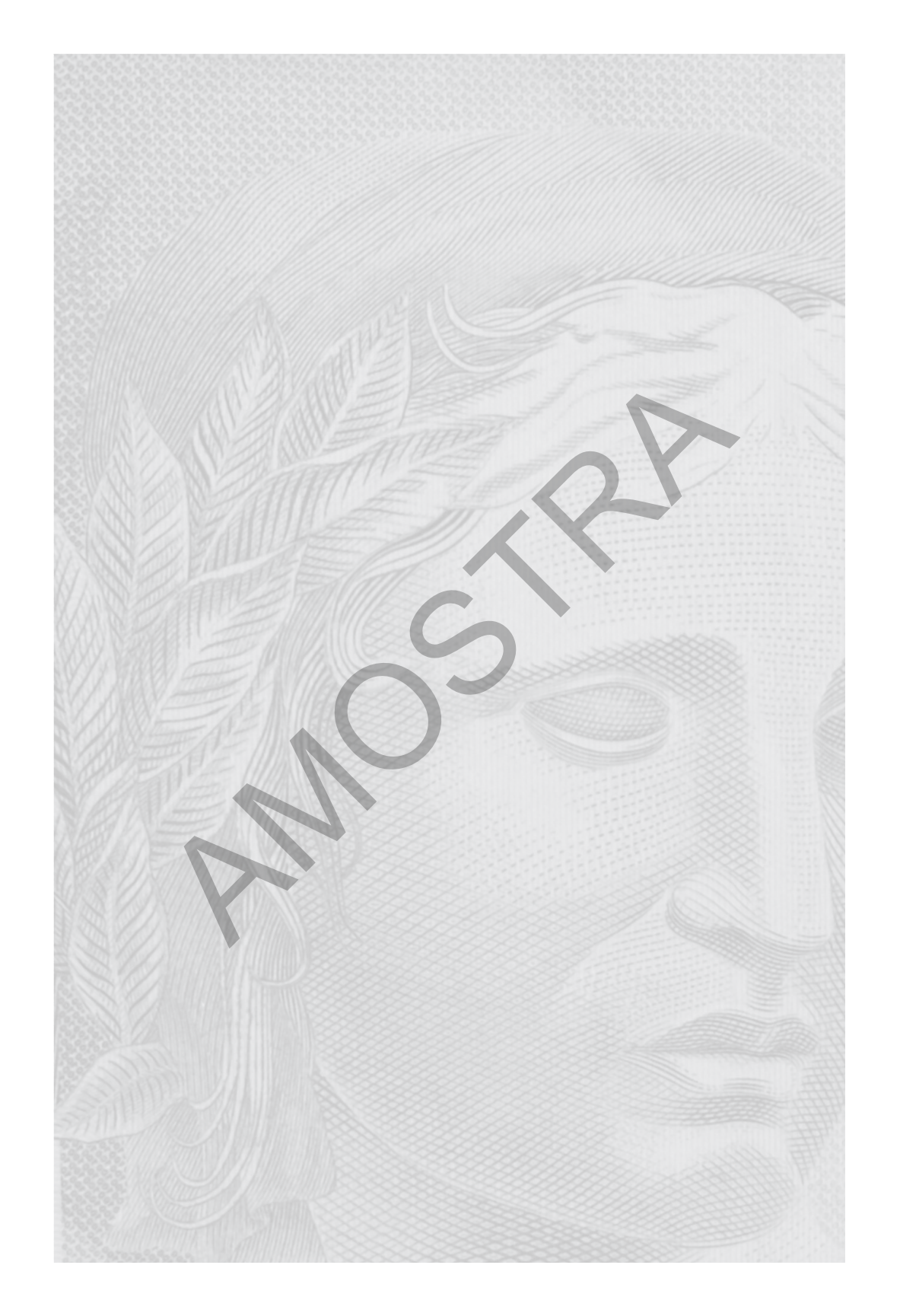


MACROECONOMIA MONETÁRIA

AMOSTRA



AMOSTRA

JOSÉ LUIS OREIRO

Autor de *Macroeconomia da Estagnação Brasileira*

MACROECONOMIA MONETÁRIA

**EMPREGO, MOEDA
E TAXA DE JUROS**



ALTA BOOKS

GRUPO EDITORIAL

Rio de Janeiro, 2025

Macroeconomia Monetária

Copyright © 2025 STARLIN ALTA EDITORA E CONSULTORIA LTDA.

Alta Cult é um selo do Grupo Editorial Alta Books (Starlin Alta Editora e Consultoria LTDA.).

Copyright © 2025 José Luis Oreiro.

ISBN:978-85-508-2615-8

Impresso no Brasil — 1ª Edição, 2025 — Edição revisada conforme o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 2009.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(BENITEZ Catalogação Ass. Editorial, MS, Brasil)

066m

1.ed. Oreiro, José Luis
Macroeconomia monetária : emprego, moeda e taxa de
juros / José Luis Oreiro. - 1.ed. - Rio de Janeiro :
Alta Books, 2025.
304 p.; 15,7 x 23 cm.

Bibliografia.

ISBN 978-85-508-2615-8

1. Economia. 2. Desemprego - Aspectos sociais.
3. Macroeconomia. 4. Mercado de trabalho - Brasil.
5. Investimentos - Gestão. 6. Reservas bancárias.
7. Taxa de juros. 8. Teoria monetária moderna.
I. Título.

03-2025/69

CDD 339

Índice para catálogo sistemático:

1. Macroeconomia 339

Aline Grazielle Benitez - Bibliotecária - CRB-3/3129

Todos os direitos estão reservados e protegidos por Lei. Nenhuma parte deste livro, sem autorização prévia por escrito da editora, poderá ser reproduzida ou transmitida. A violação dos Direitos Autorais é crime estabelecido na Lei nº 9.610/98 e com punição de acordo com o artigo 184 do Código Penal.

O conteúdo desta obra fora formulado exclusivamente pelo(s) autor(es).

Marcas Registradas: Todos os termos mencionados e reconhecidos como Marca Registrada e/ou Comercial são de responsabilidade de seus proprietários. A editora informa não estar associada a nenhum produto e/ou fornecedor apresentado no livro.

Material de apoio e erratas: Se parte integrante da obra e/ou por real necessidade, no site da editora o leitor encontrará os materiais de apoio (download), errata e/ou quaisquer outros conteúdos aplicáveis à obra. Acesse o site www.altabooks.com.br e procure pelo título do livro desejado para ter acesso ao conteúdo.

Suporte Técnico: A obra é comercializada na forma em que está, sem direito a suporte técnico ou orientação pessoal/exclusiva ao leitor.

A editora não se responsabiliza pela manutenção, atualização e idioma dos sites, programas, materiais complementares ou similares referidos pelos autores nesta obra.

Grupo Editorial Alta Books

Produção Editorial: Grupo Editorial Alta Books
Diretor Editorial: Anderson Vieira
Editor da Obra: J. A. Ruggeri
Vendas Governamentais: Cristiane Mutus
Gerência Comercial: Claudio Lima

Produtora Editorial: Ana Clara Tambasco
Revisão: Denise Himpel e Paulo Aragão
Diagramação: Rita Motta
Capa: Rita Motta



Rua Viúva Cláudio, 291 — Bairro Industrial do Jacaré
CEP: 20.970-031 — Rio de Janeiro (RJ)
Tels.: (21) 3278-8069 / 3278-8419
www.altabooks.com.br — altabooks@altabooks.com.br
Ouidoria: ouvidoria@altabooks.com.br



Dedico este livro à memória de minha mãe, Ana da Costa Muíño (03/08/1936–07/12/2021), camponesa emigrada de Portugal para o Brasil no final dos anos 1950, a quem devo o tesouro inestimável da fé católica, o senso de justiça e cumprimento do dever e o amor ao conhecimento humano em todas as suas formas.

AGRADECIMENTOS

Este livro é o resultado de mais de 30 anos de estudos e pesquisa sobre teoria keynesiana. Meu interesse por Keynes e pelo keynesianismo é anterior ao meu ingresso no curso de ciências econômicas da antiga FEA/UFRJ, no primeiro semestre de 1989. O primeiro contato com as ideias de Keynes veio por intermédio do livro *O Novo Estado Industrial*, do economista canadense, radicado nos Estados Unidos, John Kenneth Galbraith. Foi meu momento de “ver a luz na estrada para Damasco”. Keynes me pareceu o pensador que mais se adequava à minha visão de mundo. Como católico, tinha ojeriza ao socialismo soviético e ao sistema teórico sobre o qual ele supostamente estava baseado, o marxismo. Como apaixonado pela história das sociedades, o liberalismo também não me agradava. Isso porque a aplicação dos princípios do *laissez-faire* foi o responsável direto tanto pela Grande Depressão de 1929, que quase destruiu as democracias ocidentais, quanto pela miséria das classes proletárias que serviu como caldo de cultura para os movimentos socialistas e comunistas do final do século XIX e início do século XX. Eu acreditava que era possível e desejável uma *terceira via* na qual um capitalismo administrado pelo Estado fosse capaz de proporcionar um emprego decente a todas as pessoas aptas a trabalhar e também uma distribuição de renda justa, compatível com o princípio da destinação universal dos bens proposto pela *Doutrina Social da Igreja Católica*. As ideias de Keynes me pareceram, naquele momento, a resposta para minhas angústias intelectuais.

Desde então, tenho me dedicado com afinco ao estudo da teoria keynesiana. Nessa minha jornada, tive a sorte de contar com dois grandes mestres: Edward Amadeo, meu orientador no mestrado em economia na PUC/RJ (1993–1996), e Fernando José Cardim de Carvalho, meu orientador no

doutorado em economia no IE/UFRJ (1997–2000). Ambos eram os principais expoentes do keynesianismo no Brasil, bem como pesquisadores de grande reputação internacional. Muito do que sei sobre Keynes e o keynesianismo aprendi com eles.

Durante meu doutorado no IE/UFRJ, por ocasião de um seminário internacional sobre economia pós-keynesiana, organizado pelo Fernando Cardim de Carvalho, tive a oportunidade de estabelecer contato pessoal e profissional com outros grandes pesquisadores keynesianos como Jan Kregel, Steve Fazzari e Gary Dymski. Ainda durante o doutorado tive a oportunidade de participar do meu primeiro congresso internacional, na cidade de Knoxville, no estado do Tennessee (Estados Unidos), organizado por Paul Davidson, editor do *Journal of Post Keynesian Economics*. Essas experiências foram fundamentais para a minha formação na economia keynesiana.

Meus anos de formação como economista keynesiano coincidiram com aquilo que meu ex-professor do doutorado na UFRJ, Mário Possas, chamou de “A cheia do Mainstream”. Desde o advento da Revolução das Expectativas Racionais, no início da década de 1970, pelas mãos de Robert Lucas, a economia keynesiana tem estado desacreditada nos meios acadêmicos nos Estados Unidos, com reflexos importantes no Brasil. Durante minha época de formação, e por vários anos depois até a crise financeira internacional de 2008, ser um economista keynesiano era sinônimo de pouca seriedade científica, pois as ideias de Keynes teriam se mostrado ultrapassadas pelo desenvolvimento dos novos e potentes modelos de equilíbrio geral estocástico dinâmico, no qual um agente representativo, com vida infinita e mercados de capitais perfeitos, tomava decisões que replicariam as decisões ótimas de um grande espectro de agentes racionais. Nesse arcabouço teórico podia-se admitir a existência de alguns “problemas keynesianos” como a rigidez de preços, os quais poderiam fazer com que a economia se afastasse temporariamente de seu equilíbrio geral, no qual todos os mercados se esvaziavam e os planos dos agentes são mutuamente consistentes entre si. Nesse contexto, a leitura da Teoria Geral, ou dos demais escritos de Keynes, era vista não só como totalmente desnecessária para o progresso da ciência, mas também como uma espécie de religião na qual os “crentes” cultuavam um autor ultrapassado, utilizando como método de análise a leitura de citações dos escritos de Keynes como se fossem as “sagradas escrituras”.

Essa visão se mostrou totalmente equivocada quando da erupção da grande crise financeira internacional de 2008. A ortodoxia econômica não só foi incapaz de prever a ocorrência e a magnitude da crise de 2008, como também não dispunha do ferramental teórico necessário para entender o que estava acontecendo. Essa situação foi explicitada por Sua Majestade, a rainha Elisabeth II do Reino Unido, que mais de uma vez perguntou aos economistas do *mainstream* porque nenhum deles fora capaz de prever a catástrofe que se abateu sobre o Reino Unido e demais economias desenvolvidas.

Desde então, temos observado um renascimento do interesse por Keynes e pela economia keynesiana. Nesse contexto, este livro é uma tentativa de mostrar para o leitor especializado em economia, mas que tenha “ouvidos para ouvir”, que a Teoria Econômica pós-Keynes tomou não só um caminho completamente diferente, como também errado, com relação à nova “forma pela qual o mundo pensa os problemas econômicos”, proposta por Keynes em sua *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, publicada em 1936. O que proponho aqui é o início de uma reconstrução da macroeconomia a partir dos fundamentos estabelecidos por Keynes há quase um século. Para tanto me valho do imenso estoque de conhecimento produzido por gerações sucessivas de economistas keynesianos. À parte algumas contribuições originais minhas, o grosso do material apresentado neste livro consiste num esforço de compilação e sistematização desse imenso estoque de conhecimento.

Este livro foi elaborado, em grande medida, a partir das notas de aula da disciplina de macroeconomia pós-keynesiana que leciono desde 2018 nos cursos de graduação e pós-graduação em economia da Universidade de Brasília. Nessas aulas, tive interação com alguns alunos que se tornariam não só meus orientandos, como também meus amigos. Aqui cabe um destaque especial a João Pedro Heringuer Machado, que foi meu orientado de graduação e mestrado em economia na Universidade de Brasília, de quem tive a honra de ser padrinho de batismo, primeira comunhão e crisma por ocasião de sua conversão à fé católica.

Agradeço também ao professor Fernando Ferrari Filho, professor emérito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, que se dispôs a ler os manuscritos deste livro e fez críticas úteis e construtivas.

Não poderia deixar de agradecer ao meu dileto amigo e companheiro de armas Luiz Fernando Rodrigues de Paula, professor do Instituto de

Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, que se dispôs a escrever o (generoso) prefácio desta obra.

Quero também agradecer ao Ruggeri, meu editor, e à toda a equipe do Grupo Editorial Alta Books, pelo incentivo e empenho na finalização desta obra.

Por fim, mas não menos importante, este livro só foi possível pelo apoio incondicional de minha esposa, Kalinka Martins da Silva. Sem seu amor, teria sido impossível obter o esforço e a constância necessária para finalizar esta obra.

Soli Deo Gloriam.

AMOSTRA

PREFÁCIO

José Luis Oreiro, após publicar dois outros bem-sucedidos manuais de macroeconomia, *Macroeconomia do Desenvolvimento: Uma Perspectiva Keynesiana* e *Macrodinâmica Pós-keynesiana: Crescimento e Distribuição de Renda*, nos brinda agora com *Macroeconomia Monetária: Emprego, Moeda e Taxa de Juros*, completando assim uma trilogia de manuais heterodoxos de macroeconomia. Tendo sido orientado em seu mestrado por Edward Amadeo e no doutorado por Fernando Cardim de Carvalho, e ainda com larga produção acadêmica nacional e internacional, o autor é, sem dúvida, mais que qualificado para tamanha tarefa.

Uma das características dos livros do professor Oreiro é que ele combina didatismo — com uma leitura fluida e bem explicada — com profundidade e abrangência nos temas tratados. Diga-se de passagem, a mesma qualidade que tem como professor em sala de aula. Ele, sem dúvida, conhece profundamente a teoria pós-keynesiana.

Este livro vem preencher um vácuo existente no Brasil, que era a falta de um manual de macroeconomia monetária pós-keynesiana. Para tamanha tarefa, Oreiro se vale do seu conhecimento de uma ampla literatura, que inclui o próprio Keynes e autores pós-keynesianos, como Amadeo, Cardim de Carvalho, Chick, Davidson, Dutt, Kaldor, Kregel, Lavoie, Leijonhufvd, Minsky, Palley e Thirlwall, além de seus próprios artigos acadêmicos. Trata-se de uma teoria baseada no conceito de economia monetária de produção, onde a moeda “afeta motivos e decisões dos agentes”, como desenvolve o autor, que se contrapõe à teoria clássica, ou economia de Robinson Crusoe. Uma implicação importante desta abordagem teórica pós-keynesiana é que “desemprego da força de trabalho não é um desvio temporário com relação à tendência de longo prazo das economias de mercado, mas uma propriedade

emergente de uma economia monetária de produção que opera em tempo histórico”.

O livro é bem abrangente e completo, e discute as questões essenciais da macroeconomia monetária pós-keynesiana: os princípios da economia monetária de produção, como incerteza não probabilística; princípio da demanda efetiva; consumo, investimento e multiplicador de renda; preferência pela liquidez; moeda, crédito e bancos centrais; financiamento e flutuações cíclicas; modelos de crescimento de inspiração pós-keynesiana, além de oferecer ao leitor um modelo completo de uma economia monetária de produção, ou seja, um modelo dinâmico de determinação do nível de produto, emprego, estoque de capital, salário real, investimento, eficiência marginal do capital e da relação capital-produto.

O livro não se furta a discutir questões da economia contemporânea e divergências teóricas no próprio campo da escola pós-keynesiana. Destacarei três dessas questões abordadas no livro.

Em primeiro lugar, o livro incorpora as relações entre estoques e fluxos — na linha de Godley e Lavoie —, que se achava ausente da estrutura teórica apresentada por Keynes na sua Teoria Geral, notadamente o efeito da decisão de investimento sobre o tamanho do estoque de capital, bem como o impacto sobre a eficiência marginal do capital. Cabe acrescentar que o modelo é estendido além do curto prazo marshalliano. Cria-se, deste modo, uma dinâmica intrínseca no modelo que elimina a existência de buracos negros.

Em segundo lugar, o livro revisa a discussão sobre a endogeneidade da oferta de moeda, muito discutida no meio pós-keynesiano, a partir da publicação do livro de Basil Moore, em 1988, *Horizontalist and Verticalist: The Macroeconomics of Credit Money*. Aqui, Oreiro faz uma crítica teórica e empírica à teoria horizontalista da moeda e do crédito. Seguindo a crítica já feita por Cardim de Carvalho, o autor mostra que, ao contrário do defendido pela vertente horizontalista, os bancos comerciais não acomodam toda a demanda de crédito, dos potenciais tomadores, que consideram solvente a uma dada taxa de juros. Isso porque os bancos comerciais, como qualquer agente numa economia monetária de produção, possuem preferência pela liquidez, a qual se expressa na manutenção de uma proporção de ativos líquidos em carteira, maior do que a exigida pelas autoridades monetárias. E acrescenta que o grande problema empírico da abordagem horizontalista é que

os bancos comerciais só fazem uso de reservas emprestadas em situações emergenciais, sendo que desde a crise financeira internacional de 2008, os bancos comerciais mantêm reservas nos Bancos Centrais que excedem, por larga margem, o requerimento de reservas exigido pela autoridade monetária. Em outras palavras, os bancos comerciais depositam suas reservas excedentes no Banco Central, tendo assim uma posição líquida credora ao invés de devedora (como supõe a visão horizontalista), na autoridade monetária.

Em terceiro lugar, Oreiro realiza uma crítica à *Modern Monetary Theory* (MMT), que, pelo menos até recentemente, esteve bastante na moda no meio heterodoxo brasileiro, em particular as proposições de que o governo precisa gastar para injetar dinheiro na economia, e de que a capacidade do governo de criar moeda implica que não possui restrição financeira, e que não existe nenhum tipo de custo em levar a economia a uma situação de pleno emprego. Segundo ele, a ideia de que o governo cria moeda ao aumentar seus gastos é equivocada por não considerar o papel dos bancos comerciais na criação de moeda por intermédio de seus empréstimos, sem que seja necessário o Tesouro realizar gasto, e por assumir que o Banco Central e o Tesouro são uma única entidade contábil, quando, na realidade na maioria dos casos, o Banco Central é proibido por lei de financiar o Tesouro.

José Luís Oreiro discute ainda outras questões contemporâneas neste livro: a natureza das criptomoedas, mostrando que estas não são moedas com base na definição keynesiana; e a discussão sobre a importância da crise financeira internacional de 2008 para a crise atual da macroeconomia.

Por todo o exposto, fica claro que se trata de um livro fundamental para aqueles que querem entender com profundidade não só a macroeconomia monetária pós-keynesiana quanto os problemas atuais da economia brasileira e mundial. O livro é voltado tanto para os discentes de pós-graduação quanto para os mais adiantados da graduação de Economia e ciências afins. E também a todos os leitores que buscam uma alternativa à macroeconomia convencional.

Boa leitura.

Luiz Fernando de Paula

Professor do Instituto de Economia da UFRJ e
ex-presidente da Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

SUMÁRIO

01	PRINCÍPIOS BÁSICOS DE UMA ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO	1
1.1	Introdução	1
1.2	A Não Essencialidade da Moeda em Economias do Tipo Robinson Crusoe e o Conceito de Economia Monetária de Produção	5
1.3	A Transição do Tratado sobre a Moeda para a Teoria Geral	9
1.4	Considerações Metodológicas sobre a Teoria Geral	12
1.5	Economia Monetária de Produção: o Programa de Pesquisa da Escola Pós-Keynesiana	16
02	O MERCADO DE TRABALHO E O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA	22
2.1	Introdução	22
2.2	O Mercado de Trabalho e o Desemprego Involuntário	23
2.3	O Princípio da Demanda Efetiva e o Equilíbrio de Curto Período	35
2.4	Expectativas de Curto Período e a Estabilidade do Equilíbrio	48
2.5	Reprise das Conclusões	54
2.6	Questões para Discussão	55
03	CONSUMO, INVESTIMENTO E O MULTIPLICADOR	58
3.1	Introdução	58
3.2	A Função Consumo	61
3.3	A Propensão Marginal a Consumir e o Multiplicador	68
3.4	A Eficiência Marginal do Capital e a Decisão de Investimento	75

3.5	Incerteza, Convenções e o Estado de Expectativas de Longo Período	83
3.6	Reprise das Conclusões	88
3.7	Questões para Discussão	89

04 → PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ, MOEDA E POLÍTICA MONETÁRIA 91

4.1	Introdução	91
4.2	Moeda e Sistema de Contratos	93
4.3	Incerteza e Preferência pela Liquidez	96
4.4	Preferência pela Liquidez e Determinação da Taxa de Juros	99
4.5	Introduzindo os Bancos Comerciais no Modelo de Determinação da Taxa de Juros	104
4.6	A Taxa de Juros Segura e a Eficácia da Política Monetária	108
4.7	Taxa Própria de Juros, Preferência pela Liquidez e Acumulação de Capital	116
4.8	Reprise das Conclusões	122
4.9	Questões para Discussão	123

05 → MODELANDO UMA ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO 125

5.1	Introdução	125
5.2	A Estrutura de Equações do Modelo no Curto Período	128
5.3	Equilíbrio de Curto Período	130
5.4	Análise Dinâmica e a Persistência do Desemprego Involuntário	131
5.5	Salário Monetário Flexível e Investimento Planejado	145
5.6	Reprise das Conclusões	151
5.7	Questões para Discussão:	153

06 → MOEDA, CRÉDITO E BANCOS CENTRAIS 154

6.1	Introdução	154
6.2	O Sistema de Pagamentos numa Economia Monetária de Produção	155
6.3	O Sistema Bancário e o Problema da Compensação de Pagamentos	162
6.4	O Banco Central, os Bancos Comerciais e o Processo de Criação de Moeda	164
6.5	A Preferência pela Liquidez dos Bancos	175
6.6	Tesouro, Banco Central e o Financiamento do Déficit Público: uma Análise da Teoria Monetária Moderna	184

6.7	Reprise das Conclusões	192
6.8	Questões para Discussão	194

07	FINANCIAMENTO, ESTRUTURAS DE PASSIVO E FLUTUAÇÕES CÍCLICAS	197
7.1	Introdução	197
7.2	O Debate entre Keynes e os Clássicos sobre os Determinantes da Taxa de Juros	200
7.3	A Réplica de Keynes a Ohlin e o Motivo Finanças de Demanda de Moeda	205
7.4	O Processo de Formação de Capital: o Circuito <i>finance-investimento-poupança-funding</i>	213
7.5	Estruturas de Passivo e Fragilidade Financeira	223
7.6	Flutuações Cíclicas nos Modelos Minskianos	232
7.7	Reprise das Conclusões	236
7.8	Questões para Discussão	238

08	ESTENDENDO O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA PARA O LONGO PRAZO: MODELOS DE CRESCIMENTO DE INSPIRAÇÃO KEYNESIANA	240
8.1	Introdução	240
8.2	Crescimento Puxado pela Demanda Efetiva: a Perspectiva Pós-Keynesiana	243
8.3	Um Modelo Simples de Crescimento Puxado pela Demanda Agregada	250
8.4	Crescimento Puxado pelas Exportações: o Modelo Dixon-Thirlwall	255
8.5	Restrição Externa ao Crescimento de Longo Prazo: os Modelos Pós-Keynesianos de Crescimento com Restrição de Balanço de Pagamentos	261
8.6	Limitações e Aperfeiçoamentos dos Modelos de Crescimento com Restrição de Balanço de Pagamentos	265
8.7	Reprise das Conclusões	269
8.8	Questões para Discussão	269

Referências bibliográficas	271
-----------------------------------	------------

Índice	283
---------------	------------