trabalhadores que o setor privado não quer). Terceiro, com o ELR estabelecido, haveria menos pressão sobre as firmas para manter trabalhadores indesejados, em face do avanço tecnológico ou da concorrência externa. Finalmente, se nossa análise estiver correta, os preços serão mais estáveis com o ELR do que foram no passado — o que seria um apelo para muitos grupos na sociedade.

Ao mesmo tempo, o programa teria um apelo para os que estão envolvidos com o desemprego. Embora admitamos que o ELR, sozinho, não pode resolver todos os problemas do desemprego — especialmente o problema do "aviltamento" dos profissionais de renda elevada, altamente qualificados (que provavelmente não poderiam evitar a bancarrota se tentassem viver com o salário do ELR) —, acreditamos que ele atinge o mais importante problema



do desemprego, que é a falta de oportunidades de trabalho para o trabalhador com relativamente baixas qualificação e formação educacional, que permanece longamente desempregado e é freqüentemente excluído da força de trabalho. Acreditamos que este é um problema sério, mesmo nos Estados Unidos, e que não é capturado em estatísticas oficiais de desemprego (ver abaixo).

O programa também terá um apelo para os que acreditam que há muito o que fazer para elevar os padrões de vida, a riqueza nacional e a qualidade geral de vida. Muitos projetos proveitosos, que não são lucrativos ou para os quais não há disponibilidade de recursos, poderão ser empreendidos. Isto poderia incluir provisão de serviços públicos, preservação ambiental e restauração de infra-estrutura pública.

Permanece a questão do "por que agora?". Ou, melhor ainda, "onde o ELR deve ser tentado primeiro?". Muitos questionariam a viabilidade política de um programa de ELR nos Estados Unidos, que aparentemente alcançaram alto nível de emprego e preços estáveis, pretensamente baseados nas forças de mercado. Poderia ser mais realista propor um programa assim em um país com alto nível de desemprego ou com alta inflação (ou, melhor ainda, com ambas). Talvez um país desesperado, como a Indonésia ou a Coreia do Sul, esteja mais disposto a experimentar o que parece ser, na superfície, uma mudança radical. Ou países como a França e a Espanha, com elevado nível de desemprego a longo prazo. O problema em tentar implementar o programa em países europeus, que se tornarão parte da UME, é que rapidamente perderão o poder de criar individualmente moeda fiduciária (e, portanto, ficarão limitados em sua capacidade de endividamento). Por outro lado, como Kregel (1998b) afirma, a UE poderia implementar um amplo programa de ELR fundado pelo BCE. Os dois principais impedimentos à implementação do ELR em países com alto desemprego são, primeiro, que os elevados custos líquidos do programa afugentarão todos os que não entenderem os princípios das finanças funcionais e, segundo, que seriam levantadas, por seus oponentes, questões relativas aos problemas de organização e supervisão, associados ao desenvolvimento de um novo programa que poderia empregar 10 ou 20 ou até mesmo 30% da população. Por este motivo, seria na verdade mais viável politicamente propor o programa primeiro em um país com desemprego relativamente baixo.

E isto não é tão difícil de justificar como poderia parecer. Se é verdade que os Estados Unidos estão atualmente desfrutando de uma "nova economia", com os mais baixos índices de inflação e desemprego em décadas, e se é verdade que este é o melhor desempenho que pode ser esperado de uma "economia de livre mercado", isto significa que mais de seis milhões de pessoas

estão oficialmente desempregadas (e muitas mais desempregadas não oficialmente) no melhor de todos os mundos possíveis. Não importa como se encare este fato, ele é um tremendo desperdício de recursos que não pode ser tolerado sem uma justificativa muito forte. As principais justificativas oferecidas em defesa do desemprego são que os desempregados involuntariamente ajudam a combater a inflação e, mais geralmente, ajudam a manter a disciplina da força de trabalho (os voluntariamente desempregados pouco ajudariam em qualquer dos dois aspectos). Como mostramos, no entanto, o *pool* do ELR ajuda a estabilizar os preços e disciplina a força de trabalho, ao oferecer aos empregadores a oportunidade de contratar no *pool* e não nas fileiras dos desempregados – o que acreditamos ser muito mais eficaz em relação a ambos os pontos.

Além disso, acreditamos que os dados do desemprego oficial mascaram a extensão do problema do desemprego – especialmente nas faixas inferiores do *continuum* de qualificações. Nos Estados Unidos, por exemplo, aproximadamente 17% da população não institucional, acima de 25 anos, não terminou o nível médio, e outros 34% terminaram o nível médio, mas não chegaram à universidade; em contraste, 25% alcançaram a universidade, mas não obtiveram diploma, e 25% possuem um diploma universitário (Ritter, 1998, p. 1). A relação empregados-população durante os quatro primeiros meses de 1998, para cada um destes grupos, era de 39,6%, 52,9%, 72,3% e 78,7%, das faixas de formação educacional mais baixas para as mais altas. Destes dados, fica claro que o nível educacional (que é uma aproximação para o nível de qualificação) é um importante determinante da probabilidade de se conseguir emprego.

Além disso, embora a relação empregados-população para graduados em universidades seja o dobro da dos excluídos do ensino médio, “as taxas de desemprego produzem um quadro menos dramático, variando de 7,1% para os que não terminaram o ensino médio a apenas 1,9% para os que possuem diploma universitário” (ibid.) Em outras palavras, a vasta maioria dos excluídos das escolas de nível médio, que não possui emprego, está simplesmente fora da força de trabalho, e não desempregada.

Como discutimos no Capítulo 6, é impossível imaginar quantas pessoas seriam introduzidas na força de trabalho se o ELR fosse implementado com oportunidade universal de emprego, mas é provável que as relações empregados-população deva crescer quando a oferta de empregos aumentar. Se a relação empregados-população dos excluídos do ensino médio e dos graduados chegasse a um valor próximo da relação atingida pelos que possuem diploma universitário, cerca de 25 milhões de trabalhadores adicionais estariam contri-



## → TRABALHO E MOEDA HOJE

buindo para a produção de riqueza nacional – número superior aos seis milhões de desempregados oficiais (Pigeon e Wray, 1998).

Os Estados Unidos podem, realmente, se dar ao luxo de possuir não apenas milhões de pessoas oficialmente desempregadas, mas mais de 30 milhões de adultos não idosos que estão atualmente fora da força de trabalho? Diferentemente do orçamento do governo, este desperdício de recursos é um ônus real. Podemos descortinar uma verdadeira “nova economia” na qual todos os que estejam disponíveis, desejosos e capacitados para o trabalho tenham uma oportunidade real de contribuir para a sociedade?

# ✦ REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS ✦

- ADAMS, John. AFEEMAIL, 27 jan. 1998.
- ANGEL, Norman. *The Story of Money*. New York: Frederick A. Stokes, 1929.
- ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm. Prospects for the Single European Currency and some Proposals for a New Maastricht. POST KEYNESIAN WORKSHOP, 5., 1998, Knoxville, Tennessee, 25 jun.-1 jul. 1998. Trabalho apresentado.
- ASCHAUER, David Alan. Public Capital and Economic Growth: Issues of Quantity, Finance, and Efficiency. *Working Paper*, Annandale-on-Hudson, NY: Jerome Levy Economics Institute, n. 233, abr. 1998.
- ASTON, Philip C.H.E. *The Brenner Debate, Agrarian Class Structure and Economic Development in Pre-Industrial Europe*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.
- BANK OF CANADA. *Monetary Policy Report: Summary*. Disponível em <<http://www.bank-banque-canada.ca/english/mprsum.htm>>. Acesso em maio 1997. p. 1-4.
- BELL, Stephanie. How the Government Really Spends: A Balance Sheet Approach. Manuscrito, 1998.
- BERNANKE, Ben S. Bankruptcy, Liquidity, and Recession. *American Economic Association Papers and Proceedings*, v. 71, n. 2, p. 155-159, maio 1981.
- BLINDER, Alan; STIGLITZ, Joseph. Money, Credit Instruments, and Economic Activity. *American Economic Association Papers and Proceedings*, v. 73, n. 2, p. 297-308, maio 1983.

- BOULDING, Kenneth. *A Reconstruction of Economics*. New York: John Wiley&Sons, 1950.
- BOWEN, William G.; DAVIS, Richard G.; KORT, David H. The Public Debt: A Burden on Future Generations? *American Economic Review*, n. 50, p. 701-706, 1960.
- \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. The Distribution of the Debt Burden: A Reply. *The Review of Economics and Statistics*, n. 44, p. 98-99, 1962.
- BRAUDEL, Fernand. *The Wheels of Commerce: Civilization and Capitalism, 15<sup>th</sup>-18<sup>th</sup> Century*. New York: Harper&Row, 1982.
- BROTHWELL, John F. Unemployment. In: HODGSON, Geoffrey M.; SAMUELS, Warren J.; TOOL, Marc R. (ed.). *The Elgar Companion to Institutional and Evolutionary Economics L-Z*. Aldershot: Edward Elgar, 1994. p. 357-362.
- BRUNNER, Karl. The Role of Money and Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 50, n. 7, p. 9-24, jul. 1968.
- CALOMIRIS, Charles R.; HUBBARD, Glenn; STOCK, James H. The Farm Debt Crisis and Public Policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, v. 2, p. 441-479, 1986.
- CAMERON, Rondo (ed.). *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*. New York: Oxford University Press, 1967.
- CANNAN, Edwin. The Application of the Theoretical Apparatus of Supply and Demand to Units of Currency. *Economic Journal*, n. 31, p. 453-462, 1921. (Reeditado in: LUTZ, Friedrich A.; MINTS, Lloyd W. (ed.). *The American Economic Association. Readings in Monetary Theory*. New York e London: Garland Publishing, 1983. p. 3-13. [Originalmente distribuido por The Blakiston Company, New York, Philadelphia and Toronto, 1951]).
- CAVANAUGH, Francis X. *The Truth about the National Debt: Five Myths and One Reality*. Boston, MA: Harvard Business School Press, 1996.
- CLINTON, Kevin. Implementation of Monetary Policy in a Regime with Zero Reserve Requirements. *Bank of Canada Working Paper*, p. 97-98, abr. 1997.
- COLANDER, Davi. Functional Finance. In: CATE, Thomas; HARCOURT; COLANDER, Geoff; David C. (ed.). *An Encyclopaedia of Keynesian Economics*. Cheltenham, UK, e Brookfield, US: Edward Elgar, 1997. p. 201-204.
- COOK, R. M. Speculation on the Origins of Coinage. *Historia*, n. 7, p. 257-262, 1958.
- CRAWFORD, M. Money and Exchange in the Roman World. *Journal of Roman Studies*, v. 60, p. 40-48, 1970.
- DAVIDSON, Paul. *Money and the Real World*. London: Macmillan, 1978.

- DAVIES, Glyn. *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day*. Cardiff: University of Wales Press, 1997.
- DELEPLACE, Ghislain; NELL, Edward J. (ed.). *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*. New York: St Martin's Press, 1996.
- EPSTEIN, Gene. A Free-Market Guru's Immodest Proposal: Billions in Tax Breaks to Help the Poor. *Barron's*, p. 65, out. 1997.
- FORSTATER, Mathew. Selective Use of Discretionary Public Employment and Economic Flexibility. POST KEYNESIAN WORKSHOP, 5., 1998, Knoxville, Tennessee, 25 jun.-1 jul. 1998. Trabalho apresentado.
- GALBRAITH, James K. Dangerous Metaphor: The Fiction of the Labour Market. *Public Policy Brief*. Annandale-on-Hudson, NY: Jerome Levy Economics Institute, n. 36, 1997.
- GINSBURG, Helen. *Full Employment and Public Policy*. The United States and Sweden. Lexington, MA: Lexington Books, 1983.
- GODLEY, Wynne. Curried MEU – the meal that fails to nourish. *Observer*, n. 31, p. 2, ago. 1997. Business.
- GOODHART, C. A. E. *Money, Information and Uncertainty*. Cambridge, MA: The MIT Press, 1989.
- . The Two Concepts of Money, and the Future of Europe. Manuscripto, 1996.
- GOODHART, Charles. *One Government, One Money. Prospect*. Disponível em: <[http://www.prospect-magazine.co.uk/highlights/one\\_gov\\_one/index.html](http://www.prospect-magazine.co.uk/highlights/one_gov_one/index.html)>. Acesso em abr. 1997. p.1-3.
- GORDON, Wendell. Job Assurance – the Job Guarantee Revisited. *Journal of Economic Issues*, v. 31, p. 826-834, set. 1997.
- GRIERSON, Philip. Money and Coinage under Charlemagne. In: BRAUNFELS, W. *Karl der Grosse*. Dusseldorf, 1965, v. 1, p. 501-536. (Reeditado em *Dark Age Numismatics*, cap. XVIII, p. 530-533.)
- . *The Origins of Money*. London: The Athlone Press, 1977.
- . *Numismatics*. London: Oxford University Press, 1975.
- . *Dark Age Numismatics*. London: Variorum Reprints, 1979.
- HARVEY, Philip. *Securing the Right to Employment*. Princeton: Princeton University Press, 1989.
- HEILBRONER, Robert; BERNSTEIN, Peter. *The Debt and the Deficit*. New York: W.W. Norton, 1989.

- HEINSOHN, Gunnar; STEIGER, Otto. *Private Property, Debts and Interest or: The Origin of Money and the Rise and Fall of Monetary Economics*. Naples, Italy: University of Bremen, 1983.
- HOPPE, Goran; LANGTON, John. *Peasantry to Capitalism: Western Ostergotland in the Nineteenth Century*. New York: Cambridge University Press, 1994.
- HUDSON, Michael. Bronze Age Finance, 2500-1200. Manuscrito, 1988.
- ILIFFE, John. *The African Poor: A History*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.
- INNES, A. Mitchell. What is Money. *Banking Law Journal*, p. 377-408, maio 1913.
- KALDOR, N. *The Scourge of Monetarism*. London: University Press, 1985
- KEYNES, John Maynard. *A Treatise on Money*. New York: Harcourt, Brace & Company, (1930) 1976. v. 1 e 2.
- \_\_\_\_\_. *The General Theory*. New York: Harcourt-Brace-Jovanovich, 1964.
- \_\_\_\_\_. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. London e Basingstoke: Macmillan/St. Martin's Press, 1972. v. IX: *Essays in Persuasion*, editado por Donald Moggridge.
- \_\_\_\_\_. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. London e Basingstoke: Macmillan/Cambridge University Press, 1973. v. XIV: *The General Theory and After, Part II: Defence and Development*, editado por Donald Moggridge.
- \_\_\_\_\_. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. London e Basingstoke: Macmillan/Cambridge University Press, 1980. v. XXVII: *Activities 1940-46, Shaping the Post-war World: Employment and Commodities*, editado por Donald Moggridge.
- \_\_\_\_\_. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. London e Basingstoke: Macmillan/Cambridge University Press, 1983. v. XI: *Economic Articles and Correspondence, Academic*, editado por Donald Moggridge.
- KNAPP, George Friedrich. *The State Theory of Money*. Clifton, NY: Augustus M. Kelley, (1924)1973.
- KRAAY, C. M. Hoards, Small Change and the Origin of Coinage. *Journal of Hellenic Studies*, v. 84, p. 76-91, 1964.
- KREGEL, Jan A. East Asia is not Mexico: The Difference between Balance of Payments Crises and Debt Deflations. *Working Paper*, Annandale-on-Hudson, NY: Jerome Levy Economics Institute, n. 235, maio 1998.
- \_\_\_\_\_. Price Stability and Full Employment as Complements in a New Europe. In: POST KEYNESIAN WORKSHOP, 5., 1998, Knoxville, Tennessee. 25 jun.-1 jul. 1998. Trabalho apresentado.

- LERNER, Abba. Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research*, v. 10, p. 38-51, 1943.
- . Money as a Creature of the State. *American Economic Review*, v. 37, n. 2, p. 312-317, maio 1947.
- . The Burden of the Debt. *Review of Economics and Statistics*, v. 43, p. 139-141, 1961.
- LERNER, Eugene M. The Monetary and Fiscal Programs of the Confederate Government, 1861-1865. *Journal of Political Economy*, v. 62, p. 506-522, 1954.
- LEYS, Colin. *Underdevelopment in Kenya*. Los Angeles: University of California Press, 1975.
- MACDONALD, George. *The Evolution of Coinage*. Cambridge e New York: University Press, G. P. Putnam's Sons, 1916.
- MAGUBANE, Bernard. *The Political Economy of Race and Class in South Africa*. New York: Monthly Review Press, 1979.
- MANKIW, Gregory. Alan Greenspan's Tradoff. *Fortune*, v. 8, p. 36, dez. 1977.
- MARX, Karl. *Capital*. Chicago: Charles H. Kerr and Company, 1909. v. 3.
- MAYER, Martin. The Asian Disease: Plausible Diagnoses, Possible Remedies. *Working Paper*, Annandale-on-Hudson, NY: Jerome Levy Economics Institute, n. 232, abr. 1998.
- MCINTOSH, Marjorie K. Money Lending on the Periphery of London, 1300-1600. *Albion*, v. 20, n. 4, p. 557-571, inverno 1988.
- MEULENDYKE, Anne-Marie. US Monetary Policy and Financial Markets. New York: Federal Reserv Bank of New York, 1989.
- MINSKY, Hyman P. *Stabilizing and Unstable Economy*. New Haven, CT: Yale University Press, 1986.
- . Securitization. Washington University, set. 1987. Mimeo.
- MITCHELL, William F. Unemployment and Inflation: A Demand Side Focus. In: PKT SEMINAR, 1997. Disponível em <<http://csf.colorado.edu/authors/Mitchell.bill/title.html>>. Acesso em: abr. 1997
- ; MARTIN J. Watts. The Path to Full Employment. University of Newcastle, nov. 1997. Manuscrito.
- MONTADOR, Bruce. The Implementation of Monetary Policy in Canada. *Canadian Public Policy-Analyse de Politiques*, v. 21, n. 1, p. 107-120, mar. 1995.
- MOORE, Basil J. *Horizontalists and Verticalists*. The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
- MOSLER, Warren. *Soft Currency Economics*. 3. ed. West Palm Beach, FL. Disponível em: <<http://www.warrenmosler.com>>, 1995. (Publicação própria).



- \_\_\_\_\_. Full Employment and Price Stability. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 20, n. 2, p. 167-182, inverno 1997-1998
- \_\_\_\_\_; MATHEW Forstater. A General Analytical Framework for the Analysis of Currencies and Other Commodities, verão 1988. Manuscrito.
- MUNROE, John H. Bullionism and the Bill of Exchange in England, 1272-1663: A Study in Monetary Management and Popular Prejudice. *The Dawn of Modern banking*. Center for Medieval and Renaissance Studies, University of California, Los Angeles. New Haven e London: Yale University Press, 1979. p. 169-239.
- NEALE, Walter C. *Monies in Societies*. The University of Tennessee. San Francisco, CA: Chandler & Sharp, 1986.
- PAPADIMITRIOU, Dimitri; PHILLIPS, Ronnie; WRAY, L. Randall. A Path to Community Development: The Community Reinvestment Act, Lending Discrimination, and the Role of Community Development Banks. *Public Policy Brief*, New York: Annandale-on Hudson, Jerome Levy Economics Institute, n. 6, 1993.
- \_\_\_\_\_; WRAY, L. Randall. Targeting Inflation: The Effects of Monetary Policy on the CPI and its Housing Component. *Public Policy Brief*, New York: Annandale-on Hudson, Jerome Levy Economics Institute, n. 27, 1996.
- PHELPS, Edmund S. *Rewarding Work*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1997.
- PIGEON, Marc-Andre; WRAY, Randall L. Did the Clinton Rising Tide Raise all Boats? *Public Policy Brief*, Annandale-on-Hudson, NY: Jerome Levy Economics Institute, 1998.
- REDISH, Angela. Coinage, Development of. In: EATWELL, John; MILLGATE, Murray; NEWMAN, Peter (ed.). *The New Palgrave*. New York: W.W. Norton, 1987. p. 376-7.
- RITTER, Joseph A. School and Work. *National Economic Trends*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, p. 1, jun. 1998.
- RODNEY, Walter. *How Europe Underdeveloped Africa*. Washington, DC: Howard University Press, 1974.
- ROUSSEAS, Stephen. *Post Keynesian Monetary Economics*. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1986.
- SAMUELSON, Paul A. *Economics*. 9. ed. New York: McGraw-Hill, 1973.
- SCHUMPETER, J. A. *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.

136. Adam. *The Wealth of Nations*. New York: The Modern Library, 1937. The Cannan Edition.
137. JLE, Donald R.; CANTOR, Jeffrey A. *The Public Debt of the United States: A Historical Perspective 1775-1990*. New York: Praeger, 1991.
138. JETER, Sharon. *Migrant Laborers*. New York: Cambridge University Press, 1985.
139. GLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, v. 71, n. 3, p. 393-410, jun. 1981.
140. LUDENSKI, Paul; KROOS, Herman E. *Financial History of the United States: Fiscal, Monetary, Banking, and Tariff, Including Financial Administration and State and Local Finance*. New York: McGraw-Hill, 1963.
141. THOMAS, Clive Y. *The Rise of the Authoritarian State in Peripheral Societies*. London, Monthly Review Press, 1984.
142. OLSON, James. *Essays in Economics*. Cambridge, MA: The MIT Press, 1987. v. 1: *Macroeconomics*.
143. ———. *Money, Credit, and Capital*. Boston, MA: Irwin McGraw-Hill, 1998.
144. KOCUREY, William. A Trans-Keynesian Manifesto (Thoughts about an Asset-based Macroeconomics). *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 19, n. 4, p. 495-510, verão 1977.
145. RAY, L. Randall. *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*. Aldershot, UK e Bookfield, US: Edward Elgar, 1990.
146. ———. The Origins of Money and the Development of the Modern Financial System. *Working Paper*, Annadale-on-Hudson, NY: Jerome Levy Economics Institute, n. 86, mar. 1993.
147. ———. Government as Employer of Last Resort: Full Employment without Inflation. *Working Paper*, Annadale-on-Hudson, NY: Jerome Levy Economics Institute, n. 213, 1977.

# • ÍNDICE •

## • A •

apocêntrico 45-47, 49, 57  
 ativos 23, 31, 33, 54, 90, 97, 99, 100, 101,  
 104, 108, 119, 131-137, 142, 178, 185,  
 190, 191, 194, 196, 204, 211, 221, 229,  
 233, 234  
 ativos dos bancos 97, 142  
 ativos financeiros 99, 101, 211, 229

## • B •

Babilônia 61, 68  
 banco 11, 24, 32, 38-40, 46-48, 53-56, 59,  
 66, 86, 87, 97, 98, 101, 106, 120, 123-  
 127, 129-131, 135, 137, 139, 141, 142,  
 185-187, 190, 191, 194, 195, 209, 212-  
 214, 218, 221, 223, 233  
 banco central 20, 21, 37, 48-56, 58, 93,  
 96-99, 101, 104, 106, 107, 110, 112,  
 114, 117-119, 122, 125-128, 131, 133-  
 136, 138, 141, 142, 175, 186-189, 193,  
 194, 196, 209-211, 220-222, 234  
 banco comercial 212  
 Banking School 53  
 base 23, 27, 32, 45, 46, 53, 55, 60, 61, 96,  
 101, 118, 123, 124, 127, 128, 129, 130,  
 132, 140, 175, 211, 215, 223, 228

## • C •

caixa 32, 47, 51, 61, 62, 98, 108, 124, 125,  
 131, 134, 138, 170, 223  
 capital 46, 61, 80, 136, 137, 153, 157, 159,  
 174, 194, 196, 200, 203, 228, 229, 230  
 cartal 37, 44, 45, 46, 60, 104, 105, 203  
 cartalismo 45, 52  
 cartalista 37, 38, 43, 44, 45, 48-50, 52,  
 55-58  
 ciclo de negócios 163, 173  
 colônia 41, 42, 75, 78, 219  
 colônias 41, 42, 82, 83, 85, 89, 219  
 Confederação 88, 90  
 contabilidade 11, 24, 123, 124, 186, 188  
 contabilidade de reserva defasada 11, 123  
 contabilidade de reservas contemporâ-  
 neas 67, 124  
 continental 84, 85  
 conversibilidade 32, 43, 48, 50, 164, 213  
 CRÉDITO 8, 15, 17, 39, 40, 53, 54, 55, 60,  
 64, 86, 99, 113, 129, 141, 152, 181, 185,  
 190, 214, 216, 226  
 racionamento de crédito 223  
 crescimento econômico 30, 94, 118  
 Currency School 53, 213

• D •

Davidson 17, 213, 218  
 déficit 15, 93, 94, 100-105, 107, 108, 112, 114-116, 121, 126, 136, 138, 139, 147, 153-155, 162, 163, 166, 172, 176-179, 181, 182, 188, 189, 191, 201-203, 221, 224, 229, 234  
 déficit governamental 38, 103, 106, 137, 146, 162, 176, 177, 188, 205, 221, 224  
 deflação 16, 114, 135, 137, 158, 193, 194, 195, 196, 210, 211, 222  
 deflação de dívidas 135  
 demanda de moedas 54  
 depósito 51, 53, 56, 97, 98, 119, 124, 131, 135, 141, 184, 185, 186, 212  
 depósitos a prazo 124, 131  
 depósitos à vista 56, 124, 129, 131, 184, 223  
 depósitos bancários 24, 25, 32, 33, 55, 98, 100, 101, 135, 137, 187, 210, 214  
 depreciação 41, 42, 60, 69, 74, 90, 157, 182, 218, 221  
 desemprego 7, 15, 16, 22, 78, 96, 104, 105, 115, 119, 145, 148-155, 157-159, 161-163, 165, 166, 169, 171-173, 197, 199-207, 210-212, 218, 222, 224-229, 232  
 desemprego friccional 33  
 dinheiro 14-16, 37-61, 65, 68, 71-76, 80-83, 85, 86, 88, 89-98, 100, 101, 105, 106, 108, 109, 111, 113, 114, 119, 120, 125, 126, 129, 134, 138, 139, 145, 158, 160, 161, 163-165, 174, 175, 179, 180-183, 189, 191, 192, 195-197, 201, 202, 210-214, 216, 217, 219-221, 223, 224, 231-233  
 dispendio deficitário 93, 100, 103-109, 111, 114, 117, 136, 137, 179, 210, 221, 224, 229  
 dívida 8, 39, 40, 49, 50, 55, 56, 59, 61, 62, 64-67, 70, 71, 73, 77, 84-87, 92-94, 96, 100, 108-113, 117, 119, 120, 135, 141,

177, 178, 182, 184, 191, 213, 214, 219, 222, 229, 234  
 drenagem na compensação 21, 100, 131, 133, 186, 187

• E •

economia 7, 8, 13-15, 38, 39, 55-59, 75, 76, 79, 83, 87, 92, 94-98, 100-105, 109, 110, 114, 115, 137, 146-148, 152, 159, 164, 166, 169, 172, 175, 177, 178, 183, 191, 194-197, 199, 206, 208-212, 219, 220, 225, 228, 229, 232  
 economia monetária 82, 83  
 ELR 8, 22, 29, 30, 148-174, 211-213, 224-232, 234  
 empregador de última instância 8, 14, 16, 114, 147, 149, 199, 213, 225  
 emprestador de última instância 186  
 empréstimos 15, 39, 54, 55, 93, 95, 96, 99, 104, 106, 107, 113-115, 117, 119, 120, 125, 127, 129, 130-133, 135-138, 141, 142, 184-187, 193, 194, 196, 219, 220, 223, 233  
 empréstimos aos bancos 136  
 empréstimos bancários 39, 115, 125, 132, 135, 142  
 epicêntrico 47, 49, 57  
 estabilização de preços 157, 230, 231  
 euro 222, 234  
 eurodólar 212

• F •

FED 20, 55, 96-99, 106-108, 113, 117-125, 129, 130, 138-142, 162, 172, 189, 209, 221-224  
 feudalismo 218  
 finanças 15, 85, 86, 90, 94-96, 106, 110-112, 114, 201-203, 206, 214  
 instrumentos financeiros 96  
 financiamento 37, 48, 55, 65, 77, 85, 88, 98, 106, 107, 112, 130, 162, 189, 220, 225-227

## → G ←

governador colonial 75, 101  
guichê de desconto 104, 119-121, 137,  
141, 186, 196

## → H ←

horizontalismo 130  
horizontalista 132, 133

## → I ←

incerteza 41, 101, 104, 160, 213  
inflação 7, 14-16, 37, 74, 84, 88-91, 93,  
94, 96, 103, 105, 106, 114, 118, 121,  
145-147, 149, 152-156, 158-162, 172,  
173, 180, 194, 195, 197, 199, 201, 203,  
206, 207, 211, 220, 222, 224, 225, 229,  
231  
Innes 59-63, 65, 66, 69, 71-75, 214, 215,  
218, 223, 233  
INVESTIMENTO 93, 96, 102, 103, 220, 230

## → K ←

Kaldor 54, 213  
Keynes 7, 13, 14, 37, 48-54, 56, 57, 60,  
68-70, 160, 204, 205, 213, 216, 226, 232  
política keynesiana 159  
Knapp 7, 37, 43-51, 53, 56, 64, 69, 78,  
101, 213, 214

## → L ←

letras de câmbio 37-40, 42, 46-49, 68, 74,  
87, 185, 188  
liquidez 135, 137, 233  
lucro 131, 149, 167, 231  
expectativas de lucro 149

## → M ←

mecanismo de compensação 188  
Mesopotâmia 70, 72, 215, 217

mina 68, 69, 71

moeda 4, 8, 9, 15-17, 37-65, 67-90, 92-  
101, 104-109, 111-114, 117-122, 125,  
127-138, 141, 142, 158, 161, 162, 164,  
169, 174-177, 182, 184, 188-197, 203,  
209-221, 223, 225, 231, 233, 234

moeda administrada 213

moeda confederada 83

moeda de crédito 214

moeda e tributos 75, 85

moeda endógena 37, 52

moeda fiduciária 8, 37, 47, 50-53, 88,  
94, 96-106, 108-110, 112, 117, 125,  
129, 131, 133-137, 139, 143, 162, 174,  
176, 177, 179, 180, 183, 184, 186-191,  
193-197, 201, 206, 213, 220, 221, 223,  
233

moeda guiada por tributos 37, 190,  
192, 194

moeda-mercadoria 30, 31, 32, 38, 40,  
50-54, 214

moeda representativa 50, 51

oferta de moeda 37, 53, 54, 90, 93, 105,  
195, 220

monetarista 13, 14

## → N ←

NAIRU 15, 199, 224, 232

notas de bancos 46-49

## → O ←

obrigação tributária 16, 22, 23, 26, 27, 41,  
42, 57, 67, 76-78, 80, 87, 101, 176, 179,  
180, 210, 211, 213

obrigações bancárias 24, 32, 209, 234

obrigações tributárias 23-27, 31, 57, 58,  
61, 67, 85, 89, 100, 101, 176-184, 187,  
195, 210, 212

ouro 22, 26-28, 39-44, 46, 51, 59, 60, 63,  
69, 70, 72-75, 80, 81, 83, 85, 91, 92,  
120, 125, 133, 161, 162, 164, 174, 231,  
232

## ♦ P ♦

- padrão ouro 27-31, 42, 49, 50, 51, 147, 161, 162, 164, 174, 211-213, 231, 232
- pleno emprego 4, 8, 9, 14-16, 96, 104, 105, 110, 114, 116, 145-147, 149, 150, 152, 154, 155, 157-162, 164, 173-175, 197, 209, 211, 222, 225, 229, 231
- política de pleno emprego 21, 146, 147, 154, 164, 197
- política fiscal 8, 37, 38, 54, 87, 92, 95, 100, 106, 112-114, 117-119, 121, 172, 178, 189, 195, 196, 202, 205
- política monetária 8, 15, 101, 106, 107, 109, 112, 113, 117-122, 132, 138, 140, 143, 145, 172, 188, 189, 191, 200-202, 205, 222
- poupança 27, 77, 100, 102-104, 111, 115, 116, 151, 221, 229
- poupança líquida 94, 103-105, 108, 110, 112, 137, 177, 181, 184, 201, 202, 229
- poupança nominal líquida 103, 104, 136, 153, 154, 162, 163, 177, 178, 179, 180, 195, 221, 229, 233
- precificação 114, 154, 174, 193, 194, 195, 196
- preço 14, 17, 20, 22, 26-30, 41, 49, 69, 70, 74, 87, 94, 97, 109, 110, 115, 117, 129, 131-133, 137, 146, 147, 155-157, 160-162, 174, 179, 180, 193-197, 200, 210, 211, 216, 229, 231, 232

## ♦ R ♦

- recessão 86, 104, 119, 121, 137, 169, 220
- reservas bancárias 23, 31, 54, 93, 97, 98, 100, 101, 106, 109, 117-119, 122, 129, 134, 138, 139, 141, 162, 187, 190, 209, 210, 212, 221
- reservas emprestadas 122, 129, 131

- riqueza 13, 71, 80, 102, 103, 110, 204, 206, 208, 213, 217, 221, 2

## ♦ S ♦

- salários 15, 25, 65, 70, 75, 76, 79-147, 149, 150, 152, 154-157, 1563, 167, 170, 171, 199, 202, 20227, 228, 230, 231
- superávit 1, 27, 86, 87, 94, 99, 100103, 109, 111, 112, 176, 221

## ♦ T ♦

- talha 59, 61, 62, 66, 67
- talhas 59, 61, 62, 64-67, 73, 74
- taxa de juros 8, 15, 21, 59, 77, 94, 9101, 106-110, 117, 118, 121, 126, 132, 133, 138, 140-143, 182, 184, 188, 202, 222, 223, 233
- taxa de juros de curto prazo 38, 133, 142, 189
- taxa dos fundos federais 117, 121, 1125, 129-131
- taxa natural de desempenho 33
- Teoria Geral 49, 213
- Tesouro 48, 54, 66, 86-91, 93, 96-99, 107, 110, 111, 113, 117-121, 126, 135, 138-143, 162, 188, 189, 209, 222, 224, 234
- Tratado 49
- tributos 8, 15, 37, 38, 41-43, 47, 52, 556-58, 65-67, 71-86, 88-91, 94-101, 103, 104, 106, 108, 111-114, 117, 128, 131, 134, 136, 138, 139, 158-163-165, 172, 174-184, 187-196, 201, 209, 210, 212-224, 226, 233
- rwintopt 22-24, 57, 76, 79, 90, 209, 21

## ♦ W ♦

- Wray 4, 7, 8, 53, 133, 173, 208, 213, 222, 223, 224, 225, 226, 232

tendo-o elevado de 3,75  
4,25% do PIB.

Essas iniciativas espelham outras do mesmo gênero adotadas na Europa, seja nas limitações orçamentárias auto-impostas pelo Tratado de Maastricht (recentemente violadas pela França e pela Alemanha), seja na criação do Banco Central Europeu independente. O resultado, de um ou outro lado do Atlântico, tem sido menos estabilidade e aumento ou manutenção de taxas de desemprego em outras épocas consideradas inaceitáveis.

Apesar do rigor analítico, não se trata de um livro indicado exclusivamente para especialistas. Recorrendo à teoria de "finanças funcionais", de Abba Lerner, Wray faz uma descrição minuciosa dos fatos e iniciativas econômicas como processos reais, daí extraindo suas conseqüências – sem compromisso com preconceitos abstratos de finanças "saudáveis". É uma obra importantíssima que contribui para o debate de um projeto econômico para o Brasil. Vale a pena ser lida e discutida.

**JOSÉ CARLOS DE ASSIS**

É possível ter pleno emprego sem causar inflação. Para reforçar esta idéia, L. Randall Wray desenvolve sua principal proposta neste livro: a política que se recomenda para alcançar o pleno emprego aumentará também a estabilidade dos preços. Wray apresenta não só um estudo inovador da relação entre dinheiro, políticas públicas, emprego e estabilidade dos preços, mas também desenvolve uma proposta clara, útil e inspirada sobre como a economia monetária moderna deve funcionar.

Este é um importante trabalho, que deve ser lido por todos os economistas, quaisquer que sejam suas linhas teóricas. *Trabalho e moeda hoje* é um livro recomendado a todos os leitores interessados em teoria econômica e política macroeconômica.