



CADERNO DA  
**REFORMA  
ADMINISTRATIVA**

**36.** Aporias da Política Monetária  
em Perspectiva Histórica

**Brasília, Fevereiro de 2022**

**Expediente**

**Autor:**

**Luiz Gonzaga Belluzzo**

Professor Titular do IE/UNICAMP e professor das  
Faculdades de Campinas – FACAMP.

**Licio da Costa Raimundo**

Professor das Faculdades de Campinas – FACAMP.

**Saulo Abouchedid**

Professor das Faculdades de Campinas – FACAMP.

**Realização:**

Fórum Nacional Permanente de Carreiras Típicas de  
Estado (Fonacate) (Fevereiro, 2022)

**Diagramação:**

Diego Feitosa

As opiniões aqui emitidas são de responsabilidade  
dos autores e colaboradores.

**Apoio:**



**Servir**

Frente Parlamentar Mista em Defesa do Serviço Público.

*Presidente: Deputado Federal Professor Israel Batista (PV-DF)*

## Aporias da Política Monetária em Perspectiva Histórica

Luiz Gonzaga Belluzzo<sup>1</sup>

Licio da Costa Raimundo<sup>2</sup>

Saulo Abouchedid<sup>3</sup>

### Resumo:

O artigo busca oferecer uma compreensão sobre o papel da moeda em uma economia capitalista, separando, de um lado, aquelas concepções que em última instância dão base às políticas e institucionalidades do presente e, por outro, aquelas concepções que apontem para a construção de uma gestão monetária que permita, no limite, a manutenção dos elos que conferem coesão ao tecido social e, ao mesmo tempo, conduzam a uma retomada da perspectiva da construção de uma sociedade calcada nos princípios da igualdade, da justiça e do desenvolvimento.

Outrossim, tenta-se oferecer uma retomada histórica que permita observar as aporias do presente a partir de uma pers-

pectiva que minimamente nos explique como foi que chegamos aos impasses do momento atual. Para tanto, apresentam-se as duas principais concepções em torno das quais entende-se o conceito de moeda em uma sociedade capitalista. Tais concepções embasam as políticas de gestão atualmente vigente da moeda e do crédito e sua alternativa, além das concepções institucionais a elas correspondentes.

Além disso, procede-se a uma leitura histórica dos fatos que nos trouxeram até aqui, confrontando a relação entre endividamento público e endividamento privado. Por fim, trata-se de rememorar, em seus aspectos centrais, o Plano Keynes e perceber a atualidade de suas propostas.

---

1 Professor Titular do IE/UNICAMP e professor das Faculdades de Campinas – FACAMP.

2 Professor das Faculdades de Campinas – FACAMP.

3 Professor das Faculdades de Campinas – FACAMP.

# Sumário

1. Introdução.....	5
2. A moeda-mercadoria.....	7
3. A moeda como um fato social total .....	9
4. A permanente oscilação entre centralização e fragmentação nos sistemas monetários.....	10
5. Os Bancos Centrais diante das tensões nos Sistemas Monetários contemporâneos .....	12
6. Endividamento Privado e Endividamento Público.....	15
7. Políticas Anticíclicas e Acumulação Financeira .....	18
8. A necessária retomada do Plano Keynes .....	21
9. Considerações Finais .....	22
Referências.....	23



## 1. Introdução

As experiências recentes de políticas monetárias não-convencionais, implantadas não apenas nos países centrais, mas também nos periféricos desde a crise de 2008, não surtiram os efeitos desejados. Observa-se, por um lado, um crescimento das dívidas públicas semelhante apenas àquele observado quando da crise dos anos 1930, por outro, um visível *descolamento* entre a retomada do crescimento dos preços dos ativos financeiros e a tímida ou inexistente retomada do crescimento do produto, do emprego e da renda do trabalho. Encalacrados nas certezas da velha ordem, repetimos a história, dessa vez como farsa, e insistimos nas políticas formuladas com base no comportamento individual preconizado pelas teorias convencionais: equilíbrio fiscal e Banco Central independente.

Esse último, recém inaugurado no Brasil na forma da Lei Complementar 179/21, promete entregar uma taxa de inflação que oscile pouco e se mantenha em patamares baixos, para que o mecanismo de formação de expectativas possa funcionar sem atritos. Esgrimindo o único instrumento de que pode dispor de forma eficaz, a taxa de juros de curto prazo, o Banco Central (BC) promete entregar o ambiente que permitiria aos agentes econômicos racionais atingirem, como resultado de sua busca individual por plena satisfação em um contexto de ampla liberdade de ação e escolha, o *nirvana* de um estado de equilíbrio de pleno emprego.

De acordo com a teoria macroeconômica novo-keynesiana, baseada na hipótese das expectativas racionais, o papel do setor público deveria ser o de atuar para eliminar e/ou diminuir ao máximo possível os ruídos, muitas vezes causados pelo próprio funcionamento do mercado, que são geradores de falhas de comunicação entre os agentes privados e que conduzem a um resultado sub-ótimo nos níveis de utilização

dos recursos, dada a disponibilidade dos fatores de produção e o estado da tecnologia. Ao Estado caberia tentar construir mecanismos que maximizem a transparência e a previsibilidade de suas ações e decisões, minimizando a possibilidade de causar choques adversos nas expectativas dos agentes tomadores de decisões. Frente a tal arcabouço teórico, cabe ao setor público abrir mão de ações intempestivas e procurar orientar o mercado da maneira a mais clara possível sobre quais são e serão, de acordo com sua perspectiva e em um futuro previsível, os fundamentos da economia.

O BC, agora, tem um mandato e precisa cumprir sua missão. Frente a seu mandato, o BC volta-se para as ferramentas de que dispõe para cumpri-lo. Por um lado, encontra os três instrumentos clássicos de política monetária: os depósitos compulsórios, as linhas de assistência à liquidez e o *open market*. De outro, o BC observa as políticas macro prudenciais e as estratégias de persuasão por meio da comunicação com o mercado.

Ao BC cabe a fixação de um dos fundamentos centrais desse ambiente: a taxa de juros de curto prazo. Sempre atento à necessidade de que se evitem choques no *information set* dos agentes racionais, o BC deve eximir-se de mudanças na política relativa às reservas compulsórias e mesmo às linhas de assistência à liquidez, definindo seus parâmetros e evitando alterá-los abruptamente. Para o instrumento do *open market*, a *melhor prática* seria adotar o modelo norte-americano, onde o BC (*Federal Reserve*) apenas fixa o preço de compra (e de venda) das reservas bancárias e se compromete a comprar e/ou vender qualquer quantidade de reservas desejadas pelo mercado bancário. Tal prática, considerada a melhor pois a mais transparente possível, implica que o BC abra mão de fixar a quantidade de reservas, controlando apenas seu preço de maneira plenamente

previsível, mediante antecipações das taxas que irão vigor no futuro via reuniões periódicas de um comitê decisor vinculado institucionalmente ao BC. Na prática, tal perspectiva implica em abrir mão de dois dos três instrumentos clássicos de política monetária, os compulsórios e o redesconto, tornando a fixação da taxa básica de juros a única ferramenta disponível para que o BC cumpra seu mandato.

De posse dessa sua única ferramenta, o BC encara os canais de transmissão que podem fazer suas decisões sobre a taxa de juros básica chegar aos seus objetivos. Classicamente, o BC guarda três objetivos: a estabilidade do emprego, a estabilidade dos mercados de crédito e financeiros e a estabilidade da inflação. Abandonado o primeiro (que inclusive desapareceu dos estatutos dos BCs mais recentemente instituídos, como o Banco Central Europeu, por exemplo) e sem saber como proceder frente ao segundo dos objetivos, o BC lança mão de sua única ferramenta e concentra-se em garantir a estabilidade inflacionária.

No caso brasileiro, o BC depara-se com algumas dificuldades: o canal de transmissão do crédito parece pouco eficiente, uma vez que a inflação ora em curso não provém de um excesso de crédito, fruto de uma perspectiva otimista quanto ao futuro tanto de bancos credores quanto de consumidores e produtores, ávidos por gastar em antecipação a um período de bonança que se aproxima. Muito pelo contrário, o momento é de extrema e disseminada desconfiança em relação à capacidade de a economia retomar taxas minimamente razoáveis de crescimento. Por outro lado, o canal de transmissão do câmbio parece cada vez menos responsivo aos movimentos da taxa de juros de curto prazo, movendo-se por força das entradas e saídas de capitais estrangeiros e nacionais que buscam oportunidades de curto prazo de ganhos de capitais nos mercados de títulos de dívida e de capitais. Esse mesmo movimento de entra-

da e saída de capitais especulativos parece reduzir a capacidade da taxa de juros de curto prazo influenciar o canal de transmissão dos preços dos ativos, via efeito das taxas curtas nas taxas longas nos mercados de dívida (dívida pública, sobretudo) bastante incertos e imprecisos. Resta ao BC o canal de transmissão das expectativas. Apenas esse canal parece responder aos apelos do BC brasileiro, pelo menos assim lhe parece.

O fato é que os BCs ao redor do mundo, com exceção daqueles que estão imersos em uma institucionalidade bastante distinta dos BCs da maioria dos países ocidentais, como o Banco Popular da China, por exemplo, têm uma imensa carga de responsabilidade e uma gama de recursos e instrumentos bastante reduzida para cumpri-la. Sua independência, que parte da hipótese de que apenas um BC autônomo e independente pode desvencilhar-se das más influências da política e entregar um conjunto de bens públicos essenciais (as referidas estabilidades de emprego, dos mercados e da inflação), defronta-se com a realidade da escassez de ferramentas e meios capazes de lhe permitir cumprir com suas obrigações.

Tal armadilha teórica e institucional impõe aos BCs de todo o mundo ocidental (Japão incluído) hesitações insuperáveis. Incapazes de entregar sua mercadoria (inflações sob controle, mas acima de tudo pleno emprego e estabilidade social), os BCs entrincheiram-se com sua artilharia teórica em suas casamatas institucionais. Se a realidade não responde como o esperado às políticas econômicas e principalmente monetárias, pior para a realidade. O BC segue seu mandato, pois esse seria o papel que lhe cabe em uma sociedade democrática.

No fundo, a incapacidade de *superação* das aporias teóricas e institucionais, que se apresentam hoje como uma espécie de *verdade revelada*, mora em nossa incapacidade coletiva de pensar outras alterna-

tivas de arranjos teórico/institucionais e de construir *novas* disposições políticas/econômicas que permitam a construção de *novas* perspectivas para o crescimento e sobretudo para o desenvolvimento econômico e social. A emergência do *novo* só pode partir de um entendimento acerca das limitações, contradições e impasses relacionados com o *velho*.

**Para tanto, é imprescindível uma compreensão sobre o papel da moeda em uma economia capitalista, separando, de um lado, aquelas concepções que em última instância dão base às políticas e institucionalidades do presente e, por outro, aquelas concepções que apontem para a construção de uma gestão monetária que permita, no limite, a manutenção dos elos que conferem coesão ao tecido social e, ao mesmo tempo, conduzam a uma retomada da perspectiva da construção de uma sociedade calcada nos princípios da igualdade, da justiça e do desenvolvimento.** De outro modo, é imprescindível proceder-se a uma retomada histórica que permita observar as aporias do presente a partir de uma perspectiva que minimamente nos explique como foi que chegamos aos impasses do presente.

Assim, as seções 2 e 3 que se seguem apresentarão, em suas linhas mestras, as duas principais concepções em torno das quais entende-se o conceito de moeda em uma sociedade capitalista. Tais concepções embasam as políticas de gestão da moeda e do crédito atualmente vigente e sua alternativa, além das concepções institucionais a elas correspondentes. Nas seções 4 e 5, por sua vez, procede-se a uma leitura histórica dos fatos que nos trouxeram até aqui. Na seção 6, confronta-se a relação entre endividamento público e endividamento privado. Na seção 7, trata-se de recordar, em seus aspectos centrais, o Plano Keynes e perceber a atualidade de suas propostas. Segue-se por fim as considerações finais.

## 2. A moeda-mercadoria

O essencial da orientação teórica e da construção institucional dos BCs na atualidade está ancorada em uma certa percepção do que é a moeda em uma sociedade organizada em moldes capitalistas. Tal percepção é a da *moeda como moeda-mercadoria* e tem por fundamento a concepção de uma sociedade na qual o conflito social está concentrado na concorrência confinada ao âmbito de produtores independentes e que se dá basicamente em torno do mecanismo de aprimoramento da base técnica sobre a qual se apoia a coletividade. As diferenças de ganho de produtividade dos diversos produtores de bens de elevado grau de homogeneidade permitiriam circunscrever o conflito social ao âmbito técnico. Os agentes econômicos mais aptos, ou seja, mais produtivos, vicejariam, ao passo que aqueles que não conseguissem acompanhar o ritmo do progresso técnico, pereceriam. Desta forma, a sociedade se organizaria sobre uma base de contínuo ganho técnico que se alastra por toda a coletividade na forma de menores preços, produtos de maior qualidade, novos bens e serviços, sempre no interesse do cada vez maior bem-estar social.

Não é, no entanto, da benevolência do padeiro ou do açougueiro que provém o pão e a carne. Nessa sociedade, a busca do interesse individual tem uma *dupla ligação estrutural* com as formas essenciais de organização social: por um lado, é a busca do maior interesse individual que tem como resultado a harmonia social e o progresso econômico. Ao buscar seu próprio interesse, cada um dos produtores independentes contribui para a ampliação do nível do progresso técnico geral, resultando em um incremento de bem-estar coletivo, nas formas apontadas. Uma sociedade mais rica e próspera, além de mais justa e harmônica, seria o resultado do pleno exercício da liberdade econômica desfrutada de cada um de seus membros.

Por outro lado, a possibilidade de que esta sociedade funcione, continuamente, gerando cada vez mais progresso social, ancora-se na *racionalidade* que preside os atos isolados e independentes de cada um dos produtores individuais. É essa racionalidade, inata e comum a todos os homens, que resolve *a priori* a questão da efetividade da troca e, antes até, da decisão de produção de um excedente voltado à troca. Certos de que encontrarão seres racionais quando se apresentarem no mercado para o ato de troca, os indivíduos propõem-se a produzir excedentes que lhes permitirão maximizar seu próprio bem-estar e, como consequência, o bem-estar de toda a coletividade. Esse bem-estar é ampliado não apenas por força do acesso a bens e serviços de qualidades distintas daqueles produzidos por cada um dos produtores isolados, mas sobretudo porque ao se especializar na produção de um determinado bem, cada indivíduo obtém ganhos de produtividade que resultarão em menores preços e em maiores quantidades de bens obtidos em troca dos seus.

Ao final e ao cabo, toda a coletividade estará melhor porque cada um dos seus membros pôde (teve a liberdade para) buscar seu próprio interesse. A racionalidade inata, a liberdade de ação e de escolha e a possibilidade de ampla circulação de bens e serviços garantem que o resultado final seja a melhor e mais justa distribuição de riquezas a todos os participantes dessa coletividade.

Nessa sociedade, o Estado tem um papel decisivo: a garantia de um ambiente de *liberdade* para que cada indivíduo possa buscar sua máxima satisfação. Tal ambiente não pode, de forma alguma, limitar

as liberdades de alguns em benefício da liberdade de outros, daí o papel central do Estado em combater qualquer formação monopólica. O exercício da força por parte do Estado se legitima, aqui, na medida em que ela funciona como um garantidor da liberdade individual. Na esteira desse processo, cabe igualmente ao Estado garantir a plena transparência de suas ações para que não sejam gerados ruídos que poderiam confundir os agentes maximizadores, acarretando, com isso, resultados sub-ótimos de interação social. Daí compreender-se o papel central do Banco Central independente como promotor e fomentador de um ambiente de plena informação, sem surpresas, sem ruídos desestabilizadores da ação individual.

Nesse tipo de conformação social, a moeda tem um papel meramente secundário. Ela serve como um elemento facilitador das trocas e, além disso, funciona como unidade de conta e reserva de valor. Mas não há papel para a moeda como elo da relação social entre os produtores independentes. Estes já foram pré-conciliados pela ação decisiva de sua própria racionalidade, manifesta de forma espontânea mediante a liberdade e a transparência garantidas previamente pela ação Estatal.

Se desse arranjo social fosse retirado esse *véu monetário*, nada mudaria em essência. Os indivíduos criariam suas próprias relações de troca e suas próprias moedas a partir de seus hábitos pretéritos e dos custos de produção de seus bens e serviços. A moeda aqui não é mais que uma *tecnologia social*. Algo que nasce para auxiliar o processo de troca e para torná-lo mais produtivo e eficaz.

### 3. A moeda como um fato social total

Em Marx e Keynes a moeda adquire outro estatuto. Aqui, a moeda é um *fato social total*,<sup>4</sup> no sentido de ser elemento central da organização capitalista. A moeda precede os atos dos produtores independentes, sendo a racionalidade desses um fator insuficiente para a ancoragem da organização social. Na sociedade capitalista vige a luta diária pela apropriação da riqueza, velha (já existente) e nova. Nessa luta encarnçada, os instrumentos voltados ao aumento da produtividade do trabalho não são as únicas armas da concorrência. Os mecanismos de poder se estendem a toda uma gama de opções, legais e nem tanto, voltadas a superar a concorrência na sua acumulativa de riqueza. Nessa sociedade, *riqueza é sinônimo de poder*.

A luta social ganha uma dimensão decisiva: a dimensão monetária, que envolve o Estado e todos os agentes privados. Estes buscam simultaneamente corromper e preservar a estabilidade do padrão monetário, em um movimento contraditório próprio do funcionamento de uma economia capitalista. Corromper, pois por um lado trata-se de apropriar-se da riqueza mesmo que à custa da ruptura do padrão monetário. Preservar, pois o padrão monetário é o único critério de medida da riqueza já acumulada em circuitos prévios de acumulação. Tal *ambivalência* estaria no cerne da questão monetária, sendo mesmo sua característica mais expressiva.

**O dinheiro é, aqui, a argamassa das relações nas economias capitalistas. O mercado só funciona quando esse senhor dos destinos permite, ou melhor, faz circular as mercadorias, os ativos e chancela o valor da riqueza.**

Essa socialização da riqueza significa não apenas que o crédito permite o aumento

das escalas produtivas, da massa de trabalhadores reunidos sob o comando de um só capitalista. Significa mais que isso: os capitais individuais passam a ser mais interdependentes e “solidários” no sistema de crédito e, portanto, mais sujeitos a episódios de crises sistêmicas. A “separação” entre o capital em funções (produtivo) e o capital a juros (capital-propriedade) promove a subordinação “solidária” do capital produtivo à sua forma mais “desencarnada”.

**Nesta sociedade, não há arranjo social harmônico e a justiça social não emerge do livre jogo das ações individuais dos produtores independentes em sua busca pela maximização de seu interesse individual. O que impera nesse arranjo social é a constante desarmonia, a permanente ruptura das condições pretéritas, a reiterada violência, fruto da tentativa constante e incansável de eliminar a concorrência. Longe de limitar-se aos padrões impostos pelas formas de desenvolvimento tecnológico, a violência da concorrência só encontra seus limites, ainda que provisórios, quando confrontada pela violência daquele que tem a legitimidade de propor o padrão monetário: o Estado.**

A ruptura do padrão monetário, imposta pelo próprio jogo de forças atuantes na economia, impõe de forma permanente, por um lado, a busca da impossível, porém necessária, estabilidade do padrão de referência e de cálculo da riqueza social. De outro, tal ruptura exige a presença do Estado, que busca restituir as condições de acumulação, condições que se confundem com aquelas necessárias para que, no capitalismo, o próprio processo de reprodução social ocorra.

**O Estado, muito mais que um simples ator que assiste ao drama social e eco-**

4 Mauss (2007)

nômico de uma posição exterior, é figura central da trama, na medida em que cabe a ele, em *comum acordo* com os proprietários da maquinaria capitalista, a restauração das condições de organização social, que tem no padrão monetário sua peça central. Assim, o Estado também está sujeito às tentações que conduzem à ruptura do padrão monetário, e neste sentido busca equilibrar-se em um arranjo no qual seus mecanismos de poder estão limitados pelos desejos e impulsos dos proprietários dos meios de produção. Estes não permitem ao Estado expandir ilimitadamente a dívida pública, assim como, simultaneamente, o próprio Estado estabelece limites à ampliação considerada desmesurada das várias formas de moeda privada (crédito). Nesse jogo em que a estabilidade monetária está em permanente risco de ruptura, Estado e o grande capital estabelecem, institucionalmente, regras de expansão monetária.

O Estado é o senhor da moeda, mas os bancos, sob a supervisão e o controle do Banco Central, são incumbidos da criação monetária mediante operações de crédito, o que permite a antecipação de expectativas futuras de produção e emprego, em virtude da tomada de risco pelos devedores, amparada na capacidade de alavancagem da atividade bancária.

Muito diferente da estrutura da economia política clássica, apresentada na seção 2, a percepção da *moeda como expressão de um feixe de contradições* não admite a existência de uma gestão monetária e de dívida pública, por parte do Banco Central e do Tesouro Nacional, que não esteja de acordo com os *impulsos e perspectivas do grande capital, nacional e estrangeiro*. Esse busca moldar a gestão monetária de forma mais permissiva ou mais conservadora, de acordo com suas estratégias específicas e momentâneas de valorização do capital.

Sem poder escapar à contradição que está na base da organização capitalista, a gestão da moeda não conhece a noção de equilíbrio. O desequilíbrio é sua norma, na medida mesma do movimento das estruturas do sistema e de seus espasmos de criação e destruição de riqueza.

#### 4. A permanente oscilação entre centralização e fragmentação nos sistemas monetários

Conforme Aglietta & Orléan (1982), a dimensão pública e privada da moeda relatada acima reflete a coexistência de um sistema homogêneo e um sistema fragmentado, conformando um sistema hierarquizado, no qual a moeda central (ou a moeda estatal) permite a conversão de todas as moedas secundárias, criadas e sob posse dos agentes privados no sistema fragmentado. No entanto, não se pode supor a forma precisa desse sistema hierarquizado, o peso entre as moedas secundárias e centrais e nem as relações que tais sistemas refletem. Essas características dependem do contexto histórico e social, que determinam a concretude das relações monetárias. Ou seja, seguindo os autores supracitados, a relação entre fragmentação e centralização só existe a partir de uma análise lógica e histórica, que dá sentido à tensão existente entre essas duas dimensões.

Partindo do método lógico-histórico, a desregulamentação e a desintermediação dos sistemas financeiros nacionais após os anos 1970 reconfiguraram o sistema hierarquizado, dando novas formas às moedas secundárias e centrais. A expansão da liquidez por meio dos mercados de capitais deu peso significativo ao sistema fragmentado em relação ao sistema central. Neste contexto, a profusão de novos instrumentos financeiros, criados e demandados por instituições financeiras bancárias e não bancárias, impulsionou o crédito e, portanto, a criação de moeda privada e a fragmenta-

ção. Essa nova dinâmica dos sistemas financeiros contemporâneos, por sua vez, estimulou a formação de bolhas financeiras, tornando o equilíbrio entre os sistemas central e fragmentado ainda mais precário e a ordem monetária mais instável.

Embora as bolhas financeiras neste período, tanto em países desenvolvidos quanto em países periféricos, tenham elementos distintos, há características comuns que conformam a relação centralização-fragmentação no contexto da liberalização financeira. Conforme Aglietta (2018, p. 269), a fase expansiva do ciclo financeiro se funda na expectativa de subida dos preços dos ativos, que garante o *funding* abundante para as instituições financeiras (bancárias e não bancárias), permitindo, por sua vez, a continuidade do crescimento do crédito e da alavancagem dessas instituições. Esse mecanismo provoca por sua vez nova rodada de crescimento do preço dos ativos e redução da percepção dos riscos, gerando um *movimento autorreferencial*.

A partir do momento que esse ciclo de expansão se reverte, a crise no sistema fragmentado se reflete por meio da deflação dos ativos e da corrida à moeda central no sistema homogêneo, que mediatiza toda a violência da moeda. As crises financeiras, portanto, deixam explícita a ambivalência entre a instituição central (que delimita os aspectos públicos da moeda) e os interesses privados que a funda e, ao mesmo tempo, são distintos dela (Aglietta & Orléan, 1982).

Dentro do contexto pós-2008, o crescimento recente das *criptomoedas* em todo o mundo ilustra com perfeição essa permanente tensão entre o aspecto público e o aspecto privado da moeda. A exponencial valorização de algumas das principais criptomoedas, como o *bitcoin*, e a proliferação de criptomoedas (ou *criptoativos*) desde a crise de 2008 explicitam, no nosso entender, um fenômeno inequívoco: a desconfiança coletiva cada vez maior nas moedas

nacionais, e em particular na moeda emitida pelo Estado norte-americano, moeda-chave do sistema.

Na esteira da crise, que se inicia nos EEUU em 2008 e se espalha de forma mais intensa para os demais mercados centrais a partir de 2010, a perda de riqueza que se materializou nas quedas dos preços de ações e títulos de dívida pública e privada suscitou a ignição para um processo que já vinha sendo gestado há décadas nas sociedades ocidentais: o sonho libertário de constituição de uma moeda que pudesse dar suporte às trocas privadas sem a interferência tanto de grandes corporações quanto do Estado. Tal *constructo*, imaginado originalmente pelos *cyberpunks* californianos dos anos 1970, encontrou sua oportunidade de materialização na crise monetário-financeira de 2008. Nascido em 2009, o *bitcoin* fez fortunas (e misérias) daqueles que apostaram na nova *tecnologia*. No entanto, os *criptoativos* não parecem ter conseguido lograr o sonho de seus fundadores e não se transformaram em algo mais que ativos financeiros de alto teor especulativo, como a alta volatilidade de suas cotações e as reduzidas dimensões de sua utilização como meio de troca, denominador de contratos e unidade de conta, assim o demonstram. No entanto, essa tentativa de construir uma moeda privada, *peer-to-peer*, denota o sentimento generalizado de profunda desconfiança vigente no capitalismo contemporâneo que se *aprofundou* após o início da crise de 2008, algo típico da permanente tensão entre centralização e fragmentação. A reação dos Estados não demoraria. Esta se materializou em três frentes.

Em primeiro lugar, a reação calcada em todo o aparato policial/judicial do qual dispõe o Estado e que se materializou de forma exemplar nos episódios da acusação, indiciamento e encarceramento dos supostos fundadores do *bitcoin*, ocorrida em 2014 nos EEUU. Na sequência, a reação,

que envolveu centralmente o Congresso americano, à iniciativa anunciada pelo Facebook em 2019 de criar aquela que seria a mais abrangente moeda virtual do mundo, a *Libra*. Como resultado de tão extremada reação, o fundador e principal acionista da empresa, Mark Zuckerberg, recuou, e o projeto da *Libra* se transformou no *Diem*, uma moeda digital plenamente lastreada no dólar americano, algo que explicitamente demonstrou não apenas o recuo em relação ao projeto inicial da *Libra*, mas sobretudo sua capitulação e submissão à *soberania* do dólar.

A segunda forma de reação dos Estados ao crescimento das moedas digitais diz respeito à crescente proliferação das *moedas digitais dos bancos centrais* (CBDC). Estas, cujo desenvolvimento está em pleno curso, dizem respeito à moeda emitida pelos BCs que se assemelha à moeda manual, no sentido de fazerem parte simultaneamente das reservas bancárias e dos meios de pagamento existentes. Nesse sentido, os BCs alcançam simultaneamente dois objetivos com a crescente emissão e aceitação de CBDCs por parte do público: por um lado, o BC passa a emitir uma moeda digital que concorre com as criptomoedas existentes nas carteiras dos cidadãos em geral, deslocando as criptomoedas privadas cada vez mais para o papel de *criptoativos* altamente especulativos e ocupando seu potencial espaço de moeda de uso corrente. Por outro lado, o BC passa a ter uma forma de ampliar diretamente os meios de pagamento disponíveis na economia sem ter que para isso contar com a disposição dos bancos privados para ampliarem os depósitos à vista via expansão de crédito, por exemplo. As CBDCs constituem-se, assim, em princípio, em um mecanismo revolucionário da relação entre o BC e os milhões de usuários de moeda corrente, na medi-

da em que a moeda emitida diretamente pelo Estado passa a disputar espaço com as moedas privadas, criadas não apenas pelos gestores de criptomoedas, mas também pelos bancos.

Por fim, a terceira forma de reação ao crescimento das moedas digitais privadas deu-se no âmbito da reafirmação conservadora dos pilares teóricos de sustentação das políticas monetárias vigentes nos países capitalistas, mormente ocidentais. Por mais que fóruns de debates supostamente abertos à discussão crítica dos pilares da atual política monetária tenham sido realizados sobretudo nos países centrais – resultando em diversos *papers* de organismos multilaterais e economistas ligados aos modelos convencionais,<sup>5</sup> a manutenção do compromisso com as bases teóricas das políticas econômicas que conduziram à crise de 2008 e que continuam a vigorar são inequívocas. Por escassez de capacidade imaginativa ou por excesso de compromissos concretos com os interesses reais de grandes blocos de capital e de Estados dominantes, as bases teóricas oriundas do *Novo Consenso Macroeconômico* continuam a pautar as decisões cruciais e as configurações institucionais dos BCs mundo afora.

## 5. Os Bancos Centrais diante das tensões nos Sistemas Monetários contemporâneos

Ao insistir nos seus vícios, a política monetária contemporânea reitera, em última instância, seus efeitos nocivos sobre a sociedade, dentre os quais o mais destacado é o de produzir um *viés recessivo* que se abate sobre a gestão de política econômica todas as vezes em que a inflação, seja qual for a sua natureza, ameaça se elevar acima da meta estabelecida no horizonte

5 Ver Dell’Ariccia et.al. (2010), Akerlof et. al (2014) e Blanchard et. al. (2013), Blachard e Summers (2019) e Bernanke (2019).

de atuação do BC.

A política econômica, hoje, volta a atuar de acordo com o papel que lhe coube no entreguerras, qual seja, o de evitar as pressões cambiais que ameaçavam a estabilidade inflacionária. Para tanto, a opção pela recessão provocada por taxas de juros elevadas, que supostamente restaurariam um equilíbrio regenerador de condições propícias à retomada do crescimento econômico, assume ares de *única opção racional*. Qualquer alternativa feriria os fundamentos da *boa economia*, avizinando-se de um ato sacrílego. Keynes bem viu que os problemas da política econômica não eram de *calibragem*, mas sim de escolhas que estavam fundamentadas em pressupostos teóricos profundamente equivocados em relação, sobretudo, à natureza da moeda em uma sociedade capitalista.

Mas não são apenas os fundamentos equivocados que promovem uma incapacidade de reorganizar as políticas econômicas, em particular a monetária, em novas bases. Fundamentalmente, a política econômica contemporânea é feita sob o peso dos movimentos dos preços dos ativos negociados nos mercados secundários mais líquidos, *spot* e futuros, sobretudo os mercados de câmbio, de ações, de títulos públicos e títulos de dívida privada. Sob o acicate dos movimentos desses preços, os gestores de política econômica, principalmente a monetária, tentam conduzir o nível da taxa básica de juros e o volume de expansão do crédito de modo a impedir rupturas bruscas nesses mercados. Subjaz à busca pela estabilidade inflacionária a tentativa de garantir a estabilidade dos mercados de ativos financeiros. O BC não consegue, sobretudo após a crise de 2008, esconder seu aspecto classista e aposta até em instrumentos considerados heréti-

cos, antes do início da crise, para estabilizar os mercados, como, por exemplo, as políticas de *quantitative easing* (QE) e as políticas macro prudenciais.

Dispostos a fazer *qualquer negócio* para interromper a queda aguda dos preços dos ativos nos mercados financeiros, os BCs dos países centrais (e também dos periféricos) adotaram práticas que explicitaram seus mandatos não-declarados publicamente: impedir a queda abrupta do valor da riqueza da *aristocracia financeira*. **Estima-se em US\$ 16 trilhões o que os BCs do mundo todo despejaram em novas reservas bancárias nas instituições financeiras grandes-demais-para-falir que carregavam em seus ativos títulos representantes da riqueza que claudicaram em sua promessa de serem legítimos e seguros representantes do direito de apoderar-se da riqueza a ser gerada pela sociedade no futuro.**

**Parece não haver dúvida de que a crise de 2008 é um divisor de águas: definitivamente explicitou-se, para quem ainda tinha alguma dúvida, que o papel central do BC não é o de garantir uma inflação baixa para que se restaurem as condições nas quais, calcada no cálculo maximizador do agente privado, a economia e a sociedade possam se reconduzir naturalmente ao melhor dos mundos possíveis (dado o nível de produtividade dos fatores) mediante a retomada da poupança e do gasto. Não. O papel dos BCs, hoje, é o de garantir que a riqueza privada, consubstanciada em uma miríade de ativos financeiros, não se desvalorize. Frente a tal exigência de classe<sup>6</sup>, os BCs veem-se enfiados em uma verdadeira armadilha, pois, frente à experiência das últimas décadas, quando mais os mercados financeiros são salvos**

6 Veja-se, a propósito, as recém divulgadas declarações de um eminente banqueiro brasileiro e suas relações íntimas com o presidente do BCB.

## **de suas crises pelos BCs, mais agigantados se tornam e mais ameaçadores à ordem social se fazem.**

Diante desta armadilha, qualquer tentativa dos BCs de aperto monetário – por conta do aumento da inflação no mercado de bens e serviços – pode provocar um efeito sem precedentes nos mercados de capitais e de derivativos, gerando uma crise no sistema fragmentado e ameaçando o equilíbrio frágil da ordem monetária. Por outro lado, a ausência de resposta ou sinalização da autoridade monetária diante da escalada dos índices de preços coloca em xeque o conjunto de regras do modelo do novo consenso no qual se ancora a condução da política monetária. Tal fato pode gerar uma crise no regime monetário vigente, impulsionando os questionamentos em torno do sistema centralizado, que garante a dimensão pública da moeda.

Na ausência de um socorro tempestivo dos bancos centrais, a propagação do pânico ameaça levar à ruptura do sistema de pagamentos. Quando se acentua a percepção de que há risco de insolvência dos devedores -como é o caso da massa de créditos criadas no período anterior à pandemia, as intervenções dos BCs não podem falhar. Se hesitarem, é provável que impeçam imediatamente uma crise de liquidez, mas isso não é suficiente para evitar a contração do crédito.

O cenário se torna ainda mais preocupante quando consideramos que tal armadilha da política monetária não-convencional afeta o gestor da moeda-chave do sistema financeiro internacional. Dessa forma, as incertezas diante da política monetária norte-americana podem provocar instabilidades não apenas na ordem monetária

nacional, mas, sobretudo, na ordem monetária internacional, já que na ausência de uma instituição central supranacional, a ambivalência monetária neste plano é extremamente frágil. Em outras palavras, a injeção de liquidez provocada pelo *quantitative-easing* norte-americano provocou (e provoca) ondas especulativas de diversos tipos de ativos, com destaque para os *criptoativos* e para as ações das empresas de tecnologia, fenômeno também chamado de “*everything bubble*” (bolha de tudo).

De maneira mais ampla, a política monetária não-convencional exacerba os efeitos do *capitalismo financeirizado*,<sup>7</sup> no qual a lógica financeira se impõe na decisão de gastos das empresas (financeiras e não financeiras) e famílias. Diante desse processo, o sistema fragmentado a nível global ganha nova dimensão, desafiando a ordem monetária internacional. Esse desafio é ainda maior, considerando que o gestor da moeda-chave no plano internacional se preocupa fundamentalmente com o sistema hierarquizado nacional, ou seja, com a ambivalência entre o aspecto público e privado da moeda no mercado norte-americano. Ao relegar a um segundo plano a hierarquia entre a moeda central e as moedas secundárias no sistema monetário internacional, a política monetária norte-americana não apenas amplifica a precarização da relação entre o sistema centralizado e fragmentado, mas também gera desdobramentos negativos nos países emergentes, que emitem moedas secundárias no plano internacional. Em momentos de crise, tais países são afetados pela corrida em direção à moeda central, que pode gerar déficits no balanço de pagamentos e abruptas desvalorizações cambiais.

7 Segundo Braga (1997, p.195), a *financeirização* “é o padrão sistêmico de riqueza que se originou nos anos 1960, a partir dos Estados Unidos, e difundiu-se mundialmente (...), provocando grandes instabilidades não apenas no país de origem, mas também no paradigma produtivista”. Ainda segundo Braga (1997, p. 196), “trata-se de um padrão sistêmico porque a financeirização está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural, segundo princípios de uma lógica financeira geral”.

## 6. Endividamento Privado e Endividamento Público<sup>8</sup>

Nesta seção vamos estudar mais detidamente a questão das relações entre endividamento privado e endividamento público, que refletem as tensões entre centralização e fragmentação apontadas acima. O estudo dessas relações não pode ser realizado sem considerações a respeito da estrutura e dinâmica da economia monetária capitalista.

Os economistas Oscar Jordà, Moritz Schularick e Alan Taylor buscaram estudar o comportamento da dívida pública em 17 países, entre 1870 e 2011. Eles apuraram que enquanto a dívida pública cresceu na maioria dos países nas últimas décadas, o extraordinário crescimento da dívida do setor privado (empréstimos bancários) é o principal responsável pelo forte aumento do *passivo total* nas economias ocidentais. Cerca de dois terços do aumento da dívida total das economias tiveram origem no setor privado. As dívidas soberanas e privadas têm sido, em geral, inversamente correlacionadas a longo prazo, mas aumentaram em conjunto desde a década de 1970. O período de Bretton-Woods - os trinta anos que se seguiram à Segunda Guerra Mundial - destaca-se como o único período de redução sustentada da dívida pública, tanto em expansões quanto em recessões.

Em segundo lugar, dizem os autores, **nas economias avançadas, os riscos de instabilidade financeira originam-se principalmente no setor privado e não no setor público. Para entender as forças motrizes das crises financeiras é preciso estudar o crédito ao setor privado e seus problemas. No longo prazo, a corrida entre as variações do crédito privado (empréstimos bancários) e da dívida soberana apon-**

**tam o crédito privado como prenúncio mais significativo das crises. A dívida soberana adiciona pouca informação preditiva. Isso se encaixa bem com os acontecimentos de 2008: exceto pela má conduta fiscal na Grécia, a maioria dos outros países avançados não tinha problemas óbvios da dívida pública *ex ante*. Claro, *ex post*, a feroz crise financeira recessiva causaria estragos nas finanças públicas através da queda das receitas e do aumento dos gastos (anti)cíclicos.**

No artigo *Public and Private Debt: The Historical Record (1870–2010)*, Moritz Schularick investiga a evolução do endividamento público e privado e afirma que “As economias ocidentais têm apresentado um aumento constante no grau de ‘financeirização’, medido pelo volume de crédito público e privado à produção, após a Segunda Guerra Mundial”. Embora o aprofundamento financeiro até a década de 1970 pudesse ser interpretado como retorno aos níveis pré-guerra (ou seja, após o colapso da intermediação financeira privada durante a Grande Depressão e durante a Segunda Guerra Mundial), o aumento acentuado nos últimos 30 anos destaca-se como um desenvolvimento estruturalmente novo na história capitalista moderna (Jordà, Schularick e Taylor, 2012).

Como foi distribuído esse aumento da dívida entre o setor público e o privado em todas as economias nas últimas décadas? Como se vê, **apenas cerca de um terço do aumento da dívida total no mundo ocidental desde 1970 foi devido ao acúmulo de dívida pública. Em outras palavras, a esmagadora parcela do aumento deveu-se ao aumento do endividamento por parte das famílias e empresas.** Aprofundando-se na divisão

8 As seções 5 e 6 estão amplamente calcadas em Belluzzo e Galípolo (2021).

entre famílias e empresas, Hume e Sentence (2009) mostraram que o *boom* global de crédito das últimas décadas tem sido impulsionado principalmente pelo endividamento das famílias. Claramente, os índices de dívida pública também aumentaram na maioria das economias ocidentais, embora não todas, na segunda metade do século XX.

**A aceleração da dívida privada é uma característica regular do ciclo de negócios moderno. O endividamento de empresas e famílias expande-se nos períodos de crescimento e “confiança”. Os bancos, sob a supervisão dos bancos centrais, emprestam às empresas e às famílias. As instituições financeiras não bancárias emitem títulos que, abrigados nos portfólios, próprios e de outras instituições, amparam as “poupanças” das empresas e das famílias, poupanças acumuladas ao longo dos sucessivos circuitos de gasto-emprego-renda.**

**Nas recessões, e mais ainda nas depressões, a dívida pública invade os portfólios para garantir o valor e a liquidez da riqueza dos agentes privados. Salvos da desvalorização dos ativos e das carteiras de dívida que carregavam, os bancos privados e outros intermediários financeiros salvaguardam seus patrimônios, incorporando títulos públicos com rendimentos reduzidos, mas valor assegurado. O Estado, como gestor da moeda (e da dívida), susta uma desvalorização desastrosa da riqueza.**

Os governos emitem títulos públicos, em estreita cooperação com os Bancos Centrais que regulam as condições de liquidez do mercado monetário mediante a recompra diária dos papéis elegíveis, quer do governo, quer do setor privado.

No episódio de 2008, assim como na pandemia, os Bancos Centrais e os Tesouros Nacionais cuidaram e cuidam de sustar a desvalorização dos ativos privados que frequentam os balanços de empresas, bancos e famílias. Os bancos privados e outros intermediários financeiros protegem suas carteiras e, portanto, salvaguardam seus patrimônios carregando títulos públicos. Na última crise e na pandemia, os Bancos Centrais e os Tesouros emitiram títulos com rendimentos reduzidos, mas valor assegurado pelo poder do Estado como gestor da moeda, a ponte segura entre o passado apodrecido e o futuro incerto.

Em 15 de junho de 2020, a economista Daniela Gabor participou de uma audiência pública sobre as respostas ao Covid-19 na Comissão de Economia do Parlamento Europeu. Entre os mitos que Daniela procurou desbancar está a ideia de que os Bancos Centrais ultrapassaram seu mandato com intervenções desproporcionais nos mercados de títulos públicos, minando as regras fiscais:

*“Através de uma lente macrofinanceira, este argumento é simplesmente errado. Se perguntarmos como a estrutura financeira privada e as políticas macroeconômicas interagem, fica claro que as mudanças evolutivas nas finanças europeias juntaram as políticas monetárias e fiscais. A divisão pré-crise das funções macroeconômicas – política monetária e política fiscal – é uma ficção que não podemos mais sustentar. Consideremos o mercado monetário: para bancos europeus e investidores institucionais, o mercado de repos<sup>9</sup> é de 7 trilhões de euros. Dois em cada*

9 São as operações chamadas *Repurchase Agreement*, *Repo*, conhecidas no Brasil como Operações Compromissadas. Nessas operações os títulos de maior liquidez são “alugados” por um prazo curto, com compromisso de recompra.

*três euros emprestados no mercado repos usam títulos soberanos emitidos por integrantes da Zona do Euro (Alemanha e Itália os maiores) como garantia. A criação de crédito privado – o pão e a manteiga das operações do BCE – depende fundamentalmente de títulos soberanos, e assim da política fiscal.”*

Na crise de 2008, assim como na pandemia, o Federal Reserve e o Banco Central Europeu trataram de prover liquidez para administrar o colapso das relações monetárias de mercado e conter a qualquer custo a contração do mercado interbancário e a evaporação dos *money markets*. Os Bancos Centrais abriram as comportas de seus balanços para conter a ruptura dos fluxos de crédito, gastos e renda. Para tanto, bombearam trilhões de dólares para a compra de títulos privados e para a aquisição de títulos públicos mais longos, achatando a curva de juro, diga-se, já desinclinada.

**Os Bancos Centrais cuidam de absorver ativos privados em seus balanços, enquanto os Tesouros se incumbem da emissão generosa de títulos públicos para sustentar a liquidez das carteiras de ativos dos bancos particulares. A experiência do enfrentamento das crises demonstra a articulação estrutural entre o sistema de crédito, a acumulação produtiva das empresas, o consumo privado e a gestão das finanças do Estado, particularmente da dívida pública. Nas crises financeiras, o caráter essencialmente “coletivista” da economia monetária da produção, ou seja, do capitalismo, surge no naufrágio financeiro como a tábua de salvação dos mercados privados. As relações entre as finanças públicas, a gestão monetária e o setor financeiro privado não são “externas”, de mero intervencionismo. São orgânicas e constitutivas.**

Nas crises, os agentes econômicos correm sofregamente para reservas de valor.

O economista Emmanuel Fahi ensina o básico: *“As famílias e as empresas precisam provisionar dinheiro. As instituições financeiras precisam de garantias. Bancos Centrais e fundos soberanos precisam manter ativos estrangeiros. Em tempos de normalidade, essas reservas de valor assumem muitas formas: dinheiro, depósitos bancários, títulos do Tesouro, e também títulos corporativos, ações, ou ativos reais, como imóveis, terras, ouro, entre outros”* (Fahi, 2017).

No espocar das recessões ou, pior, das depressões, os mercados revelam que essas reservas de valor não são iguais. Elas diferem em seu grau de liquidez – a facilidade com que eles podem ser negociados – e em sua sensibilidade aos vários fatores de risco. Entre o cardápio de ativos disponíveis, alguns são percebidos como “mais seguros” do que outros. Esses ativos de reserva certamente são qualitativamente diferentes, mas todos devem prestar reverência ao Dinheiro, o *despótico ditador* que os obriga a comparecer aos mercados com as vestes monetárias e os aflige diariamente com a ameaça de perda de valor caso não consigam dar o “salto mortal” para o regaço do *senhor*.

As análises e avaliações das políticas monetárias e fiscais em situações de crise aguda tendem a ignorar a importância da expansão da dívida pública para o saneamento e recuperação dos balanços dos bancos. Salvos da desvalorização dos ativos que carregavam, os bancos privados e outros intermediários financeiros garantem a qualidade de suas carteiras e salvaguardam seus patrimônios carregando títulos públicos com rendimentos reduzidos, mas liquidez assegurada.

**Em nossas peregrinações pelos labirintos da história do capitalismo não encontramos sequer um fiapo de memória denunciando uma crise monetário-financeira provocada pelo endividamento “excessivo” dos governos em moeda na-**

**cional.** As crises de endividamento público estão invariavelmente associadas à tomada de empréstimos em moeda estrangeira. Essa foi a etiologia da crise fiscal e monetária dos emergentes nos anos 80 do século passado, entre esses o Brasil.

## 7. Políticas Anticíclicas e Acumulação Financeira

As políticas anticíclicas cumpriram o que prometiam ao sustar a recorrência de crises financeiras acompanhadas de “desvalorização de ativos (dívidas)”. Mas, ao garantirem o valor dos estoques de riqueza já existente, as ações de estabilização ampliaram o papel dos mercados da riqueza velha (já existente) no desempenho das economias ao afetar decisões de empresas, famílias e governos.

Nos últimos 40 anos de sucessivos programas de estabilização, os Bancos Centrais e seus economistas comemoravam a *grande moderação*: baixa inflação e taxas de juros moderadas. A “exuberância irracional” esgueirou-se à sombra das ignorâncias para implodir as certezas em 2008. A crise de 2008 pode ser apresentada como exemplo das ações dos Bancos Centrais para conter os riscos de desvalorizações dos estoques da riqueza já existente.

As injeções de liquidez concebidas para evitar a deflação do valor dos ativos já acumulados incitaram colateralmente a conservação e a valorização da riqueza na sua forma mais estéril, abstrata, que, em contraposição à aquisição de máquinas e equipamentos, não carrega qualquer expectativa de geração de novo valor, de emprego de trabalho vivo. O que era uma forma de evitar a destruição da riqueza abstrata provocou a necrose do tecido econômico.

Ao garantir o valor dos estoques de riqueza já existente, as ações de estabilização praticadas pelos Tesouros Nacionais e pelos Bancos Centrais criaram um consenso silencioso nos “mercados” a respeito dos

riscos embutidos nas decisões dos agentes que operam no mundo das finanças. A sucessão de episódios desde os anos 80 indica que os “mercados” afrouxaram os critérios de avaliação do risco e recorreram à alavancagem imprudente com crédito barato. Não se trata de recomendar as ideias ‘liquidacionistas’ que chegaram a ser invocadas nos anos 30 e hoje organizam as escaramuças dos austríacos contra a expansão do crédito.

Esses indivíduos basicamente acreditam que os agentes econômicos deveriam ser forçados a conter seus impulsos ao gasto e abandonar uso profano dos recursos. Se for preciso falências em massa para produzir este resultado e limpar a barra para que todos pudessem ter um comportamento moral, que assim seja.

Os *liquidacionistas* viam os eventos da Grande Depressão como uma penitência econômica contra os excessos especulativos da década de 1920. Assim, a Depressão era o preço que deveria ser pago pelos excessos delituosos da década anterior. Talvez isso seja melhor exemplificado na exaltação verbal do secretário do Tesouro de Hoover, Andrew Mellon, que aconselhou o Presidente a “liquidar a mão-de-obra, liquidar as ações, liquidar os agricultores, liquidar os imóveis”. Mellon continuou: “É preciso expurgar a podridão para fora do sistema. O alto custo de vida e a vida luxuosa cairão. As pessoas trabalharão mais, viverão uma vida mais moral. Os valores serão ajustados, e os empreendedores pegarão os destroços de pessoas menos competentes.”

Diante da inter-relação entre estoques de riqueza (e de dívida) no interior das instituições financeiras bancárias e não-bancárias, o liquidacionismo, hoje, provocaria um terremoto grau 10 nos mercados globais. Isso não afasta a conclusão supracitada a respeito dos efeitos do *quantitative easing*: **a liquidez assegurada pelos Bancos Centrais permanece represada nas**

**formas da riqueza fictícia, nos estoques de ativos mobiliários e nas reservas bancárias. Os controladores da riqueza líquida, financeira, hesitam em vertê-la na criação de riqueza nova, com medo de perdê-la nas armadilhas da capacidade sobranete, do elevado endividamento dos agentes privados e do desemprego disfarçado nos empregos precários com rendimentos cadentes.**

Os Bancos Centrais rebaixam suas taxas de juro para o sub-zero, tentam mobilizar a liquidez empoçada para o crédito e do crédito para a demanda de ativos reais ao longo do tempo. Ainda intoxicados pela metabolização dos ativos ingeridos em seus balanços para salvar o sistema financeiro em 2008, os governos hesitam em estimular a economia pela política fiscal.

A relação dívida total/PIB cresceu no planeta. O denominador (PIB) cresce pouco, mas o numerador expandiu-se rapidamente graças, sobretudo, à demanda elástica de crédito pelas empresas privadas e famílias. Ao mesmo tempo cresce a busca de segurança e liquidez: os preços dos títulos dos Tesouros vão às alturas. Os *yield* dos títulos públicos com vencimento longo despencam.

O World Economic Fórum registra que a queda da renda associada às medidas de socorro na pandemia promoveu um aumento em US\$ 20 trilhões na dívida global desde o terceiro trimestre de 2019. Até o final de 2020, os economistas das instituições multilaterais estimam que a dívida global – pública e privada – possa chegar a US\$ 277 trilhões, ou 365% do PIB mundial.

Recentemente, Willem Buiter, ex-economista chefe do Citygroup, observou que a política de *quantitative easing* tem limitações para estimular a demanda agregada. Tais limitações devem-se, em boa medida, ao excessivo endividamento do setor privado. Este é obviamente o caso, neste momento, do setor corporativo não financeiro

americano e também da alavancagem das famílias. Isso descarrega a responsabilidade sobre os ombros da política fiscal, que pode e deve ser usada para estimular a economia.

Hoje o risco maior está embutido na retração do *quantitative easing*, ou seja, na tentativa dos Bancos Centrais reduzirem a intensidade dos estímulos monetários, configurando a armadilha da política monetária não convencional supracitada. Tais posturas dos BCs, já em andamento, devem afetar as posições daqueles que mais uma vez escoraram sua riqueza em ativos que experimentaram expressiva retomada de preços frente à queda abrupta das taxas de juros (curtas e longas) causadas pelo QE. As expectativas de que os preços podem recuar agora, mas inevitavelmente se recuperarão depois, não se sustenta. São devastadores os exemplos de irreversibilidade nas economias capitalistas. Em seu movimento prevalece a formação de “posições” e preços na acumulação de riqueza ao longo do tempo. Parece que não existem exemplos de volta ao passado. As posições e os preços estão irremediavelmente atados ao futuro. Como sugeriu o guru de investimentos Seth Klarman, desgraçadamente, nesse momento, não se sabe até quando, o futuro só pode ser garantido pela generosidade dos balanços dos Bancos Centrais.

O crescimento da massa de direitos sobre a riqueza e a renda resulta dos fluxos de produção, da renda criada mediante a concessão do crédito e a criação “socializada” dos direitos de propriedade (ações). Nos ativos financeiros estão encarnadas as poupanças sacadas dos fluxos de renda pretéritos e é nesses ativos que também vão encarnar-se as poupanças vindouras das famílias e das empresas. As avaliações desses ativos nos mercados financeiros são realizadas diariamente e afetam as decisões dos administradores desses recursos – bancos e demais instituições da

finança.

Essas decisões se dilaceram entre partilhar o risco do investimento na produção socialmente útil e geradora de novos empregos e fugir para os escaninhos da valorização “autorreferida” dos ativos financeiros. Nos últimos 40 anos, esse jogo foi jogado de forma autorreferenciada: fusões e aquisições, recompra de ações e pagamento de dividendos aos acionistas.

Conforme mencionado, **a globalização financeira e a deslocalização produtiva são filhos diletos da estratégia competitiva da grande empresa comandada pela fúria inovadora e concentradora dos mercados financeiros. É uma ilusão imaginar que relações entre a economia real e a economia monetário-financeira são de oposição e exterioridade. São relações contraditórias, mas não opostas, inerentes à dinâmica do capitalismo em seu movimento de expansão, transformação e reprodução.**

**Aí estão inscritas a concentração e a centralização do controle do capital monetário em instituições financeiras cada vez mais interdependentes que submetem a seu domínio a produção e a distribuição da renda e da riqueza. A plethora de ativos financeiros abrigada e concentrada nas redes de grandes e pequenas instituições apoderou-se da gestão empresarial, impondo práticas destinadas a aumentar a participação dos ativos financeiros na composição do patrimônio, inflar o valor desses ativos e conferir maior poder aos acionistas. A lógica da valorização dos estoques de riqueza financeira passou a comandar o movimento das “economias reais.**

**Os ganhos propiciados pela valorização da riqueza financeira sustentam o poder dos ricos e, simultaneamente, aprisionam as vítimas da crescente desigualdade nos circuitos do crédito. No afã desatinado de acompanhar os novos**

**padrões de vida, a legião de fragilizados compromete uma fração crescente de sua renda nas encrescas do endividamento.**

No mundo em que mandam os mercados da riqueza, os vencedores e perdedores dividem-se em duas categorias sociais: na cúspide, os detentores de títulos e direitos sobre a renda e a riqueza gozam de “tempo livre” e do “consumo de luxo”. Na base, os dependentes crônicos da obsessão consumista e do endividamento, permanentemente ameaçados pelo desemprego e, portanto, obrigados a competir desesperadamente pela sobrevivência.

O jornal “Financial Times” publicou, tempos atrás, uma extensa reportagem sobre a crise da classe média americana. A matéria de Edward Luce, chefe da sucursal do FT em Washington, relata as agruras da família de Mark Freeman, ameaçado de perder a casa por inadimplemento de três prestações e obrigado a pagar mais caro pelo plano de saúde. Esses percalços familiares acontecem em meio à deterioração da vizinhança, devastada por residências abandonadas, pela invasão de traficantes e pela constância de tiroteios entre bandos criminosos. A família Freeman, mãe e pai, faturam US\$ 70 mil por ano, uma renda 30% superior à média das famílias americanas.

Edward Luce adverte que a crise da classe média americana não é fruto da *grande recessão*, iniciada em 2007, mas é um fenômeno de longo prazo. Desde 1973 até 2010, o rendimento de 90% das famílias americanas cresceu apenas 10% em termos reais, enquanto os ganhos dos situados na faixa dos super-ricos - a turma do 1% superior - triplicou. Pior ainda: a cada ciclo a recuperação do emprego é mais lenta e, portanto, maior é a pressão sobre os rendimentos dos assalariados. Até meados dos anos 70, é bom lembrar, o crescimento econômico foi acompanhado do aumento dos salários reais, da redução das diferenças entre os rendimentos do capital e do trabalho e

de uma maior igualdade dentro da escala de salários.

## 8. A necessária retomada do Plano

### Keynes

Em 1944, nos trabalhos preparatórios para os Acordos de Bretton Woods, Keynes foi voz vencida no ponto central de sua concepção do que deveria vir a ser a ordem monetária e financeira do pós-guerra. Para Keynes, a liberdade de circulação de capitais deveria ser restringida. A ideia central era construir um arranjo monetário e financeiro que, em primeiro lugar, permitisse a rápida restauração dos fluxos internacionais de comércio. A recuperação das economias devastadas pela guerra dependia, no entendimento de Keynes, dessa rápida expansão do comércio e, portanto, da produção, do emprego e da renda que a acompanhariam (Amato e Fantacci, 2012).

Mas a expansão do comércio internacional, para Keynes, deveria estar baseada na construção de um *aparato de registros contábeis* relativos aos débitos e créditos acumulados por cada um dos países que assinassem o Acordo de Bretton Woods e não na restauração de um ambiente monetário e financeiro no qual os mercados de títulos e créditos privados voltassem a crescer e dar sustentação à expansão do comércio. As finanças internacionais não poderiam crescer, a não ser marginalmente. Sua desimportância para a expansão do comércio internacional era a pedra angular do Plano Keynes. Com o controle da restauração do movimento de capitais e da reestruturação dos mercados de crédito e de títulos de dívida, as taxas de câmbio poderiam ser administradas de acordo com as necessidades dos países signatários do Acordo e não de acordo com os movimentos de capitais. Ademais, as necessidades de financiamento dos balanços de pagamentos não ficariam restritas, no curto prazo, aos saldos positivos acumulados na forma de reservas internacionais de alguma divisa-chave

e/ou aos empréstimos obtidos nos mercados. Os déficits poderiam ser negociados no âmbito da instituição que seria criada com a função principal de orquestrar tal arranjo: o FMI. Os registros contábeis de créditos e débitos oriundos do comércio internacional seriam registrados em uma moeda que seria criada para esse propósito e para mais nenhum outro: o Bancor.

**Keynes pretendia com seu Plano atingir pelo menos dois grandes objetivos: não permitir que alguma moeda nacional obtivesse o status de moeda internacional e impedir que as taxas de câmbio e os déficits de balanços de pagamentos fossem administrados com base nos ímpetos e disposições dos mercados financeiros internacionais. Keynes desejava esvaziar de poder esses últimos e pretendia que os arranjos feitos entre agentes públicos representantes de suas nações fosse a instância encarregada *politicamente* de preservar os equilíbrios intertemporais externos dos vários países em comum acordo com o interesse mais amplo de todos os países participantes do Acordo: a preservação de um ambiente no qual vigesse um *viés pró-crescimento*, garantidor último da manutenção da paz e dos princípios organizadores das sociedades capitalistas liberais.**

Mas a proposta de Keynes foi voz vencida. Os americanos, liderados por Dexter White, construíram o núcleo dos Acordos de Bretton Woods de modo a transformar o dólar americano na moeda-chave em âmbito mundial e a restaurar o papel central dos mercados financeiros internacionais. Em que pese a resistência feita pelos países europeus entre 1950 e 1958, quando operou a União Europeia de Pagamentos, o mundo passou a adotar o *regime monetário* proposto pelos norte-americanos em Bretton Woods desde então.

As crises que as cada vez mais óbvias aporias do sistema monetário e financeiro

contemporâneo apresentam são as filhas diletas daquela escolha. Talvez esteja próximo o dia em que a História nos colocará frente a mais uma oportunidade de escolha sobre qual sistema internacional de gestão da moeda e do crédito desejamos construir. Em seu movimento de geração de valor e de acumulação de riqueza abstrata, o capitalismo ilude seus críticos e admiradores ao transfigurar incessantemente o “modo de ser” do dinheiro em seu “modo de aparecer” ao longo dos ciclos de negócios, crises e tropeções. As diferenças no *modo de aparecer* devem ser compreendidas a partir da unidade contraditória das funções da moeda em seu *modo de ser*. Talvez, dessa vez, tenhamos aprendido a lição. Talvez não.

## 9. Considerações Finais

Observa-se que a política monetária não convencional intensificou os efeitos da *financeirização* sobre o equilíbrio precário de um sistema monetário que se debate entre a fragmentação e a centralização. Neste contexto, os Bancos Centrais são cada vez mais pressionados a preservar a ambivalência do sistema monetário a partir da gestão da moeda centralizada, sob ameaça desta última ter sua legitimidade questionada pelos atores privados, especificamente os grandes gestores da riqueza financeira.

A maior influência de certos interesses privados sobre a condução da gestão da liquidez por parte da autoridade monetária limita as ações dos BCs e dos governos como um todo em direção aos demais interesses privados, especialmente aqueles que estão na base da pirâmide da riqueza e da renda. Neste contexto, **a mudança na correlação de forças entre BCs e os grandes gestores da riqueza financeira é condição necessária para maior independência - nos termos de Aglietta (2004) - das ações da autoridade monetária frente aos mercados financeiros.**

**A articulação entre o agente público, o Banco Central, e os bancos privados, assumiu os contornos de um processo autorreferencial na esfera financeira e disfuncional na órbita do emprego e da renda. As crises se sucedem e se agravam após cada intervenção dos Bancos Centrais e dos Tesouros Nacionais. As ações anticíclicas realimentam e estimulam o divórcio entre a criação de valor na esfera da renda e do emprego e a valorização dos estoques de ativos financeiros.**

Assim, ousamos sugerir que essa concatenação indica, na verdade, uma *desarticulação das formas* que, em seu movimento contraditório trouxe o capitalismo até seu estágio atual.

## Referências

- AMATO, M. e FANTACCI, L. *The End of Finance*. Polity Press. 2012.
- AGLIETTA, M.. *Macroeconomia Financeira II-Crises financeiras e regulação monetária*. Edicoes Loyola, 2004.
- AGLIETTA, M. *Money: 5,000 years of debt and power*. Verso Trade, 2018.
- AGLIETTA, M. e ORLEÁN, A. *A Violência da Moeda*. São Paulo: Brasiliense. Introdução à segunda edição. 1982.
- AKERLOF, G. A., BLANCHARD, O., ROMER, D., & STIGLITZ, J. E. (Eds.). (2014). *What have we learned?: Macroeconomic policy after the crisis*. MIT Press.
- BELLUZZO, LGM, GALÍPOLO, G. *Dinheiro*. O poder da abstração real. Contracorrente. São Paulo. 2021.
- BERNANKE, B. Monetary policy in a new era. In Blanchard, O. e Summers, L. *Revolution or Evolution? Rethinking macroeconomic policy after the great recession*. MIT Press. Cambridge, Massachusetts. 2019.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. *Rethinking macro policy II: getting granular*. International Monetary Fund, 2013.
- BLANCHARD, O. e SUMMERS, L. *Revolution or Evolution? Rethinking macroeconomic policy after the great recession*. MIT Press. Cambridge, Massachusetts. 2019.
- Dell'ARICCIA, M. , MAURO, M. P., & BLANCHARD, M. (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy* (No. 2010/003). International Monetary Fund.
- FARHI, E. RICARDO, J. CABALLERO, GOURINCHAS, J.P. - The Safe Assets Shortage Conundrum *Journal of Economic Perspectives—Volume 31, Number 3—Summer 2017*
- HUME, M.; SENTANCE, A. "The global credit boom: challenges for macroeconomics and policy". Do site Econstor, de 2009. Disponível o PDF em <https://www.econstor.eu/handle/10419/50647>
- JORDÀ, O.; SCHULARICK, M. E TAYLOR, A. *Sovereigns versus Banks: Credit, Crises, and Consequences* – Federal Reserve Bank of San Francisco- 2014.
- LUCE, E. America dangerous reliance on the Fed Easy money and fiscal gridlock in Washington lead to populism. Financial Times, 14 de Janeiro 2021.
- MAUSS, M. (2007). *Essai sur le Don*. Forme et raison de l'échange dans les societies archaïques. PUF. Paris.
- SCHULARICK, M. *Public and Private Debt: The Historical Record (1870–2010)*. *German Economic Review*. 2019.



**FONACATE**

Fórum Nacional Permanente  
de Carreiras Típicas de Estado

[www.fonacate.org.br](http://www.fonacate.org.br)