

Bancos Centrais como instituições políticas: por uma política monetária mais democrática no Século XXI

Central Banks as Political Institutions: Towards a More Democratic Monetary Policy for the 21st Century

Simone Deos e Fernanda Ultremare*

Resumo

O principal objetivo do presente trabalho, que adota uma perspectiva de economia política, é contribuir para um debate sobre trajetórias alternativas para os bancos centrais e para a política monetária no século XXI. A urgência de lidar com a instabilidade financeira, a inflação, as desigualdades crescentes e com as questões ambientais aponta para a necessidade de reconfigurar o papel dos bancos centrais e das instituições monetárias, para que possam atuar de forma mais abrangente. Se, por um lado, é fato que o conjunto de reformas que são necessárias para assegurar a sustentabilidade de nossa sociedade excede o escopo de atuação dos bancos centrais, por outro é crucial reconhecer que os bancos centrais possuem um poder muito significativo, que deve ser exercido em prol da sociedade. Consequentemente, sem a adoção de uma abordagem mais adequada em relação à moeda e sua governança, existe um risco considerável de que políticas cruciais para enfrentar questões prementes possam permanecer sem implementação.

Palavras-chave: Bancos Centrais, Política Monetária, Teoria Monetária, História Monetária

Abstract

The main objective of this work, which adopts a political economy perspective, is to contribute to a debate on alternative trajectories for central banks and monetary policy in the 21st century. The urgency of dealing with financial instability, inflation, growing inequalities, and environmental issues points to the need to reconfigure the role of central banks and monetary institutions so that they can act more comprehensively. On the one hand, it is true that the set of reforms necessary to ensure the sustainability of our society exceeds the scope of central bank activities, but on the other hand, it is crucial to recognize that central banks possess very significant power, which must be exercised for the benefit of society. Consequently, without the adoption of a more appropriate approach toward currency and its governance, there is a considerable risk that crucial policies to address pressing issues may remain unimplemented.

Key-words: Central Banks, Monetary Policy, Monetary Theory, Monetary History

Classificação JEL: E4, E5, G2, G3

* Simone Deos é Professora Associada II (Livre Docente) do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisadoras afiliadas ao Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (CERI) da mesma instituição. E-mail para contato: simonedd@unicamp.br. <https://orcid.org/0000-0003-1134-0871>
Fernanda Ultremare é Professora Assistente do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisadoras afiliadas ao Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (CERI) da mesma instituição. E-mail para contato: feultre@unicamp.br. <https://orcid.org/0000-0003-4444-0959>

Introdução

Muitos séculos antes do surgimento da economia política no mundo ocidental, a filosofia grega clássica já havia desenvolvido uma compreensão sofisticada sobre a moeda.¹ Aristóteles, em particular, apontou o seu caráter convencional e político. No entanto, a partir do século XVII, a filosofia política e, posteriormente, a nascente economia política trataram de minimizar a dimensão social da moeda e seu vínculo fundamental com o poder. A partir daí, a economia *mainstream* foi progressiva e artificialmente excluindo de seu quadro analítico os temas da política e do Estado (Eich, 2022).

Quando Smith publicou “A Riqueza das Nações”, em 1776, ele propagou a ideia de que o dinheiro surgiu a partir da troca direta de mercadorias, o escambo, que teria sido uma prática social amplamente disseminada. Essa visão errônea sobre a gênese do dinheiro, como uma solução espontânea para resolver as dificuldades impostas por um sistema de escambo – que nunca existiu nos moldes sugeridos por Smith –, distorceu a compreensão da sua natureza. Se os economistas tivessem incorporado em seu quadro de análise os resultados das pesquisas de antropólogos e arqueólogos, as quais desmascararam o mito do escambo, a interpretação a partir de Smith teria sido deixada de lado, e apenas registrada nos livros história pensamento econômico. No entanto, não foi isso que ocorreu.

Ao longo da história, a necessidade periódica de enfrentar crises obrigou governos e, particularmente, bancos centrais, a reavaliar suas estratégias e políticas de gestão da moeda. A despeito dos discursos “tecnicistas” frequentemente adotados por autoridades – que muitas vezes, amparados na teoria econômica, procuram afirmar a independência de bancos centrais relativamente aos governos e à política – episódios de crise trazem à tona a natureza intrinsecamente política do dinheiro. Desde a década de 1970, após a dissolução do Acordo de Bretton Woods, os bancos centrais têm emitido moedas fiduciárias tanto de fato, quanto de direito. Sob este novo arranjo, todo o sistema monetário e financeiro passou a depender da autoridade dos estados nacionais e, em última análise, dos Estados Unidos. Como observado por Eich (2022, p. 179), esta foi a primeira vez na história, exceto em situações de guerra, que o dinheiro, em escala global, tornou-se completamente desvinculado de qualquer metal, permitindo que cada país governe sua moeda de acordo com seus princípios e políticas.²

Esse evento marcou uma mudança extraordinária pois, como Keynes (1963, p. 22) havia observado, o ouro, como lastro da moeda, adquiriu uma aura de respeitabilidade ao longo do tempo e enraizou-se no quadro analítico conservador. Sob essa perspectiva, a dissolução do sistema Bretton Woods pode ser interpretada como um momento histórico decisivo em que a moeda, pela primeira vez na história moderna, exceção feita aos períodos de guerra, emergiu como uma instituição social e política em estado puro. Esse episódio poderia ter levado a uma gestão mais democrática dos bancos centrais e das políticas monetárias. Contudo, isso não ocorreu. De fato, o que se observa é que desde os anos 1980 vêm sendo reforçadas as narrativas de que os bancos centrais são entidades técnicas, quase sagradas, e intocáveis. No entanto, as evidências históricas apontam para uma realidade bastante diferente.

¹ Nesse texto usaremos os termos moeda e dinheiro como sinônimos.

² Embora não seja o foco principal deste trabalho, é essencial ressaltar que o atual sistema monetário internacional, no qual os estados nacionais, em sua imensa maioria, mantêm controle sobre suas respectivas moedas, é uma estrutura política, econômica e institucional assimétrica. Essa estrutura reflete, em última análise, as diferenças de poder entre as nações, determinando qual moeda e país — ou quais grupos de países e moedas — dominarão o sistema ao funcionarem como reserva internacional, como as transações internacionais serão conduzidas, como os desequilíbrios na balança de pagamentos serão abordados etc. Para uma análise aprofundada do tema, ver Conti (2011, Capítulo 1).

Desde a década de 1990, o entendimento praticamente consensual é que a política monetária, particularmente a gestão das taxas de juros, deve ser o principal instrumento da política econômica, e que a política fiscal deve priorizar o equilíbrio orçamentário. A vigência desse consenso coincidiu com um período de aumento da instabilidade financeira, com um crescimento econômico relativamente lento no ocidente, e com a ampliação da desigualdade e da degradação ecológica (Tankus, 2020).

É nesse contexto que se insere o presente trabalho, o qual, numa abordagem de economia política, tem como principal objetivo contribuir para um debate sobre trajetórias alternativas para os bancos centrais e para a política monetária no século XXI. A urgência de lidar com a instabilidade financeira, a inflação, as desigualdades crescentes e com as questões ambientais apontam para a necessidade de reconfigurar o papel dos bancos centrais e das instituições monetárias, para que possam atuar de forma mais abrangente. Se, por um lado, é fato que o conjunto de reformas que são necessárias para assegurar a sustentabilidade de nossa sociedade excede o escopo de atuação dos bancos centrais, por outro é crucial reconhecer que os bancos centrais possuem um poder muito significativo, que deve ser exercido em prol da sociedade. Consequentemente, sem a adoção de uma abordagem mais adequada em relação à moeda sua governança, existe um risco considerável de que políticas cruciais para enfrentar questões prementes possam permanecer sem implementação.

Para atingir seu objetivo, o trabalho está estruturado em três seções, além desta introdução e das considerações finais. A seção inicial explora a dimensão política inerente às discussões monetárias. Para tal, recorre a autores situados principalmente fora do campo da economia convencional, cujas ideias, ao apontarem para a conexão inerente entre dinheiro e poder, contribuem para a construção do que pode ser denominado como uma economia política da moeda e dos bancos centrais. Christine Desan (2014), por exemplo, afirma que dentro de um determinado contexto tecnológico, determinados sistemas monetários, ou determinadas formas de organização do sistema monetário são adotadas, comparativamente a outras formas de organização possíveis, predominantemente em função de interesses políticos. Em síntese, pode-se afirmar que a criação de dinheiro constitui um empreendimento de governança e de caráter político.

A segunda seção do trabalho objetiva iluminar dimensões histórico-institucionais e políticas dos bancos centrais, bem como suas práticas operacionais. Conforme destacado por Knafo (2013), a governança financeira testemunhou eventos cruciais durante o século XVII, como o surgimento de cédulas bancárias e dos próprios bancos centrais, e a partir daí foi inaugurado um capítulo importante da história monetária moderna. Estes temas serão explorados ao analisarmos aspectos da criação dos bancos centrais da Suécia, Inglaterra e Estados Unidos, bem como algumas mudanças importantes que ocorreram ao longo de suas trajetórias. O objetivo é enfatizar que os bancos centrais são instituições que evoluem e se transformam ao longo do tempo sob a influência de fatores históricos, legais e políticos, que são sujeitos a diversas pressões e são intrinsecamente entrelaçados a seus respectivos poderes executivo e legislativo.

A terceira seção busca explorar novas vias para a atuação dos bancos centrais e novas políticas macroeconômicas para serem adotadas no século XXI, considerando os enormes desafios sociais que precisam ser enfrentados. Quais funções os bancos centrais devem desempenhar para fomentar o desenvolvimento de sistemas financeiros e monetários mais resilientes, promover maior inclusão social e fomentar práticas ambientais sustentáveis? Como sugerido por Eich (2020), nosso objetivo deve ser reconfigurar os bancos centrais e redefinir as políticas monetárias como instituições que visem a fortalecer a democracia. Isso envolve, essencialmente, submeter a gestão monetária a uma supervisão democrática e alinhá-la com os objetivos almejados pela maioria da sociedade.

1) Dinheiro: uma perspectiva política

Podemos tomar como ponto de partida dessa seção o que David Graeber chamou de "o mito do escambo", que para ele foi o mito fundador da economia como área do conhecimento (Graeber, 2014). Ao formular essa expressão, o autor sintetizou duas críticas contundentes ao campo da economia. Em primeiro lugar, que o pensamento econômico inaugurado por Smith foi construído sobre a falácia de que o dinheiro surgiu na sociedade como um desdobramento quase natural do funcionamento do mercado, uma solução neutra e técnica para resolver o problema da dupla coincidência de desejos e, assim, facilitar as trocas. Contudo, as pesquisas indicam que a realidade não correspondeu a essa narrativa, pois os mercados de fato só emergiram e prosperaram em sociedades mais estruturadas, onde o poder já estava concentrado, permitindo assim a criação da moeda. Enfim, o dinheiro não emergiu como uma solução espontânea para os problemas impostos pela prática de troca direta de mercadorias – o escambo. Contrariamente às afirmações de Smith, a história do dinheiro é a história das dívidas, sendo ele a unidade de conta para o registro de débitos e créditos.

A segunda crítica de Graeber (2014) é que “A Riqueza das Nações” não deu origem a uma disciplina científica, ou a um campo organizado de conhecimento, mas a um mito, porque desde a publicação do livro uma noção errônea sobre a origem do dinheiro vem sendo perpetuada e disseminada sem sustentação empírica, afetando o seu desenvolvimento.³ Apesar de numerosas pesquisas, especialmente de antropólogos e arqueólogos, demonstrarem que o escambo basicamente nunca foi usado para fins comerciais, esse equívoco fundador ganhou força e enraizou-se por conveniência política e tornou-se difícil de refutar, apesar das evidências caudalosas e crescentes em contrário. Notavelmente ausentes dessa narrativa mitológica estiveram, e ainda estão, considerações sobre Estado e poder. Como consequência, perguntas essenciais sobre o dinheiro foram negligenciadas, uma vez que mergulhar em uma análise mais profunda exigiria levantar questões centrais como, por exemplo, quem controla a sua emissão e gestão, como opera o sistema monetário e a quem ele serve primordialmente?

Polanyi (1944) oferece uma perspectiva esclarecedora sobre o ambiente político daquele período histórico. Segundo ele, durante a era de Smith, o mercado no Reino Unido - que incluía atividades como as de açougueiros, ferreiros e pequenos comerciantes - foi gradualmente promovido e idealizado como uma entidade autorregulada, separada e distinta das demais atividades humanas. No entanto, essa percepção não surgiu espontaneamente da realidade prática, mas foi, na verdade, construída e sustentada por intervenções ativas do governo britânico. Essas intervenções incluíram a promulgação e aplicação de leis, além da criação de estruturas que favoreciam o funcionamento do mercado. As políticas e ideias defendidas por liberais como Smith, que promoviam a autorregulação do mercado, revelam um paradoxo: enquanto defendiam a ideia de um mercado independente e autossustentável, a realidade demonstrava que seu funcionamento era inseparável do apoio estatal. Polanyi argumenta que, na prática, o mercado sempre esteve profundamente entrelaçado com o Estado e dependente dele, particularmente no que se refere à regulação do dinheiro. Assim, o discurso em favor de um mercado livre e autorregulado obscurece o papel essencial do Estado em manter a estabilidade econômica e proteger a sociedade das crises econômicas, da exploração do trabalho, e das instabilidades sociais geradas pelo próprio mercado.

Stephen Eich (2022), ao conduzir um exame aprofundado do dinheiro pelas lentes da ciência política, atribui a John Locke o início do processo que ele denomina de despolitização moderna do dinheiro. Para

³ Vale lembrar que há outras interpretações acerca do legado de Adam Smith sobre o tema da moeda. Ao examinar as raízes da abordagem chartalista, ou da moeda estatal, Wray (2000, p. 47- 49), por exemplo, destaca que suas origens podem ser atribuídas a Smith.

Eich, o filósofo desempenhou um papel fundamental ao avançar uma “nova teoria política da despolitização monetária”:

Como Aristóteles, Locke começou com uma ênfase nas origens convencionais do dinheiro. No entanto, ele derivou dessas origens um argumento radicalmente diferente e uma nova conclusão política. Em vez de considerar a moeda uma ferramenta maleável para a justiça, Locke tentou estabilizar o que ele via como uma perigosa instabilidade nominalista (porque)... o dinheiro... poderia ser estabilizado ao vinculá-lo ao conceito empírico de uma substância na forma de prata ou ouro. Isso protegeria o dinheiro da interferência política discricionária, efetivamente despolitizando-o. (Eich, 2022, p.51)

Para Eich, a abordagem de Locke para despolitizar o dinheiro era altamente complexa. O filósofo inglês argumentava essencialmente que, uma vez que os metais preciosos foram escolhidos pelo 'consentimento comum' da humanidade para funcionar como padrão monetário, essa disposição deveria ser mantida. Para Locke, como o dinheiro servia como um meio de governança, nenhum governo deveria interferir nele.

No limiar da modernidade, o reconhecimento duradouro da natureza convencional do dinheiro começou a ser substituído por novas tentativas de restringir a capacidade dos soberanos de realizar intervenções discricionárias. (Eich, 2022, p.43)

Samuel Knafo (2013, p. 119) lança mais luzes sobre esse assunto. Ele sugere que, durante o século XVIII, a percepção do dinheiro como uma mercadoria com valor intrínseco passou a ser cada vez mais questionada. Um fator significativo que contribuiu para essa mudança foi a ascensão do sistema bancário moderno, centrado na emissão de cédulas bancárias. Inicialmente praticada por bancos rurais em Londres, essa prática posteriormente se proliferou, servindo para impulsionar a industrialização. Esse desenvolvimento provocou reflexões sobre a natureza do dinheiro, e levantou preocupações a respeito da governança monetária. Como observado anteriormente, Locke conceituou o dinheiro como um contrato social, "e empregou essa noção para argumentar que alterar o valor da prata constituiria uma violação de confiança entre os governantes e seus súditos" (Knafo, 2013, p. 119).

Entretanto, se alguém adere à noção de que o dinheiro representa um contrato social e, simultaneamente, observa a crescente circulação de cédulas bancárias, a inferência lógica é que o dinheiro pode assumir várias formas, desde que seja aceito pelas pessoas. *Commodities* metálicas que foram usadas, como prata e ouro, constituíam formas de dinheiro, mas não eram o dinheiro em si. Consequentemente, o que impediria governos e bancos de imprimir cédulas indiscriminadamente? Tornou-se evidente que a questão central em jogo era a governança da moeda.

Na perspectiva de Knafo, a contribuição significativa de Smith nesse contexto foi alcançar uma espécie de solução intermediária. De acordo com o economista escocês, a crescente prevalência do papel-moeda – estatal bem como de cédulas bancárias - que ele observou, não alterava fundamentalmente o sistema monetário existente, baseado em moedas metálicas. Smith sustentava que as forças de mercado resolveriam os problemas decorrentes de um excesso na oferta de dinheiro, tornando a intervenção estatal desnecessária. Conforme Knafo (2013, p. 119), Smith argumentava que, em casos de excesso, as cédulas bancárias seriam convertidas de volta em metal devido ao simples fato de que um excesso de cédulas resultaria em sua depreciação relativamente ao ouro.

É desanimador observar que a narrativa do escambo ainda persiste e pode ser encontrada em renomados manuais de economia *mainstream*, apesar de mais de um século de pesquisas desmentirem a noção de

que o escambo tenha existido para fins comerciais e, sendo assim, que pudesse ter facilitado o surgimento de uma mercadoria monetária a partir da qual o papel-moeda foi derivado. No entanto, como destaca Graeber (2014), no discurso atual esse processo não é apresentado como uma ocorrência histórica, mas sim como um exercício de imaginação, ou lógico. Para aqueles com curiosidade científica, um exame da 9ª e mais recente edição do livro "Macroeconomia" de Gregory Mankiw (2022-2023), um aclamado livro didático, oferece uma visão sobre o desenvolvimento da moeda-mercadoria e a transição para a moeda fiduciária na linha sugerida por Graeber. Nos termos de Mankiw:

Não é surpreendente que, em qualquer sociedade, por mais primitiva que seja, alguma forma de moeda-mercadoria surja para facilitar as trocas: as pessoas estão dispostas a aceitar uma moeda mercadoria, como o ouro, porque possui valor intrínseco. O desenvolvimento da moeda fiduciária, entretanto, é mais intrigante. O que faria as pessoas começarem a valorizar algo que é, intrinsecamente, inútil? Para compreender como ocorre a evolução da moeda-mercadoria para a moeda fiduciária, imagine uma economia em que as pessoas carregam sacos de ouro. Quando uma compra é realizada, o comprador mede a quantidade adequada de ouro. Se o vendedor estiver convencido de que o peso e a pureza do ouro estão corretos, o comprador e o vendedor concluem a troca. (Mankiw, 2022-2023, p. 82)

2) Os bancos centrais e suas políticas ao longo da história

A análise da evolução dos bancos centrais e de suas políticas, desde a criação do primeiro banco central, em 1668, até os dias atuais, revela uma história de crises, disputas políticas, adaptabilidade e inovação. Inicialmente, a criação dos bancos centrais tinha como principal objetivo atender às necessidades fiscais dos estados emergentes, notadamente no financiamento de gastos militares e na gestão da dívida pública. Isso foi particularmente evidente no caso do Sveriges Riksbank da Suécia, que se originou do Stockholms Banco, uma instituição privada. De forma semelhante, o Banco da Inglaterra - fundado em 1694, durante o conflito do Rei William III com a França, como uma instituição privada - foi nacionalizado somente no século XX.

As origens do banco central mais antigo do mundo, o Sveriges Riksbank, estão diretamente ligadas à queda do Stockholms Banco, uma empresa pioneira que operava como uma entidade privada sob supervisão governamental. Emitindo as primeiras notas bancárias que circularam na Europa desvinculadas de depósitos e apoiadas unicamente pela confiança pública na capacidade do banco de convertê-las em moedas metálicas (reserva) sob demanda, o Stockholms Banco proporcionou maior liquidez e maior capacidade de gestão financeira para o governo, inaugurando assim um avanço revolucionário em política monetária. Apesar disso, a trajetória pioneira do banco encontrou obstáculos: a instabilidade persistente, decorrente dos conflitos militares contínuos, trouxe desafios significativos no processo de conversão das notas em moeda reserva, minando severamente a confiança pública. Essas dificuldades levaram, em última instância, ao fim do banco, abrindo caminho para a criação do Sveriges Riksbank em 1668, que adotou uma abordagem mais rigorosa na emissão monetária (Wetterberg, 2009).

Como mencionado anteriormente, Smith defendeu o uso de papel moeda e notas bancárias. E, em consonância com a visão de Locke, ele atribuiu o sucesso do Banco da Inglaterra à sua política de vincular a emissão de papel ao volume de metais preciosos mantidos como reserva. Essa visão exerceu profunda influência nas reformas monetárias inglesas do século XIX, culminando na adoção de um padrão-ouro *de jure*, e moldou significativamente as práticas financeiras globais, levando à adoção generalizada desse

padrão. Essa narrativa endossava a posição da emergente burguesia comercial e industrial contra a aristocracia fundiária, na disputa política pelo controle do Banco Central.

No discurso que foi articulado para expressar as aspirações da burguesia nascente foi definido um objetivo, até certo ponto paradoxal, que persiste até hoje e contém as sementes de recorrentes episódios de instabilidade econômica e política: garantir a liquidez para o setor privado enquanto se restringe a autoridade do Estado na emissão de moeda. Embora esse princípio lembre a antiga prática da emissão dos *tally sticks* na Inglaterra, o sistema evoluiu para um arranjo muito mais complexo.⁴ Com o estabelecimento do Banco da Inglaterra, instituiu-se uma estrutura hierárquica de provisão de liquidez na qual o banco central posiciona-se no ápice, e os bancos comerciais funcionam como colaboradores na criação de liquidez. Consequentemente, pode-se entender que esses bancos receberam um alvará que lhes permitiu participar daquilo que era, até então, prerrogativa exclusiva do governo: emitir moeda.

O sistema monetário desenvolvido na Inglaterra foi um sistema de “mono-reserva”, no qual os bancos privados se comprometeram a resgatar suas obrigações (inicialmente notas bancárias, posteriormente depósitos) por notas (as reservas) emitidas pelo Banco da Inglaterra. Para tal, os bancos privados mantinham algumas notas do Banco da Inglaterra em seus cofres, mas a maioria das reservas eram depositadas nos principais bancos de Londres, os quais, por sua vez, mantinham depósitos no Banco da Inglaterra, constituindo assim um sistema bancário de dois níveis. Esse arranjo hierárquico de reservas conferiu poder ao Banco da Inglaterra sobre as taxas de juros. O banco central inglês poderia iniciar uma política de “dinheiro apertado” resgatando adiantamentos feitos a bancos ou corretores de Londres, aumentando as taxas de juros para descontar títulos, ou recusando-se a descontá-los (Sayers, 1957; Wray, 2004).

O Banco implementava tais políticas, por exemplo, para atrair maior ingresso de ouro e/ou prata durante períodos de déficits comerciais. No entanto, o dreno de reservas externas frequentemente desencadeava um dreno interno, pois o público, ao notar a diminuição das reservas metálicas do Banco da Inglaterra, ficava apreensivo quanto à estabilidade do sistema. Consequentemente, apressava-se para garantir empréstimos e descontar títulos antes que restrições de crédito fossem impostas. Em uma reação mais alarmante, muitos indivíduos tentavam sacar seus depósitos ou resgatar notas bancárias, exacerbando o processo de enxugamento de reservas do Banco da Inglaterra. Essa situação obrigava o Banco a restringir ainda mais a política monetária para tentar controlar essa drenagem de reservas, resultando frequentemente em pânico público, especialmente quando o Banco parecia relutante em atender às exigências de reservas dos bancos privados. Para gerenciar suas reservas, o Banco da Inglaterra rotineiramente vendia títulos, inadvertidamente adicionando pressão sobre os bancos privados. Isso criava um ciclo de aperto de liquidez que podia desencadear crises de confiança no sistema bancário.

⁴ A prática de emitir *tally sticks* como meio de registrar dívidas foi usada intermitentemente na Inglaterra ao longo do período medieval. Particularmente durante o reinado de Henrique VIII, no século XVI, os *tally sticks* funcionaram de forma importante como moeda. Nas transações, ambas as partes pegavam um galho (*stick*) de madeira – em geral de aveleira, ou salgueiro – faziam entalhes para registrar (*tally*) o valor da dívida e, depois, o dividiam em duas partes. “O credor manteria uma parte, conhecida como ‘*the stock*’... e o devedor ficaria com a outra parte, referida como ‘*the stub*’... Auditores fiscais utilizavam esses registros para anotar as quantias devidas pelas autoridades locais. No entanto, em vez de esperar o recolhimento dos impostos, o Tesouro, na era de Henrique VIII, frequentemente vendia os *tallies* a um desconto, permitindo que circulassem como representantes (*tokens*) de um crédito contra o governo, resgatáveis por qualquer pessoa disposta a trocá-las” (Graeber, 2014, p. 48).

Walter Bagehot⁵ criticou severamente o enfoque do Banco da Inglaterra, entendendo que era fundamentalmente incorreto. Em sua obra seminal, "Lombard Street", de 1873, ele argumentou que o principal dever de um banco central é atuar como emprestador de última instância. Bagehot entendia que, em qualquer sistema bancário caracterizado por uma única reserva (sistema de mono-reserva), o banco central, como único provedor, deveria oferecê-las ilimitadamente durante períodos de pânico bancário. Segundo Bagehot, a maneira mais eficaz de conter uma corrida aos bancos privados era garantindo ao público que as suas obrigações seriam prontamente resgatadas usando a reserva emitida pelo banco central. Ele acreditava que tal garantia restauraria a confiança e evitaria corridas aos bancos. A perspectiva de Bagehot alinhava-se com a filosofia da *Banking School*, que defendia políticas voltadas para a estabilização das taxas de juros. Essa postura contrastava fortemente com as práticas do Banco da Inglaterra, que eram influenciadas pela *Currency School*. A influência desta culminou na promulgação do *Bank Charter Act* de 1844, que visava a restringir a emissão de notas bancárias privadas, e limitar a emissão de notas do Banco da Inglaterra. No entanto, essas medidas exacerbaram as flutuações das taxas de juros durante períodos de pânico.⁶

No século XIX, a ideia de estabelecer bancos centrais ganhou impulso internacional. Instituições como o Banque de France (1800) e o Reichsbank, da Alemanha (1876), foram criadas, refletindo a crescente importância dos bancos centrais na condução da política econômica e, especificamente, monetária (Flandreau, 2003). Progressivamente, os bancos centrais começaram a desempenhar um papel mais proativo, indo além de suas funções tradicionais de gestão da dívida pública e emissão de moeda. As recomendações influentes de Bagehot gradualmente se integraram às teorias econômicas predominantes, alinhando-se com o imperativo de respostas eficazes aos desafios econômicos, como a Grande Depressão de 1873, que afetou tanto a Europa, quanto os Estados Unidos. Ao final do século, o Banco da Inglaterra havia assimilado as ideias de Bagehot em seu marco de formulação de políticas, visto que financistas influentes reconheceram que era de seu interesse ajudar competidores em dificuldades. Eles compreenderam que o colapso de seus rivais teria um efeito mais amplo, em cascata, sobre o sistema financeiro.

A criação do Federal Reserve (FED) nos Estados Unidos, em 1913, foi parcialmente justificada pela crença de que o pânico de 1907 poderia ter sido evitado, ou ao menos mitigado, caso existisse um emprestador de última instância em âmbito nacional. Em um sistema mono-reserva baseado na emissão de passivos por um banco central, estas sempre poderão ser ampliadas, se for necessário, quer por meio de empréstimos na janela de redesconto, via o desconto de títulos elegíveis, quer por meio da compra de títulos no mercado aberto. De fato, o *Federal Reserve Act*, de 1913, obrigou o FED a fornecer uma "moeda (reserva) elástica", via o redesconto de títulos - os chamados *commercial papers*. Por muitos anos, o princípio orientador do FED foi a 'Doutrina das *Real Bills*', que consistia no redesconto de papéis elegíveis quando havia a necessidade de prover reservas aos bancos membros do sistema (Meulendyke, 1989; Wray, 2004).

A lei que instituiu o *Federal Reserve System*, em 1913, culminou uma série de extensos debates e propostas direcionadas à reforma do sistema bancário americano, com o objetivo de garantir uma oferta elástica de liquidez e de sanar as deficiências anteriormente observadas. A lei estabeleceu o Sistema FED, composto por 12 FEDs regionais semi-autônomos supervisionados por um Conselho, uma estrutura que prevaleceu sobre a proposta altamente descentralizada que era a preferida dos republicanos. Este

⁵ De acordo com Knafo (2013), Bagehot pertence a um grupo de autores - que inclui John Law, Henry Thornton e John M. Keynes, entre outros - que enfatizaram as novas oportunidades apresentadas pelo sistema bancário moderno para a governança monetária.

⁶ Para uma maior elaboração sobre a Controvérsia Bullionista ver Knafo (2013, Capítulo 6) e Wray (2004).

novo sistema, endossado pela vitória dos democratas nas eleições de 1912, buscava centralizar as reservas do país, incluir todos os intermediários financeiros no sistema, e ajustar a oferta de moeda às necessidades variáveis ao longo do ciclo econômico. A criação do Sistema do Federal Reserve representou uma significativa ruptura com as práticas bancárias fragmentadas e com a insuficiente elasticidade da oferta de moeda até então observadas, buscando estabilizar o sistema financeiro e apoiar o crescimento econômico por meio de uma abordagem mais responsiva e centralizada da política monetária (Aglietta, 2018).

No século XX, período que abrangeu tanto as Guerras Mundiais, quanto a Grande Depressão, o Federal Reserve desempenhou firmemente seu papel de credor – ou prestador - de última instância, além de atuar como o banco do governo, sobretudo para apoiar os esforços de guerra. Apesar de enfrentar críticas por parte dos monetaristas por supostamente praticar, durante a Depressão, uma política de contração monetária que teria levado a uma série de falências bancárias⁷, o FED interveio prontamente com grande vigor, notadamente comprando títulos do Tesouro em um volume cinco vezes superior ao seu limite semanal autorizado durante a Grande Depressão, na tentativa de salvar o sistema financeiro (Wray, 2004). No entanto, as estratégias empregadas para resgatar o sistema financeiro não foram compreendidas por todos, uma situação que continua a confundir muitos economistas e formuladores de políticas até hoje.⁸

Após a Segunda Guerra Mundial, com os bancos inundados de títulos de dívida pública, a estratégia do FED mudou, passando da janela de redesconto para operações de mercado aberto, o que representou um rompimento com a percepção inicial de que estas apenas complementaríamos as atividades de redesconto. Em março de 1951, em meio a demandas por uma diminuição da influência governamental sobre a política monetária, foi alcançado um "Acordo" que permitiu ao Federal Reserve adotar uma política ativa e autônoma focada na manipulação das taxas de juros para fins anticíclicos. Nos anos 1950, o mercado de *federal funds* evoluiu para se tornar o principal mercado para a gestão de reservas, estabelecendo a taxa de *federal funds* como o principal referencial de juros de curto prazo (Wray, 2004).

Nos anos 1970, o fenômeno conhecido como estagflação catalisou uma mudança para uma postura anti-inflacionária, marcando um afastamento do chamado "keynesianismo bastardo". Essa era testemunhou a ascensão do monetarismo, que passou da obscuridade para uma situação de aceitação amplamente dominante entre acadêmicos e formuladores de políticas, impulsionada pela necessidade de impor um novo tipo de restrição à emissão monetária estatal, após a suspensão das restrições inerentes ao padrão-ouro. A Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) buscou replicar a lógica do padrão-ouro em um sistema de moeda fiduciária, impondo limites à expansão da base monetária. À medida que o keynesianismo declinava, devido à estagflação, os anos 1980 presenciaram a ascensão do monetarismo, privilegiando a política monetária anticíclica em detrimento da política fiscal. No entanto, ao final da década, o fracasso do monetarismo em controlar a oferta de moeda e gerenciar a inflação, especialmente nos EUA e no Reino Unido, levou a uma rápida reavaliação de seus princípios, resultando na introdução do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) nos anos 1990.

⁷ Notably Friedman and Schwartz (1963).

⁸ Apesar de suas intervenções, esperava-se que o FED fornecesse liquidez descontando exclusivamente títulos "bons". No entanto, os bancos em dificuldade não estavam apenas enfrentando uma crise de liquidez; eles estavam insolventes, dado que o valor de seus ativos havia despencado. A proliferação da deflação dos preços dos ativos e os impactos da depressão sobre a produção e os preços correntes precipitaram um efeito dominó de inadimplências, uma redução nos empréstimos bancários e, conseqüentemente, uma contração da oferta de moeda. Além disso, a capacidade do FED para ajustar as taxas de juros era limitada, visto que reduzir as taxas significativamente abaixo das de outras nações poderia resultar no esgotamento das reservas de ouro.

Os defensores do NCM argumentam que ele oferece uma estrutura para operar uma política monetária sólida e impõe disciplina aos bancos centrais, os quais deveriam ser totalmente independentes. Dentro dessa moldura, o objetivo principal da política monetária é controlar a inflação por meio de uma regra para definir a taxa de juros, a chamada regra de Taylor, dentro de um modelo macroeconômico de equilíbrio geral intertemporal (Arestis e Sawyer, 2008). Blanchard (1997) identifica dois princípios fundamentais do NCM: no curto prazo, devido a rigidezes e imperfeições, a atividade econômica é impulsionada pela demanda agregada; com o tempo, a economia avança em direção a um caminho de crescimento em *steady-state*. Nestes modelos, a taxa de juros influencia a demanda agregada que, por sua vez, no curto prazo, impacta o produto e a inflação. Surpreendentemente, no entanto, os modelos omitem tanto a moeda, quanto o sistema financeiro, e foi apenas após a profunda crise de 2008 – também referida como a Grande Crise Financeira (GCF) – que os esforços para reintegrá-los foram iniciados, embora não tenham sido perseguidos na extensão e profundidade necessárias.⁹

3) Crítica das políticas convencionais e propostas para o Século XXI

Ao longo das últimas quatro décadas, a maioria dos bancos centrais implementou políticas consideradas inadequadas, apesar das críticas persistentes que destacam as fraquezas da teoria subjacente, das crescentes evidências empíricas que demonstram sua ineficácia, e dos danos diretos e indiretos que elas causaram.

Normalmente, essa situação costuma ocorrer quando nossa atenção é voltada para o que é denominado de aparato de regulação prudencial.¹⁰ Como mencionado anteriormente, a evolução das atividades bancárias e a crescente importância da emissão privada de notas bancárias exigiram a formulação de políticas para regular as operações do sistema bancário, com o objetivo principal de evitar crises bancárias. Em momentos de crise, como discutido anteriormente, as influentes recomendações de Bagehot foram gradualmente assimiladas.

A crise financeira de 2008, também denominada como Crise Financeira Global (CFG), teve repercussão internacional de grande alcance e serviu como uma ilustração contundente da inadequação do arcabouço regulatório – o padrão de Basileia – adotado pelos bancos centrais operando sob o Novo Consenso Macroeconômico. Este padrão está sustentado na ideia de que os bancos devem manter um volume de capital, que é definido pelos reguladores, relativamente ao tamanho dos seus ativos em carteira ponderados conforme o risco.¹¹ Na realidade, conforme observado por Tankus (2020), os requisitos de capital, juntamente com a meta de taxa de juros, formam uma moldura de política monetária – numa compreensão mais ampla do que seja a política monetária – destinada a exercer influência indireta sobre as instituições financeiras, em vez de dirigir diretamente a economia.

A crise financeira levou a um endurecimento das regras de Basileia. Mas, se tal endurecimento foi suficiente, é uma questão em avaliação. Comparativamente ao acordo anterior, Basileia III, elaborado em resposta à crise, elevou os requisitos de capital para os bancos, exigiu uma melhora em sua qualidade

⁹ Blanchard and Summers (2017).

¹⁰ No trabalho de Tankus (2020) há uma discussão interessante sobre a regulação micro e macro com uma análise bastante abrangente do tema.

¹¹ Em aproximadamente 85% das 24 economias onde ocorreram crises bancárias, a trajetória de crescimento econômico desde a eclosão da crise, até 2018, mostrou um desvio negativo em comparação com a tendência pré-crise (FMI, 2018). Para uma compreensão mais profunda das dinâmicas do processo endógeno de fragilidade financeira, e uma avaliação crítica dos principais aspectos dos Acordos de Basileia, ver Minsky (1986), Kregel (2014) e Mendonça e Deos (2020).

e reintroduziu requisitos de liquidez. Portanto, dado que a abordagem de regulação prudencial continua a aderir à mesma lógica, e que o sistema financeiro continua operando basicamente da mesma forma e segue inovando sempre (Minsky, 1986), é razoável questionar se agora realmente possuímos um sistema mais estável.

É fato que Basileia III manteve a lógica prevalecente das operações dos sistemas bancário e financeiro, de modo geral. Seu objetivo não era reconfigurar o sistema de forma a ser mais favorável ao desenvolvimento (Mendonça e Deos, 2020). Nesse sentido, é crucial considerar o aspecto destacado por Tankus (2020), ou seja, que o padrão regulatório vigente faz pouco para melhorar a alocação de recursos físicos e humanos em consonância com as necessidades públicas, incluindo justiça distributiva e sustentabilidade ambiental. Dentro de Basileia III, a alocação de crédito pelos bancos ainda favorece setores tradicionais, onde há menos incerteza. Elaborando um pouco mais o ponto a partir das contribuições de Mariana Mazzucato (2018), Tankus defende uma abordagem de regulação financeira orientada por missões. Essa abordagem requer avaliações normativas explícitas da alocação de recursos, distintas dos atuais julgamentos "focados em risco" feitos pelos reguladores.

Outro ponto que tem sido objeto de crítica importante dos economistas pós-keynesianos é o Regime de Metas de Inflação (RMI) empregado dentro do NCM. Um ponto central da crítica, identificado por Fiebieger e Lavoie (2020) e Rochon (2022), é o que eles chamam de "dominância da política monetária". Isso se refere ao fenômeno da perda de importância da política fiscal, enquanto a política monetária assumiu a responsabilidade tanto de manter a estabilidade de preços - seu objetivo principal sob o RMI - quanto de ajustar o ciclo econômico.

Os autores mencionados acima, assim como Wray (2004), Arestis e Sawyer (2008), e Wray e Papadimitriou (2021), entre outros, destacam a falta de evidências robustas que apoiem a noção de que a política monetária, definida estritamente como o ajuste da taxa básica de juros, influencia significativamente a produção, o emprego e a inflação.¹² Os experimentos conduzidos pelos bancos centrais após a Crise Financeira Global - incluindo a redução das taxas de juros ao limite inferior de zero (o chamado Zero Lower Bound) e a compra em grande escala de títulos privados e públicos do mercado, como parte das chamadas Políticas Monetárias Não Convencionais - indicaram fortemente que a política monetária é muito limitada, se não ineficaz, para estimular o crescimento econômico.

Pelo menos desde o início do século XXI, a crescente desigualdade tem sido um tema importante na economia. No entanto, muito antes disso, economistas pós-keynesianos destacavam que, apesar de ser ineficaz para seus supostos objetivos, a política monetária tem impactos significativos na distribuição de renda. De fato, dentro da literatura pós-keynesiana, a taxa de juros é considerada uma variável distributiva capaz de afetar diferentes grupos de maneiras distintas, redistribuindo assim a renda entre eles. Rolim e Marins (2022) descrevem vários canais pelos quais a taxa de juros está vinculada à distribuição funcional de renda: (i) o canal direto, que envolve a redistribuição de devedor para credor; (ii) o canal de aumento de custos, que surge se os pagamentos de juros forem considerados um custo de produção; (iii) o canal da atividade econômica, pelo qual a política monetária pode influenciar o poder de barganha dos trabalhadores; e (iv) o canal da taxa de câmbio, que opera através de alterações nessa relação causadas por movimentos na taxa de juros.

¹² Não nos aprofundaremos neste aspecto, pois sua discussão está além do nosso foco principal nesse trabalho, mas é mister reconhecer que, em países periféricos, especialmente aqueles com contas de capital abertas, a gestão das taxas de juros tem um impacto significativo nas taxas de câmbio, o que, por sua vez, afeta a inflação. Além disso, a taxa de câmbio exerce efeitos sobre a produção por meio de vários canais. Para discussões mais profundas sobre esses pontos, consulte trabalhos como, por exemplo, Pimentel e Modenesi (2023), Rolim e Marins (2022) e Prates et al (2022).

Em meio às críticas às políticas monetárias tradicionais e seus impactos na estabilidade financeira e na distribuição de renda, uma dimensão central, mas frequentemente negligenciada, é o aspecto da sustentabilidade ambiental. Dafermos (2022) destaca a necessidade de uma perspectiva sistêmica em relação à interação entre mudanças climáticas, regulação bancária e supervisão financeira, desafiando a abordagem convencional centrada na exposição ao risco, e defendendo uma postura mais proativa para enfrentar os desafios multifacetados das alterações climáticas. Conforme destacado por Cahen-Fourot (2022), os bancos centrais estão sendo crescentemente compelidos a incorporar questões ecológicas em seus *frameworks*, mas isso exige uma mudança de paradigma na política monetária. A ideia não é apenas mitigar os riscos financeiros associados à degradação ambiental, mas também contribuir proativamente para uma transformação socioecológica. Isso implica revisar os mandatos dos bancos centrais para incluir objetivos ambientais, definir taxas de juros diferenciadas para incentivar investimentos verdes, e incorporar critérios ecológicos em suas compras de ativos e práticas regulatórias. Essa abordagem transformadora ressalta a necessidade de os bancos centrais alinhar suas operações com os objetivos mais amplos da sociedade, reconhecendo que a estabilidade financeira e a prosperidade socioeconômica estão intrinsecamente ligadas à saúde do nosso planeta.

Conclusão

Como apontado na introdução deste capítulo, seu principal objetivo é contribuir para um debate no qual economistas heterodoxos, particularmente pós-keynesianos, têm se engajado nas últimas décadas, criticando a teoria e as políticas macroeconômicas convencionais. No campo da economia monetária, as críticas dos autores pós-keynesianos ao *mainstream* podem ser sintetizadas em seis pontos interconectados, como destacado por Fiebiger e Lavoie (2020) e Rochon (2022): (i) a curva de Phillips vertical de longo prazo; (ii) a taxa natural de desemprego de longo prazo; (iii) a taxa de crescimento natural do produto determinada pelo lado da oferta; (iv) a taxa natural de juros; (v) os efeitos de *crowding-out* da política fiscal; e (vi) a inflação resultante principalmente do excesso de demanda. Em síntese, o cerne das críticas que os pós-keynesianos fazem aos economistas convencionais sobre este tema derivam do que Graeber (2014) chamou de mito do escambo, como já foi discutido nas seções iniciais do trabalho. Fiebiger e Lavoie (2020) ecoam essa percepção ao afirmar que o arcabouço teórico do NCM e suas políticas não são baseados em ciência, mas sim numa ideologia construída sobre uma economia fictícia de escambo.

Para contribuir com esse debate em andamento entre os pós-keynesianos a partir de uma perspectiva analítica um pouco diferente, estruturamos nosso trabalho em torno da questão levantada por Eich (2022), que é, em última instância, uma questão política: como os bancos centrais podem ser reconfigurados para servir a objetivos democráticos, de interesse da maioria da sociedade? Nosso objetivo é propor políticas que os bancos centrais devam adotar para enfrentar os desafios futuros, tendo em mente que a autoridade que detêm sobre a moeda deve ser exercida para atender às necessidades da maioria da sociedade.

Mesmo uma exploração histórica sucinta das origens do sistema monetário moderno, tal como foi feita neste trabalho, ressalta sua natureza intrinsecamente política. A evolução dos bancos centrais desde o século XVII, até o presente, abrange narrativas de crises e disputas políticas, e a necessidade de adaptabilidade e inovação. A criação, configuração e evolução dos bancos centrais ao longo do tempo é um processo que encapsula uma interação dinâmica, influenciada por uma miríade de movimentos políticos e sociais, relações de confiança e mecanismos de fiscalização que moldaram os seus comportamentos dentro do contexto histórico e tecnológico respectivo. O papel dos governos e dos

parlamentos - em outras palavras, da política - na criação, adoção e endosso dos sistemas monetários e das políticas monetárias é fundamental.

Pessoas em todo o mundo, particularmente aquelas nos estratos mais baixos da distribuição de riqueza e renda, arcaram com os custos da crise de 2008. Houve crises bancárias em 24 economias durante o biênio 2007-2008, sendo 18 delas consideradas economias avançadas. Em 2009, como consequência dos eventos do ano anterior, 91 países, representando dois terços do PIB global na época, experimentaram uma queda nos seus níveis de produção.¹³ Por exemplo, nos Estados Unidos, epicentro da crise, a taxa de crescimento foi de 2% em 2007, caiu para -0,1% em 2008 e declinou ainda mais, para -2,6%, em 2009. E as repercussões foram ainda mais graves na União Europeia, onde a taxa de crescimento foi de 3,2% em 2007, caiu para 0,6% em 2008 e despencou para -4,3% em 2009.¹⁴

Dada a escala da catástrofe, poder-se-ia esperar que aquele arcabouço macroeconômico e monetário que levou o sistema financeiro à beira do colapso total, e empurrou a sociedade aos seus limites, seria rapidamente repudiado e completamente substituído. Após a Crise Financeira Global (GFC), muitos estudiosos especularam que a crise e suas consequências sinalizariam o fim da era neoliberal.¹⁵ No entanto, outros pesquisadores, como Dardot e Laval, entenderam que a crise de 2009 não levaria ao fim do neoliberalismo, e que aqueles que defendiam tal visão tinham elaborado um diagnóstico equivocado.¹⁶ Segundo eles, isso decorreu da falha em reconhecer que o neoliberalismo não é apenas uma doutrina econômica, mas um aspecto muito mais profundo de nossas sociedades, e de nós mesmos. O neoliberalismo, de acordo com os autores, representa uma nova racionalidade do mundo, caracterizada, principalmente, pela promoção generalizada da competição.¹⁷ Sendo assim, o neoliberalismo produziu certos tipos de relações sociais, modos de viver, subjetividades e uma nova governamentalidade.

A pandemia da Covid-19, que aconteceu no início da década de 2020, trouxe uma série de eventos significativos que exigiram explicitamente a implementação de medidas extraordinárias para proteger a sociedade. Mais uma vez, os bancos centrais se viram compelidos a tomar medidas fortes para evitar uma crise de liquidez nos mercados monetários e coordenar e executar políticas de crédito visando, principalmente, ajudar as empresas a enfrentar as circunstâncias desafiadoras apresentadas pela pandemia. Os bancos centrais e os tesouros nacionais colaboraram de forma articulada, mais uma vez, nesses esforços. Por um lado, dado os eventos das últimas décadas, podemos nos arriscar a afirmar que a ideia de que a moeda é neutra tornou-se anacrônica, e que a sociedade está agora receptiva e madura o suficiente para reconhecer que o dinheiro é intrinsecamente político. Mas quais alternativas práticas estamos preparados para propor com vistas a substituir a forma de operação tradicional dos bancos centrais e as políticas monetárias predominantes? De fato, conforme apontado por Eich (2022), as várias décadas em que estivemos focados, exclusivamente, em medidas anti-inflacionárias que estiveram combinadas com um padrão de regulação e supervisão dos mercados financeiros em que a autoridade pouco interfere, minaram profundamente nossas democracias, além de limitarem nossa inventividade

¹³ IMF, 2018.

¹⁴ Dados extraídos do World Bank Database.

¹⁵ Robert Skidelsky, por exemplo, lançou um livro, em 2009, intitulado “The Return of the Master”, referindo-se a um resurgimento das ideias de Keynes.

¹⁶ “A Nova Razão do Mundo” foi publicado originalmente na França, em 2009.

¹⁷ Esse trabalho não tem como objetivo aprofundar-se no tema do neoliberalismo, que tem sido muito estudado nas ciências sociais nas últimas décadas. A propósito, é amplamente reconhecido que o próprio conceito de neoliberalismo é repleto de controvérsias, a ponto de alguns autores acharem mais fácil delinear o que não constitui o neoliberalismo. Dardot e Laval (2016), mencionados anteriormente, são figuras seminais nesse debate, baseando-se em uma perspectiva foucaultiana. Outras obras importantes sobre o assunto são, por exemplo, Springer et al. (2016), Plehwe et al. (2020), Klein (2008) e Brown (2019).

política. Esses foram anos dominados por uma nova racionalidade - a neoliberal - uma nova maneira de ver o mundo (Dardot e Laval, 2016) que precisa ser desmontada.

No contexto neoliberal, pode-se argumentar que a moeda se tornou menos democrática, visto que estivemos – e continuamos a estar – sob a influência da "dominância da política monetária". Para que um sistema monetário genuinamente democrático comece a emergir é imperativo avançar na pesquisa teórica e empírica para expor ainda mais as deficiências da ideologia dominante e, em conjunto com isso, ser radicalmente criativo na proposição de políticas que devem ser implementadas pelos bancos centrais para enfrentar os significativos desafios que se apresentam.

Referências

Aglietta, M. (2018), *Money: 5,000 years of debt and power*, London:Verso Books.

Arestis, P. e M. Sawyer. (2008), 'New consensus macroeconomics and inflation targeting: a Keynesian critique', *Economia e Sociedade*, 17(special issue), 631–655.

Bagehot, W. (1927), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London:John Murray.

Blanchard, O. (1997), 'Is there a core of usable macroeconomics?', *The American Economic Review*, 87(2), 244–246.

Blanchard, O. e Summers, L. (2017). *Rethinking Stabilization Policy: Back to the Future*, Washington DC: Peterson Institute for International Economics.

Brown, W. (2019), *In the Ruins of Neoliberalism: the Rise of Antidemocratic Politics in the West*. New York: Columbia University Press.

Cahen-Fourot, L. (2022), 'Central banking for a social-ecological transformation', in S. Kappes, L.-P. Rochon and G. Vallet (eds), *Central Banking, Monetary Policy and Income Distribution*, Cheltenham: Edward Elgar.

Carvalho, F. C. (2014), 'Can Basel III work when Basel II didn't?', in: Papadimitriou, D. (Org.). *Contributions to economic theory, policy, development and finance: essays in honor of Jan A.Kregel*. v.1. ed. Londres: Palgrave MacMillan.

Clapham, J. (1944), *The Bank of England: A History*, London:Macmillan.

Conti, B. (2011), *Políticas Cambial e Monetária: os Dilemas Enfrentados por Países Emissores de Moedas Periféricas*, Campinas: Instituto de Economia, Unicamp.

Dafermos, Y. (2022) 'Climate change, central banking and financial supervision: beyond the risk exposure approach', in S. Kappes, L.-P. Rochon and G. Vallet (eds), *Central Banking, Monetary Policy and Income Distribution*, Cheltenham: Edward Elgar.

Dardot, P. e Laval, C. (2016), *A Nova Razão do Mundo - Ensaio Sobre a Sociedade*, São Paulo: Boitempo Editorial.

- Eich, S. (2022), *The Currency of Politics*, Oxford: Princeton University Press.
- Flandreau, M. (2003), *The Glitter of Gold: France, Bimetallism, and the Emergence of the International Gold Standard, 1848-1873*, Oxford: Oxford University Press.
- Fiebiger, B. e Lavoie, M. (2020). ‘Helicopter Ben, Monetarism, The New Keynesian Credit View and Loanable Funds’, *Journal of Economic Issues*, **54**(1), 77-96.
- Fregert, K. (2018), ‘Sveriges Riksbank: 350 years in the making’. In: E., Rodney, T. Jacobson and D. Waldenström (Eds.), *Sveriges Riksbank and the History of Central Banking*, Cambridge and New York: Cambridge University Press.
- Friedman, M. e Schwartz, A. (1963), *A Monetary History of The United States, 1967-1960*, Princeton: Princeton University Press.
- Gracia da Silva, N. (2023), *A Instituição da Austeridade: Teoria e Política Econômica*. Campinas: Instituto de Economia, Unicamp.
- Graeber, D. (2014), *Debt: the first 5,000 years*, New York: Melville House Publishing.
- Hafer, R. W. (2005), *The federal reserve system: an encyclopedia*, Westport: Greenwood.
- IMF – International Monetary Fund. (2018), *World Economic Outlook: challenges to steady growth*. Washington, DC: IMF.
- Keynes, J. M. (1963), ‘Auri Sacra Fames’. In: J.M. Keynes. *Essays in Persuasion*. London: Norton & Company.
- Klein, N. (2008), *The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism*. New York: Picador USA.
- Lara Resende, A. (2022), *Camisa de Força Ideológica: a crise da macroeconomia*. São Paulo: Portfolio -Penguin.
- Mazzucato, M. (2018), ‘Mission-oriented innovation policies: challenges and opportunities’, *Industrial and Corporate Change*, **27**(5), 803–815.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press.
- Mankiw, G. (2022), *Macroeconomics* (11th Edition), New York: Macmillan Learning.
- Mendonça, A.R. e Deos, S. (2020), ‘Regulação Bancária: uma análise da sua dinâmica por ocasião dos dez anos da crise financeira global’, *Revista de Economia Contemporânea*, **24**(2), 1-26.
- Meulendyke, A. M. (1989), *US Monetary Policy and Financial Markets*, New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Papadimitriou, D. e Wray, L. (2021), ‘Still Flying Blind After All These Years: the Federal Reserve’s continuing experiments with unobservables’, *Public Policy Brief n.156*, Red Hook: Levy Economics Institute of Bard College.

- Pimentel, D. e Modenesi, A. (2023), ‘Transmissão Assimétrica de Choque de Custos: uma análise SVAR para o Brasil durante as metas de inflação’, *Revista de Economia Contemporânea* 27, 1:33.
- Plewe, D.; Slobodian, Q.; Mirowski, P. (2020), *Nine Lives of Neoliberalism*, London: Verso.
- Polanyi, K. (1944), *The great transformation*, New York: Farrar & Rinehart.
- Prates, D., Baltar, C. e Ballini, R. (2022), ‘Currency hierarchy, inflation targeting and structural change: the Brazilian experience’, in S. Kappes, L.-P. Rochon and G. Vallet (eds), *Central Banking, Monetary Policy and Income Distribution*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Rochon, Louis-Phillipe. (2022), ‘The general ineffectiveness of monetary policy or the weaponization of inflation’, in S. Kappes, L.-P. Rochon and G. Vallet (eds), *Central Banking, Monetary Policy and Income Distribution*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Rolim, L. e Marins, N. (2022). ‘Inflation targeting regime and income distribution in emerging market economies’, in S. Kappes, L.-P. Rochon and G. Vallet (eds), *Central Banking, Monetary Policy and Income Distribution*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Sayers, R.S. (1957), *Lloyds Bank in the History of English Banking*, Oxford: Clarendon Press.
- Springer, S. et al (2016), *The Handbook of Neoliberalism*, New York and London: Routledge.
- Tankus, N. (2022), *The New Monetary Policy: Reimagining Demand Management and Price Stability in the 21st Century*, ed. Michael Brennan (Modern Money Network, 2022), available at <https://files.modernmoney.network/M3F000001.pdf>.
- Wetterberg, G. (2009), *Money and power: From Stockholms Banco 1656 to Sveriges Riksbank Today*, Stockholms: Sveriges riksbank.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Wray, L. R. (2000), ‘Modern Money’, in J. Smithin (ed), *What is Money?*, London and New York: Routledge.
- Wray, L. R. (2004), *Monetary Policy: An Institutional Approach*, Working Paper No. 21. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1010175> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1010175>