

ALEXANDRE POTENZA CUSTODIO

**ESTRUTURA CONCEITUAL DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA:
abordagens Pós-Keynesiana, Cartalista e das Finanças Funcionais**

Monografia de Bacharelado em Ciências Econômicas

**Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária
PUC – São Paulo
2022**

ALEXANDRE POTENZA CUSTODIO

**CONSIDERAÇÕES SOBRE A TEORIA MONETÁRIA MODERNA:
abordagens pós-keynesiana, cartalista e das finanças Funcionais**

Monografia submetida à apreciação de banca examinadora do Departamento de Economia, como exigência parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômica, elaborada sob a orientação da Professora Dra. Maria Cristina Sanches Amorim.

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

PUC – São Paulo

2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
Biblioteca Digital Sapientia

Termo de Autorização
para Publicação Eletrônica na Biblioteca Digital da PUC-SP

1) Tipo do documento: ☐ TCC ☒ Monografia Cogear ☐ Iniciação Científica

2) Identificação do autor: Alexandre Potenza Custodio

Curso: Ciências Econômicas

Autor: Alexandre Potenza Custodio

Título: ESTRUTURA CONCEITUAL DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA:
abordagens Pós-Keynesiana, Cartalista e das Finanças Funcionais

Número de páginas: 73

E-mail: alexandre.potenza@hotmail.com

RG: 39.022.124-7

CPF: 421.196.168-33

Orientador: Professora Dra. Maria Cristina Sanches Amorim

Data de entrega à Secretaria do curso:

3) Autorização de divulgação do trabalho na Biblioteca Digital (preenchimento obrigatório):

☒ Sim ☐ Não

Justificativa (motivos de não autorização):

Na qualidade de titular dos direitos de autor da publicação supracitada, de acordo com a lei no 9610/98, autorizo a Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP a disponibilizar, gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, conforme permissão assinalada acima, o documento, em meio eletrônico, no formato PDF, para fins de leitura, impressão e/ou download pela Internet, a título de divulgação científica gerada pela Universidade.

Assinatura do autor: Alexandre P.C.

Local e data: São Paulo, 20 de maio de 2022

ESPAÇO PARA FICHA CARTALOGRÁFICA

Sistemas de Bibliotecas da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo -
Ficha Catalográfica com dados fornecidos pelo autor

Custódio, Alexandre Potenza
Estrutura Conceitual da Teoria Monetária
Moderna: abordagens Pós-Keynesiana, Cartalista e das
Finanças Funcionais / AlexandrePotenza Custódio. --
São Paulo: [s.n.], 2022.
73p ; cm.

Orientador: Maria Cristina Sanches Amorim.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) --
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo,
Graduação em Ciências Econômicas, 2022.

1. Teoria Monetária Moderna . 2. Política
Monetária. 3. Política Fiscal. I. Amorim, Maria
Cristina Sanches. II. Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo, Graduação em Ciências
Econômicas. III. Título.

CDD

Aos meus pais e meu irmão por
todo o suporte durante todos esses
anos

AGRADECIMENTOS

Ao longo da minha trajetória acadêmica, um número expressivo de pessoas me deu suporte e ajuda necessária para chegar nesse momento importante da minha vida, o que torna impossível relacionar todos sem cometer omissões.

Eu gostaria de agradecer minha família e meu irmão por simplesmente tudo, sem eles com certeza não estaria onde estou hoje.

Gostaria de agradecer imensamente a Professora Maria Cristina Sanches Amorim pela orientação, apoio, incentivo e disponibilidade durante esses anos.

E, por fim, a Pontifícia Universidade Católica de São Paulo pelo ensino e pelas incontáveis manhãs, tarde e noites.

RESUMO

O tema da monografia é a Teoria Monetária Moderna e seu objetivo é desenvolver, por meio de uma metodologia dedutiva, a análise da estrutura conceitual da mesma. O capítulo um apresenta as principais características e a base teórica para o desenvolvimento do trabalho assim como os principais autores que abordam o tema. O capítulo dois traz a discussão para o cenário brasileiro para analisar a aplicabilidade da teoria no contexto monetário e fiscal do Brasil. O capítulo três retrata as críticas à teoria, comparando-as e assim expondo as limitações e insuficiências da teoria. A análise da literatura mostrou que a Teoria Monetária Moderna ganhou muito destaque na mídia nos últimos anos por ser uma visão divergente da macroeconomia ortodoxa para a possível solução da crise social, econômica e sanitária que o mundo está percorrendo. Ao ser investigada em suas raízes e particularidades viu-se que a TMM possui um constante diálogo com as correntes teóricas do (neo) cartalismo, do pós-keynesianismo e das finanças funcionais, apresentando limitações, fontes das críticas por parte de autores que acreditam que a mesma não possui um alto grau de aplicabilidade.

Palavras-chaves: Teoria Monetária Moderna. Política Monetária. Política Fiscal. (Neo) Cartalismo. Pós-Keynesianismo. Finanças Funcionais.

ABSTRACT

The theme of the monograph is the Modern Monetary Theory and its goal is to develop, through a deductive methodology, the analysis of its conceptual structure. Chapter one presents the main characteristics and the theoretical basis for the development of the work as well as the main authors that approach the theme. Chapter two brings the discussion to the Brazilian scenario to analyze the applicability of the theory in the monetary and fiscal context of Brazil. Chapter three portrays the criticisms of the theory, comparing them and thus exposing the limitations and inadequacies of the theory. The analysis of the literature showed that the Modern Monetary Theory has gained much attention in the media in recent years for being a divergent view of orthodox macroeconomics for the possible solution of the social, economic and health crisis that the world is going through. When investigated in its roots and particularities, it was seen that the TMM has a constant dialogue with the theoretical currents of (neo) cartalism, post-keynesianism and functional finance, presenting limitations, sources of criticism by authors who believe that it does not have a high degree of applicability.

Keywords: Modern Monetary Theory. Monetary Policy. Fiscal Policy. (Neo) Cartalism. Post-Keynesianism. Functional Finance.

SÚMARIO

INTRODUÇÃO	9
1 TEORIA MONETÁRIA MODERNA	14
1.1 CARACTERÍSTICAS	14
1.2 USO E CONSEQUÊNCIAS	15
1.3 HISTÓRICO	16
1.4 (NEO) CARTALISMO	18
1.5 PÓS-KEYNESIANISMO	20
1.6 FINANÇAS FUNCIONAIS	22
1.7 PRINCIPAIS AUTORES DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA.....	24
1.7.1 Larry Randall Wray	24
1.7.2 Stephanie Kelton	26
1.7.3 Bill Mitchell.....	28
1.8 AUTORES BRASILEIROS DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA	30
1.8.1 Franklin Serrano e Kaio Pimentel	30
1.8.2 André Lara Resende.....	35
1.9 PRINCIPAIS TESES DOS AUTORES E VALIDAÇÃO	38
2 TEORIA MONETÁRIA MODERNA NO CENÁRIO BRASILEIRO	40
2.1 CONJUNTURA FISCAL E MONETÁRIA DO BRASIL	41
2.1.1 Inflação	42
2.1.2 Conjuntura Monetária	44
2.1.3 Conjuntura Fiscal	45
2.2 PRESCRIÇÃO E DESCRIÇÃO DA TMM.....	47
2.2.1 Descrição	47
2.2.2 Prescrição	49
2.2.3 TMM x Brasil	51
3 CRÍTICAS A TEORIA MONETÁRIA MODERNA.....	53
3.1 CRÍTICAS ESTRUTURAIS.....	55
3.2 CRÍTICAS COMPLEMENTARES	58
3.3 COMPARATIVO ENTRE AS CRÍTICAS	60
4 CONCLUSÃO	64

REFERÊNCIAS..... 68

INTRODUÇÃO

A natureza sem precedentes da tripla crise iniciada em 2020 (sanitária, social e econômica) explicitou uma série de riscos aos quais as populações estão expostas e catalisou uma reflexão sobre maneiras de mitigá-los no futuro. A situação tem levado inúmeros países a formularem medidas fiscais que contemplem ações de fortalecimento do sistema de saúde, proteção social e setores produtivos estratégicos, além de ações que lidem com problemas distributivos e outros riscos de longo prazo, como a crise climática (RONCACLIA E BARBOSA, 2021).

Nesse contexto conturbado, a Teoria Monetária Moderna, tem ganho participação nos debates políticos, da mídia e entre alguns acadêmicos por trazer uma leitura aparentemente nova e dissidente da macroeconomia ortodoxa moderna para a função e valor da moeda e a forma de ser realizar política monetária e fiscal (ANDRADE, 2019).

O objetivo desta monografia é desenvolver, por meio de uma metodologia dedutiva, a estrutura conceitual sobre a qual a Teoria Monetária Moderna se baseia.

Situando-se no campo heterodoxo da ciência econômica a fundamentação conceitual da teoria está alicerçada na visão chartalista da moeda, desenvolvida a partir do trabalho de Knapp (1924), que entende o dinheiro como uma criatura nascida e validada pelo poder da autoridade estatal; da teoria das finanças funcionais de Lerner (1943), cuja ideia básica é que as políticas fiscal e monetária devem ser avaliadas exclusivamente com bases nos seus resultados econômicos; e sobre o território do Pós-Keynesianismo, que possui uma abordagem teórica a respeito da moeda endógena.

Tal perspectiva têm por base os princípios: (1) um governo emissor de moeda soberana não sofre restrição financeira, portanto, desde que existam recursos ociosos na economia, principalmente mão de obra desempregada, o governo pode e deve gastar mais do que arrecada, ou seja, incorrer em déficits orçamentários consecutivos; (2) o objetivo da tributação não é obter recursos para custear os gastos governamentais, mas criar demanda para a moeda estatal soberana, auxiliar no combate à inflação e perseguir objetivos microeconômicos, como, por exemplo, desestimular indústrias poluentes; (3) a emissão de títulos pelo governo federal não objetiva tomar emprestado recursos para custear déficits orçamentários, mas garantir

a manutenção da taxa básica de juros dentro do limite determinado pelo banco central; (4) o estabilizador automático do nível de gastos públicos economicamente mais eficiente e socialmente mais justo é a criação de um programa nacional de garantia do emprego, por meio do qual qualquer cidadão que o deseje tenha direito a um emprego, recebendo uma remuneração digna, a qual passaria automaticamente a constituir o piso salarial da economia (DE AGUIAR, 2020).

Em virtude dos movimentos políticos que dão destaque à TMM, a concepção teórica em questão vem recebendo crescente atenção no debate econômico e, por vezes, críticas vindas de nomes proeminentes da academia, como os ganhadores do Nobel, Paul Krugman (KRUGMAN, 2019a; 2019b) e, indiretamente, Joseph Stiglitz (SORKIN, 2019), além do ex-presidente do Fundo Monetário Internacional, Oliver Blanchard (BLANCHARD, 2019).

No caso do Brasil, o tema passou a ser conhecido pelo grande público após uma série de artigos publicados com o debate da funcionalidade da TMM, especialmente relacionado à situação previdenciária e ao fraco crescimento econômico do país, no jornal Valor Econômico pelo renomado economista brasileiro André Lara Resende, um dos principais formuladores do plano real e que obteve seu título de PhD no *Massachusetts Institute of Technology – MIT*, nos EUA. Porém, os princípios gerais da MMT constituem tema de pesquisa no Brasil há pelo menos duas décadas, tanto por pesquisadores do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, como o professor Carlos Bastos Pinkusfeld, quanto de outros centros, como o professor Fabiano Dalto da Universidade Federal do Paraná – UFPR e Simone Deos, na Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP.

A teoria macroeconômica convencional sofreu um duplo baque nos últimos anos. O primeiro foi com a crise de 2008 com a adoção nos países desenvolvidos de políticas não convencionais de forte expansão monetária sem que houvesse quaisquer dos efeitos inflacionários esperados pelas abordagens tradicionais baseadas em versões da Teoria Quantitativa da Moeda, e o segundo foram os questionamentos relativos às políticas fiscais revelados durante a crise desencadeada pela pandemia que a capacidade fiscal dos entes monetariamente soberanos é muito maior do que se imaginava. (DEQUECH, 2021). Neste cenário de profundo questionamento das teorias convencionais surgiu meu interesse em estudar uma abordagem heterodoxa até então pouco conhecida fora da academia e que cresceu

em todo o mundo como uma possível maneira de contornar a tripla crise (sanitária, social e econômica) que o mundo vem enfrentando.

No Brasil, as políticas emergenciais assistências propostas a partir da Covid 19 evitaram um colapso sistêmico, contudo os impactos e consequências da pandemia remetem ao nível estrutural da economia e por isso, tendem a permanecer. Isso porque os danos econômicos atuais são significativos quanto à magnitude do desemprego; falência de pequenas empresas; precarização das relações entre trabalho e capital e, por consequência, ampliação das desigualdades interseccionais. Este contexto impõe a discussão de um novo papel para o Estado, que dê centralidade à reconstrução e ampliação da nossa infraestrutura física e social deteriorada por anos de políticas de austeridade fiscal; garanta o pleno emprego dos fatores de produção; combata as múltiplas desigualdades com políticas de transferência direta de renda e invista pesado em capacitação tecnológica para a superação dos desafios ambientais crescentes. Para alcançar tal objetivo, é necessária a superação das teorias econômicas convencionais que colocam o equilíbrio fiscal acima da plena utilização da capacidade produtiva da economia (DEQUECH, 2021).

Porém, é necessário trazer indagações ao debate para compreensão e viabilização deste novo papel do Estado. A teoria é “nova ou trata-se do keynesianismo de sempre? Quais as possibilidades de aplicação em economias que não emitam moedas de curso internacional, quais as limitações e obstáculos, quais os aspectos políticos? Por que há tanta resistência, existem evidências suficientes que comprovem a dinâmica da TMM? Há diversos outros embates que serão detalhados ao longo do trabalho.

A revisão da literatura não se pretende exaustiva, mas antes, privilegiar os textos seminais sobre o tema da monografia. O livro “Trabalho e moeda hoje: A chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços”, de Randall Wray (2003), um dos principais autores da TMM, é importante para o estudo da teoria, não pela originalidade, mas na recuperação de ideias sobre a teoria monetária e determinação da renda segundo o princípio da demanda efetiva e sua relação com as finanças públicas e a política monetária. Os principais pontos abordados de Wray são: (1) A abordagem da moeda como criatura do Estado; (2) teoria das finanças funcionais; (3) estabelecimento de políticas de pleno emprego e controle de inflação por meio da transformação do Estado em “empregador última instância” (PINKUSFELD, 2004).

A visão alternativa apresentada por Wray, que tem como base a recuperação das ideias de Innes (1914) que a moeda seria na verdade, sempre, uma relação de crédito e débito, é de extrema importância para o estudo da teoria em questão, pois descreve as principais características e bases teóricas para desenvolvimento da TMM (PINKUSFELD, 2004).

Importante também destacar o livro *The Deficit Myth*, de Stephanie Kelton (2020), um dos principais guias da TMM tentando justificar porque essa é a teoria correta para o atual momento em que estamos vivendo. Kelton sustenta que políticas econômicas que priorizem a necessidade humana e o interesse público são possíveis no capitalismo apenas se as restrições autoimpostas forem abandonadas (BEAMS, 2020), indo totalmente a favor de uma das principais características da TMM, que um governo emissor de moeda soberana não sofre restrição financeira, tentando, na contramão dos que as tendem a ouvir que o déficit é um assunto que deveríamos eliminar.

No Brasil a TMM foi levada a público mais amplo por André Lara Resende, com seu subtítulo “Déficit, Dívida e Previdência” no livro “Consenso e Contrassenso: Por uma Economia Não Dogmática” (2020), na contramão das teorias tradicionais, anunciando que as relações entre o endividamento público e a evolução do déficit fiscal não ocorrem do modo como se costuma pensar. Tomando como ponto de partida a tese que fundamenta a TMM que a essência da moeda é ser unidade de conta nacional e suas demais propriedades, a de servir como meio de troca e como reserva de valor, são subsidiárias, Resende defende também que o déficit público não deve ser considerado o principal obstáculo, na medida que, assim como na TMM o governo não possui restrições orçamentárias (RESENDE, 2020).

A monografia está dividida, além desta introdução e das referências bibliográficas, em três capítulos: (1) a Teoria Monetária Moderna, onde são apresentados os componentes teóricos da teoria em questão e seus principais autores; (2) a Teoria Monetária Moderna no cenário brasileiro, trazendo sua discussão e sua aplicabilidade no Brasil; (3) críticas à Teoria Monetária Moderna, destacando as limitações da TMM como política econômica; e, por fim, a conclusão, retomando a discussão sobre a hipótese central deste trabalho.

Dada a natureza da monografia, a metodologia consistiu no estudo e avaliação crítica dos principais autores estrangeiros e nacionais que contribuíram para a elaboração da TMM.

1 TEORIA MONETÁRIA MODERNA

A Teoria Monetária Moderna é uma abordagem nova sobre a macroeconomia (DALTO, 2020), segundo a qual o emissor de uma moeda que goza do *status* de moeda legal não enfrenta restrições financeiras e que, conseqüentemente, não há limite inerente à dívida pública (MULLER, VAZ-CURADO, 2019). Sob um regime de moeda fiduciária, a TMM, diz que um governo pode financiar seu déficit e gastar mais do que ganha como receita, não apenas vendendo títulos públicos, mas também emitindo dinheiro (WRAY, 2002).

1.1 CARACTERÍSTICAS

Situando-se no campo heterodoxo da ciência econômica, a fundamentação conceitual da teoria é construída sobre as bases intelectuais de autores como John Maynard Keynes, Karl Marx, Mitchell Innes, George F. Knapp, Abba Lerner, Michal Kalecki e Hyman Minsky. Segundo Wray, a TMM

estende sua pesquisa através das subdisciplinas econômicas, incluindo história do pensamento econômico, história econômica, teoria monetária, desemprego, crises e ciclos econômicos, e política monetária e fiscal. (...) em sua maioria na heterodoxia – fora do mainstream” (WRAY, 2015, P.1).

Os escritos da TMM se encontram predominantemente, sobre o território do Pós-Keynesianismo, ainda que seja possível se deparar com aspectos da sua abordagem nas áreas marxistas e institucionalistas.

Com referência ao conceito de “finanças funcionais” (LERNER, 1943), que surgiu da Revolução Keynesiana, que diz que o governo usa a política fiscal de maneira flexível para manter o pleno emprego e controlar a inflação, os defensores da TMM veem os impostos não como um instrumento necessário para financiar o governo, mas como uma ferramenta de controle macroeconômico, como um instrumento para absorver um excesso de criação de dinheiro, se necessário (MULLER, VAZ-CURADO, 2019).

Como o único emissor de moeda, o governo federal não precisa de dinheiro para seus gastos, de maneira que o objetivo primário da tributação não é financiar os

gastos do governo, mas incentivar o público a usar moeda soberana (MULLER, VAZ-CURADO, 2019).

A equação básica desta teoria diz que um déficit do setor público implica o equivalente em poupança nacional. Considerando a Teoria Monetária Moderna, o investimento cria a poupança pela qual é financiada. A teoria estipula que, no mercado de crédito de moeda fiduciária, os empréstimos criam depósitos. Em contraste à teoria convencional, os representantes da TMM enfatizam que não é necessário primeiro ter depósitos como resultado da poupança (MULLER, VAZ-CURADO, 2019). E para se chegar a essa conclusão parte dos seguintes princípios:

1. o governo detém o monopólio sobre a emissão de moeda fiduciária e, por isso não precisa se comportar como uma entidade econômica privada;
2. o valor da moeda decorre da sua utilidade para pagar impostos;
3. o governo não precisa de moeda para gastar pois cria moeda em termos de dígitos, como unidade de conta que são usadas como moeda na economia;
4. déficits orçamentários não são prejudiciais e, por meio deles, a moeda entra na economia e aumenta a poupança;
5. tributação serve para desviar um excedente casual de demanda agregada;
6. a inflação de preços é uma restrição à expansão monetária ilimitada;
7. a fé em títulos do governo repousa sobre sua equivalência à moeda;
8. as taxas de juros não são definidas pelos mercados, mas pelo governo.

1.2 USO E CONSEQUÊNCIAS

A Teoria Monetária Moderna é parte de uma concepção inovadora da moeda relativamente distinta do que domina a macroeconomia convencional (DALTO, 2020), e também uma abordagem teórica que despertou atenção acadêmica na década de 1990, colocando-se como resposta às proposições do *mainstream* econômico e, ainda na década de 1990, às consequências políticas e econômicas da implementação de uma moeda única europeia, o Euro (VERGNHANINI, 2017; RWER, 2019).

A TMM assumiu protagonismo na agenda política de parte da ala mais progressista do espectro político, como pode ser visto pela participação da economista Stephanie Kelton, expoente do pensamento monetário moderno, na assessoria

econômica do senador e candidato à presidência dos Estados Unidos da América, Bernie Sanders; além de presença de premissas da TMM na construção do *Green New Deal* (NERSISYAN, WRAY; RESENDE; RWER; SUMMA, SERRANO; UNCTAD, 2019). Para os adeptos da TMM, a dívida nacional não é um problema, porque sua contrapartida representa riqueza financeira. Como Stephanie Kelton, assessora de Bernie Sanders, explica:

A dívida nacional nada mais é do que um registro histórico de todos os dólares que o governo gastou na economia e não taxou de volta e que estão atualmente sendo mantidos na forma de títulos seguros do Tesouro americano. É isso que a dívida nacional é. Assim, a questão sobre se a dívida é muito grande ou muito pequena (ou se ela pode ficar muito grande em algum momento no futuro) é realmente uma questão sobre se há muitos ativos seguros para as pessoas manterem suas dívidas daqui a 10, 20 ou 50 anos (KELTON, 2019).

O dinheiro, na perspectiva da TMM, não surge espontaneamente no mercado (MENGER, 1892) e não serve primeiramente como meio de pagamentos, mas é uma criação do Estado e sua primeira função é servir de pagador de dívidas, justificando os gastos governamentais, prometendo uma garantia de emprego público e subestimando os riscos da inflação, representando a teoria da “anti-austeridade” por excelência (MULLER, VAZ-CURADO, 2019).

1.3 HISTÓRICO

As últimas décadas têm se demonstrado um período histórico que presencia um levante de movimentos políticos importantes para, além da manutenção e promoção do bem-estar social, a defesa da vida humana no planeta (HOBBSWAN, 1994; HARARI, 2016; UNCTAD, 2019). Entre essas manifestações sociais, destacam-se o exponencial aumento da demanda por novas diretrizes produtivas e intelectuais para o controle do aquecimento global e, vigente a dinâmica impulsionada pela crise de 2007-2008, contornar a crescente desigualdade social e a iminente desaceleração da atividade econômica global (ROMER, 2016; RESENDE 2017; NERSISYAN, WRAY; UNCTAD, 2019).

A proteção ambiental, o crescimento econômico sustentável, a geração de empregos e o desenvolvimento social não estão alienadas às necessidades de mudança nos paradigmas consensuais da ciência econômica. Principalmente após a

crise mundial do *subprime* em 2008 e o evidente distanciamento do consenso macroeconômico da realidade (ROMER, 2016; RESENDE, 2017; 2019), inúmeras teorias acerca do funcionamento do sistema capitalista moderno surgiram como um caminho mais fidedigno em relação à real estrutura do modo de produção (WRAY, 2015; VERGHANINI, 2017; RESENDE, 2017; 2019).

Neste cenário intelectualmente conturbado, a Teoria Monetária Moderna emerge como base acadêmica importante para formulação de políticas econômicas e sociais, tais como o financiamento para o *Green New Deal*, o programa garantidor de emprego, as propostas de assistência médica universal e as demais políticas sociais oriundas da mais ala esquerda do partido Democrata norte-americano (KELTON; NERSISYAN; WRAY; UNCTAD 2019). Não restrito a países desenvolvidos, a abordagem monetária moderna, igualmente começou a ter forte presença nas proposições de políticas econômicas e sociais de países menos desenvolvidos, como o caso da busca pela recuperação econômica brasileira (SERRANO E PIMENTEL, 2017; RESENDE, 2019).

O desenvolvimento conceitual desse modo de pensar a economia é iniciado pela obra *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability* (1998), e posteriormente, exposta de forma condensada no livro *Modern Money Theory* (2015), ambos escritos por Randall Wray (WRAY, 2015; VERGNHANINI, 2017; RESENDE, 2019).

A Teoria Monetária Moderna tem sido desenvolvida há mais de 20 anos por pesquisadores como Randall Wray, Stephanie Kelton, Mathew Forstater, Scott Fullwiler, Pavlina Tcherneva e Bill Mitchel entre outros e recentemente, a abreviatura TMM chegou ao público brasileiro por meio de um artigo escrito por André Lara Resende e publicado no jornal Valor Econômico, e também não foi totalmente ignorada, especialmente por pesquisadores da UFRJ como Franklin Serrano, Carlos Bastos Pinkusfeld e Ricardo Summa que, em parte, têm incorporado essa abordagem em suas análises sobre a economia brasileira e a internacional (DALTO, 2020).

Apresentadas as inferências e os conceitos comuns aos autores da TMM, faz-se necessário explorar com mais profundidade as bases teóricas que dão sustentação ao modelo intelectual da TMM, almejando uma melhor absorção da visão econômica e social da abordagem monetária moderna. Como observado, a teoria analisada parte, em certo grau, de um conjunto heterogêneo de escolas (e vertentes) do pensamento econômico, as quais possuem um constante diálogo entre si dentro

do escopo metodológico da Teoria Monetária Moderna: O (Neo)Cartalismo, o Pós-Keynesianismo e as Finança Funcionais (WRAY, 2015; VERGNHANINI, 2017; RESENDE; RWER; UNCTAD, 2019).

1.4 (NEO) CARTALISMO

Segundo Goodheart (1998), na ciência econômica existem dois grandes grupos antagônicos na discussão histórica e funcional da moeda: os grupos “M” (Mengerianos) e “C” (Cartalistas). O primeiro grupo é, indiscutivelmente, a visão hegemônica na academia econômica, manifestando-se nas obras de Menger, Jevons, Locke, Aristóteles, Friedman e derivados intelectuais destes (GOODHEART, 1998; RESENDE, 2017), enquanto o grupo “C” reside nas margens do pensamento econômico – sobretudo na escola Pós-Keynesiana (GOODHEART, 1998).

Para os autores do grupo Mengeriano (igualmente chamado de grupo “Moeda- Mercadoria”) o dinheiro (e, conseqüentemente, a própria moeda) surge das relações mercantis realizadas por agentes privados de determinada sociedade, de tal modo que as diferentes formas físicas assumidas pelo dinheiro, oriundas de posições geográficas diversas, devem ser encaradas pelo ponto de vista privado e evolutivo da complexidade mercantil dessas regiões (GOODHEART, 1998; AGGIO, DA ROCHA, 2009; RESENDE, 2017). Deste modo, segundo o modelo abstrato em questão, o desenvolvimento do dinheiro é um processo natural onde os agentes privados buscam minimizar os custos de transação, utilizando-se de objetos que entregam características físicas que facilitam tal objetivo, os quais seriam: a durabilidade, portabilidade e divisibilidade (GOODHEART, 1998; AGGIO, DA ROCHA, 2009).

Em antagonismo à visão não-empírica e a-histórica da moeda-mercadoria, surge o grupo Cartalista (“C”) (GOODHEART, 1998; AGGIO, DA ROCHA, 2009; RESENDE, 2017; 2019). Basilar para a construção teórica da Teoria Monetária Moderna, iniciada pela obra *“State Theory of Money”* (1905) de Georg F. Knapp, esta corrente de pensamento entende o dinheiro (e, por excelência, a moeda) como uma criatura nascida e validada pelo poder da autoridade estatal, ou seja, não emerge naturalmente de relações mercantis privadas, mas é imposto pela autoridade central (assumindo suas heterogêneas formas de estruturação) como um instrumento essencial para a organização dos conflitos existentes nesses corpos sociais (GOODHEART, 1998; AGGIO, DA ROCHA, 2009; WRAY, 2015; RESENDE, 2019).

Por sua vez, a definição de determinado constructo como a unidade de conta referencial (aceita para fechar todos os débitos de uma economia) é dado pela imposição do Estado em ratificar a unidade em questão como meio legalmente aceito para o pagamento de seus tributos. Desse modo, a moeda se fixa como uma unidade de crédito da sociedade contra o próprio Estado e, pela obrigatoriedade dos agentes em arcar com as demandas da autoridade central, a unidade de conta da economia (AGGIO, DA ROCHA, 2009; WRAY, 2015; RESENDE, 2019).

Da mesma forma que há antagonismo nas proposições históricas que levaram ao surgimento e à plena aceitação do dinheiro, as consequências econômicas derivadas dessas abordagens seguem a mesma lógica divergente. Enquanto o grupo “M” defende as teorias cuja moeda possui neutralidade no curto e/ou longo prazo (caso da linha ortodoxa e, em parte, heterodoxa) (GOODHEART, 1998; RESENDE, 2017; 2019), as consequências lógicas do grupo Cartalista podem ser encontrados em Resende (2019) e Aggio e Da Rocha (2009). Resende (2019), a respeito da formação lógica apresentada pelas escolas Cartalistas (e derivadas), conclui que:

O governo não precisa adquirir moeda, seja através do aumento de impostos, do aumento da dívida ou da venda de ativos, para poder gastar. O governo gasta e simplesmente credita unidades monetárias equivalentes nas contas do que lhe venderam ativos, mercadorias ou prestaram serviço. Dito de outra forma: O governo não tem restrição financeira. É o gasto do governo que cria moeda, e não a disponibilidade de moeda que viabiliza o gasto do governo (RESENDE, 2019, p. 5).

Em acordo com afirmação de Resende (2019) sobre ordem lógica que leva o governo a efetuar seus gastos, Aggio e Da Rocha (2009) extrapolam esta assertiva, apresentando a ideia de que:

A política fiscal regulamentaria, deste modo, o nível de demanda agregada em primeira instância, ao determinar quanto o Estado irá ofertar em relação ao quanto ele espera arrecadar, enquanto a política monetária serviria para regular a liquidez do sistema, permitindo que nem toda a moeda colocada pelo Estado permaneça em sua forma líquida (AGGIO, DA ROCHA, 2009, p. 162)

Ainda que o Cartalismo tenha influenciado em diferentes níveis uma série de pensadores na academia econômica, as principais vertentes que internalizaram os conceitos e as deduções desta linha de raciocínio foram a escola Pós-Keynesiana e, posteriormente, a TMM (AGGIO, DA ROCHA, 2009).

1.5 PÓS-KEYNESIANISMO

O livro *A Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda*, publicado em 1936 por Keynes, é considerado o pontapé inicial do campo de estudo macroeconômico por grande parte da literatura (LAVOIE, 2006; FROYEN, 2013). Como já destacado, o autor apresenta uma ruptura metodológica nas premissas teóricas do mainstream à época, assentindo à política monetária (e fiscal) um efeito sobre as variáveis econômicas não monetárias, isto é, assumindo a não-neutralidade da moeda (CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017). Destarte, a política monetária passa a assumir o papel de “um importante instrumento capaz de auxiliar na redução do desemprego” (CARVALHO et al., 2007, p.89).

Keynes (1936) explora vários aspectos do modo de produção capitalista e dos seus instrumentos políticos. Esse amplo espectro de objetos analisados por Keynes em *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936) e em outras obras de sua autoria resulta (não intencionalmente) numa série de interpretações conflituosas sobre as variáveis trabalhadas pelo autor. De acordo com as categorizações de Lavoei (2006) e Carvalho et al. (2007), os grupos formados a partir das interpretações de Keynes (1936) podem ser alocados em duas vertentes diferentes: (i) Keynesianos ortodoxos (verticalistas); e (ii) Keynesianos heterodoxos (horizontalistas).

No primeiro grupo, encontram-se os teóricos da Síntese Neoclássica (velhos- keynesianos) e dos Neokeynesianos. Apesar de se situarem sobre o espectro da ortodoxia econômica, esses dois corpos intelectuais não formam grupos homogêneos de pensamento econômico, além de apresentarem diferenças conceituais entre si (LAVOEI, 2006; CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017). Radicalmente contrário às visões verticalistas, o grupo horizontalista (ii), alicerce essencial da TMM, situa-se no campo heterodoxo do pensamento econômico (keynesianismo heterodoxo), ao qual foi cedido o nome de “Pós-Keynesianos” (LAVOEI, 2006; CARVALHO et al., 2007). Não vinculada somente aos postulados de Keynes, a teoria Pós-Keynesiana encontra-se influenciada pelos escritos Nicholas Kaldor (vide suas críticas à escola monetarista de Chicago), Piero Sraffa, Joan Robinson, Michal Kalecki, além da escola de Regulamentação Francesa, o Cartalismo e os institucionalistas ligados a heterodoxia (LAVOEI, 2006; AGGIO, DA ROCHA, 2009). Essa multifacetada base intelectual invoca uma série de interpretações teóricas

heterodoxas (as quais levam em conta o princípio da demanda efetiva e da dinâmica histórica) distintas no íntimo do aglomerado Pós-Keynesiano, mas que convergem (apesar de algumas pequenas diferenças quanto à forma) para a teoria da oferta monetária endógena (POLLIN, 1991; LAVOIE, 2006; PALLEY, 2017).

Em síntese, a abordagem teórica da moeda endógena entende que a quantidade dos meios de pagamento existentes em uma certa economia não pode ser determinada arbitrariamente pela autoridade monetária, isto é, os bancos centrais não tem capacidade, de forma exógena, de controlar o montante monetário em circulação (POLLIN, 1991; LAVOIE, 2006; CARVALHO et al., 2007; WRAY, 2015; PALLEY, 2017). Por sua vez, a oferta dos meios de pagamento é dada pela disponibilidade de créditos bancários no mercado e pela preferência do público por moeda e crédito (LAVOIE, 2006), ou seja, dessa forma, “para os Pós-Keynesianos, a oferta de moeda não é independente das necessidades da economia: Empréstimos criam depósitos” (LAVOIE, 2006, p. 57). Assume-se, por tanto, que – inversamente ao ensinado nos manuais de macroeconomia convencionais – a demanda ex ante dos agentes por crédito cria os depósitos bancários (LAVOIE, 2006; RESENDE, 2017; 2019).

De forma geral, a lógica Pós-Keynesiana sobre a oferta endógena da moeda – endossada por diversos (ex) presidentes de bancos centrais ao redor do mundo (POLLIN, 1991; RESENDE, 2017) – resulta numa série de noções antagônicas à visão convencional, entre elas estão: (i) Em regimes de moeda fiduciária, a inexistência do multiplicador bancário; (ii) O aumento generalizado dos preços (inflação) como um fenômeno não-monetário, isto é, “inflação não é causada por um excessivo aumento na taxa de crescimento da oferta monetária” (LAVOIE, 2006, p. 58); (iii) Em países de moeda soberana e que possuem uma taxa de juros referencial de curto prazo baseada no mercado interbancário (instituição onde os bancos comerciais vendem e compram reservas entre si), as operações de open market dão à autoridade monetária a capacidade monopolista de decidir qual será o valor desta taxa referencial, ou seja, a taxa de juros básica de curto prazo é exógena (POLLIN, 1991; LAVOIE, 2006; SERRANO, PIMENTEL, 2017; RESENDE, 2017; 2019).

No que concerne às diversas formas de pensar a respeito das políticas monetárias surgidas após as obras de Keynes (principalmente o Tratado Sobre a Moeda e a Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda), a abordagem Pós-Keynesiana – embora presente com algumas ramificações – almeja o maior grau de aderência à realidade econômica moderna (POLLIN, 1991; LAVOIE, 2016,

RESENDE, 2017; 2019). Nesse sentido, a Teoria Monetária Moderna – ao tomar a base teórica Pós-Keynesiana como pilar metodológico de suas interpretações sobre o sistema econômico contemporâneo – possui notável respaldo nas suas proposições de políticas econômicas (WRAY, 2015).

1.6 FINANÇAS FUNCIONAIS

A formação histórica e a criação desse objeto na institucionalidade econômica contemporânea possuem forte associação com às teorias acerca da influência que o Estado – pela ótica orçamentária e produtiva – tem sobre as variáveis econômicas (e, por consequência, sociais) (LAVOEI, 2006; WRAY, 2015; RESENDE, 2017). Pelo viés ortodoxo – o qual está influenciado tanto pela moeda-mercadoria e suas derivações (individualismo metodológico) quanto pela natural eficácia alocativa dos mercados capitalistas – o governo (Estado) não deve interferir nas decisões espontâneas dos indivíduos e firmas quanto à melhor alocação de seus recursos (salvo raras exceções, por vezes, chamadas de falhas de mercado), pois o governo tende a causar distorções em um mercado autorregulado, gerando falhas de concorrência e desemprego dos fatores de produção (LAVOEI, 2006; WRAY, 2015; RESENDE, 2017; 2019). Nessa perspectiva, o Estado se encontra como um ente à margem do processo econômico e, desta forma, seu orçamento deve trabalhar em equilíbrio, isto é, gastos não devem ultrapassar sua arrecadação via tributos, visto que débitos governamentais afetam negativamente o comportamento da economia³⁶. (WRAY, 2015). Essa abordagem metodológica é conhecida como “*Sound Finance*” (WRAY, 2015).

Desde o surgimento da *Sound Finance*, seus conceitos e premissas sofreram críticas por diversos matizes do pensamento econômico e social (HUNT, LAUTZENHEISER, 2011), mas o período que corresponde ao intervalo entre a primeira e a segunda guerra mundial é, particularmente, importante para a ciência econômica crítica ao pensamento teórico da noção de *Sound Finance*. No intervalo correspondente ao período entre guerras, a literatura econômica promoveu uma série de proposições analíticas que buscavam formas de atingir o pleno emprego dos usos dos fatores (particularmente, a mão-de-obra), visto que as forças – ditas naturais – de mercado não têm capacidade de se autorregular (PASINETTI, 1997; LAVOEI, 2006; WRAY, 2015; RESENDE, 2017; 2019). Por sua vez, ao reinterpretar a economia como

um organismo social mutável e que necessita de uma autoridade institucional centralizada, as abordagens em questão entregam novos entendimentos sobre a funcionalidade e os limites do orçamento governamental (tanto do gasto quanto da despesa), onde há disparidades (em diferentes níveis) com o Sound Finance (WRAY, 2015; PIMENTEL, 2018). Entre os autores que se podem destacar, encontram-se Piero Sraffa, Michal Kalecki, John Maynard Keynes, Evsey Domar e Abba Lerner (LAVOEI, 2006; WRAY, 2015; PIMENTEL, 2018).

Em relação à TMM (objeto deste estudo), ainda que haja influência de vários autores, suas premissas são vigorosamente relacionadas com as obras de Abba Lerner (WRAY, 2015; VERGNHANINI, 2017; PIMENTEL, 2018; RESENDE, 2019). Escrita em 1943, a obra *Functional Finance and the Federal Debt* foi o marco inicial dado por Abba Lerner à teoria das Finanças Funcionais – título que faz referência a não funcionalidade econômica e social da *Sound Finance* – sendo possível encontrar seus preceitos nas demais publicações do autor, pelo menos, até a década de 1960 (WRAY, 2015; PIMENTEL, 2018). No que diz respeito às Finanças Funcionais, a tipicidade metodológica da teoria é unir o princípio da demanda efetiva com a abordagem estatal da moeda (Cartalista). Segundo Wray (2015), Abba Lerner parte de duas premissas: (i) Se a renda nacional está baixa (usando a taxa de desemprego como métrica), o governo deve criar débito (elevando seus gastos) – realizando comprar de bens e serviços junto à população – para atingir o nível desejado de utilização dos fatores de produção; e (ii) Assumindo a influência da taxa de juros básica para o nível agregado de investimento, o banco central deve exercer seu papel como emissor monopolista de reservas para garantir, exogenamente, o nível de juros coerente com o grau de investimento requerido pelos *policy makers*.

Em suma, a ideia proposta por Lerner é simples: Estados soberanos em sua própria moeda devem utilizar políticas macroeconômicas (sobretudo fiscal) para manter a economia no pleno emprego, sem que este compromisso seja restringido por limites fiscais arbitrários, tal qual a ideia de um orçamento equilibrado, isto é, a busca pelo déficit zero governamental (WRAY, 2015; PIMENTEL, 2018). Por fim, vale destacar, como exposto por Wray (2015), que essa lógica não implica, necessariamente, na defesa de políticas antitributos.

Apesar do arcabouço teórico das Finanças Funcionais levarem “as prescrições de políticas de pleno emprego ao limite no que se refere às questões relacionadas ao financiamento da política de pleno emprego” (PIMENTEL, 2018, p.

35), não há uma negligência por parte da teoria quanto às restrições concretas à atuação do Estado no incentivo à demanda agregada, ou seja, “o céu não é o limite” (WRAY, 2015, p. 199) para o gasto governamental (WRAY, 2015; PIMENTEL, 2018). Nesse sentido, a administração da política fiscal (e monetária) é realizada com base em observações de variáveis econômicas concretas – que, ao contrário do ideal ortodoxo, são oriundas do lado real da econômica – as quais situam-se a distribuição de renda, a taxa de câmbio e o nível de preços (inflação e deflação) (WRAY, 2015; PIMENTEL, 2018; RESENDE, 2019).

Dessa maneira, ao introduzir as Finanças Funcionais de Abba Lerner a TMM assume um conjunto abstrato muito aderente à realista, onde seus instrumentos de políticas públicas têm maior capacidade de promover um crescimento e um desenvolvimento social mais vigoroso.

1.7 PRINCIPAIS AUTORES DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA

1.7.1 Larry Randall Wray

Larry Randall Wray é professor de Economia no *Bard College* e pesquisador sênior do *Levy Economics Institute*, responsável por ser um dos proponentes da Moderna Teoria da Moeda (MMT), em que propõe uma alternativa à política econômica mais ortodoxa. Wray, utilizando o conceito de finanças funcionais de Lerner (1943), argumenta que o Estado não encontra barreiras em seus gastos até que o pleno emprego fosse atingido. Para desenvolver esta teoria, parte da abordagem chartalista da moeda, isto é, enxerga a moeda como criatura do Estado, o qual possui total poder de emitir e pagar suas dívidas nela denominada, surgindo assim a Teoria Moderna do Dinheiro.

A visão alternativa apresentada por Wray tem como base a recuperação das ideias de Innes que a moeda seria na verdade, sempre, uma relação de crédito e débito (PINKUSFELD, 2004). A criação da moeda se dá no momento em que algum agente econômico se dispõe a aceitar um débito de outro agente fornecendo a este automaticamente um crédito correspondente (PINKUSFELD, 2004). Dentro dessa lógica o maior comprador e devedor, em qualquer momento da história, seria certamente o Estado, ou seja, a moeda estatal teria um papel de destaque na hierarquia das relações de débito e crédito da economia pela sua própria dimensão

(PINKUSFELD, 2004). Além disso, a tributação imposta pelo Estado, a ser paga em sua moeda, criaria uma demanda cativa para os débitos estatais, já que o setor não estatal da economia teria de adquiri-los para cancelar seus débitos com o Estado, ou seja, a carga tributária (PINKUSFELD, 2004). Assim, chega-se à interessante conclusão de que a aceitação da moeda estatal independe de leis que imprimam seu curso forçado, sendo consequência da necessidade de pagar tributos (PINKUSFELD, 2004).

Outro princípio fundamental, nas palavras de seu principal autor, Abba Lerner (1942, p.39), é o da teoria das finanças funcionais, onde Wray (2003, p.95) cita que a ideia central é que as políticas fiscal e monetária do governo são tratados tendo exclusivamente em vista os resultados destas ações na economia, e não alguma doutrina tradicional estabelecida sobre o que é ou não saudável. A teoria das finanças funcionais, integrada à relação da emissão monetária com o gasto público, tem também algumas consequências lógicas de grande interesse para políticas econômicas heterodoxas (PINKUSFELD, 2004). Inicialmente, nega-se a ideia usual de que dívida pública e os impostos financiam o gasto público, onde sendo o gasto a aquisição de moeda estatal para que o setor privado pague impostos, o segundo não pode preceder o primeiro, tornado a ordem tradicional logicamente impossível (PINKUSFELD, 2004). O mesmo se aplica à dívida pública: um gasto público injeta moeda estatal na economia e cabe ao governo, através de sua política de dívida pública, atender ao ajuste de *portfolio* do setor privado à taxa de juros pelo Banco Central (PINKUSFELD, 2004).

Com isso os tributos e a dívida possuem o papel de ajustar as decisões de gasto e alocação de riqueza do setor privado consistentes com um nível de plena utilização dos recursos produtivos (PINKUSFELD, 2004). O estoque da dívida pública corresponde aos ajustes de liquidez do setor privado e o nível de impostos sendo determinado pelo volume de gastos privados compatíveis com o “pleno emprego”. Seguindo essa lógica se conclui a impossibilidade da quebra do Estado, se a dívida pública interna é contratada na moeda estatal na qual o governo tem monopólio de emissão, não faz sentido algum este mesmo governo não honrar o seu desgaste (PINKUSFELD, 2004).

Uma vez que teoricamente abandonou-se a ideia metalista dos preços referidos a alguma unidade de valor material, cabe ao Estado emissor de sua moeda estatal fiduciária estabelecer os preços da economia (PINKUSFELD, 2004). Wray

propõe que o Estado poderia fixar o preço de toda e qualquer mercadoria ao anunciar seu preço de compra na moeda Estatal, mas essa medida é desnecessária se um preço básico da economia é fixado (PINKUSFELD, 2004). Esse preço básico é exatamente o salário nominal e o seu valor remuneração para os trabalhadores ocupados pelo programa de empregador de última instância (PINKUSFELD, 2004). No esquema proposto pra Wray, um mesmo instrumento de política econômica acaba por resolver dois problemas: inflação e desemprego (PINKUSFELD, 2004).

1.7.2 Stephanie Kelton

Stephanie Kelton é uma economista e acadêmica americano que atuou como economista-chefe no Comitê de Orçamento do Senado dos EUA (Equipe Democrata) em 2015 e como consultora econômica sênior para as campanhas presidenciais de 2016 e 2020 de Bernie Sanders. Ela é pesquisadora sênior do *Schwartz Center for Economic Policy Analysis* e professora de economia e políticas públicas na *Stony Brook University*. Além disso Kelton é uma das principais autoridades e considerada uma das vozes mais importantes da Teoria Monetária Moderna, abordagem essa que está conquistando o mundo e influenciando o debate político nos dias de hoje.

Com seu livro intitulado *“The Deficit Myth”*, que é um dos principais guias para o pensamento da TMM, Stephanie tenta justificar porque essa é a teoria correta para o momento. Desde o início, Kelton escreve com lirismo sobre o poder da TMM, afirmando que desafia o *status quo* com uma economia sólida que revela outro tipo de mundo possível, um mundo em que é possível investir em cuidados de saúde, educação e infraestrutura duradoura (KELTON, 2020).

De acordo com Kelton, os males sociais criados pelo capitalismo são o resultado não de suas contradições objetivas, mas de um pensamento incorreto. Ela sustenta que políticas econômicas que priorizam a necessidade humana e o interesse público são possíveis dentro do capitalismo apenas se as restrições autoimpostas forem abandonadas. Essas restrições surgem da forma como os gastos do governo são vistos e comparados com os gastos domésticos (BEAMS, 2020).

A TMM começa com uma observação que é a noção de que o dólar dos EUA é um simples monopólio público, em outras palavras, o dinheiro dos EUA vem do próprio governo e não pode vir de mais nenhum lugar, o que significa que o governo

federal não é nada parecido com as famílias. Uma família tem que adquirir dinheiro para financiar suas despesas e deve equilibrar seu orçamento, ou seja, é usuária de dinheiro. O governo, por outro lado, é emissor de dinheiro e não está sujeito a tais restrições. Isso significa que os limites de gastos que se aplicam a uma família não se aplicam a um governo soberano que emite sua própria moeda (BEAMS, 2020), afirmando Kelton:

A distinção entre os usuários de moeda e o emissor de moeda está no coração da TMM (KELTON, 2020, p.18). Livres das restrições que nos prendem em um mundo de padrão-ouro, os EUA agora desfrutam da flexibilidade para operar seu orçamento, não como uma família, mas para o verdadeiro serviço de seu povo (KELTON, 2020, p.37).

Kelton, em seu livro, fica impressionada com a obsessão dos congressistas americanos, tanto do partido republicano quanto do partido democrata, em combater o déficit público, quando na verdade os déficits públicos não deveriam ser preocupação de uma país que emite a própria moeda (PORTELLA FILHO, 2021). A soberania monetária permite aos EUA financiar suas despesas emitindo dólar ou então mantendo próximos do zero os juros que incidem sobre a dívida federal (PORTELLA FILHO, 2021). Os governos dos países com soberania monetária não precisam se atentar tanto com os déficits públicos na medida que podem gastar mais do que arrecadam e financiar o déficit de forma quase indolor (PORTELLA FILHO, 2021). Segundo Stephanie, a inflação ressurgiu quando a economia se torna superaquecida em razão do pleno emprego da mão de obra e dos demais fatores de produção (PORTELLA FILHO, 2021). Para Stephanie Kelton, a meta política é manter uma economia equilibrada mantendo o pleno emprego e se preocupando com a aceleração do risco inflacionário. O único risco potencial do aumento da dívida pública ao longo do tempo é a inflação, então a melhor defesa é uma boa ofensiva, e o que a TMM faz é tentar ser, de alguma forma, hipersensível aos riscos de inflação.

O déficit definitivamente importa, só que importa em maneiras que não somos normalmente ensinados a entender. As pessoas tendem a ouvir que o déficit é um assunto que deveríamos tentar eliminar ou que não deveríamos estar produzindo tanto ou que são evidências de irresponsabilidade fiscal, mas a realidade é outra. O déficit pode ser muito grande, evidenciado pela inflação, ou também pode ser muito pequeno para manter a demanda da economia, evidenciado pelo desemprego. Sendo assim se o déficit do governo é tratado como a diferença entre o que o governo gasta

na economia e o que ele arrecada de tributação, um gasto de cem dólares na economia dos EUA onde somente é taxado noventa dólares de impostos, gera um saldo de dez dólares em algum setor da economia que não estaria se não fosse posto pelo déficit do governo, em outras palavras, o déficit do governo é o superávit da sociedade (KELTON, 2021).

1.7.3 Bill Mitchell

William Francis Mitchell, um dos fundadores da Teoria Monetária Moderna, é diretor do *Centre of Full Employment and Equity (CofFEE)*, um centro de pesquisa oficial da Universidade de Newcastle, Austrália, e também professor docente de Economia Política Global na Universidade de Helsinki, Finlândia.

De acordo com Mitchell a percepção mais equivocada é acreditar que a TMM de alguma maneira prescreve um novo regime ideal quando na verdade a TMM limita-se a descrever o sistema em que vivem a maioria dos países do mundo desde 1971, quando sob a administração do Presidente Richard Nixon se suspendeu a convertibilidade do dólar em ouro, e desde então vivemos no que se chama de sistema monetário fiduciário. No sistema dito anteriormente, a moeda é legal devido às medidas legislativas que a tornam precisamente moeda de curso legal, a moeda em si acaba não possuindo um valor intrínseco (MITCHELL, 2011). O fato de o governo impor a obrigação de pagar impostos nessa moeda é a circunstância que lhe oferece valor e, portanto, nos permite utilizá-la, sendo assim a procura dessa moeda, que de outra maneira seria papel sem valor, está dada devido a todas as obrigações de pagar impostos terem que ser nessa moeda (MITCHELL, 2011).

Levando esse fato em consideração logo nota-se que o governo monopoliza a emissão dessa moeda e conseqüentemente dentro desse sistema o governo nunca pode ficar sem dinheiro, ou seja, não necessita empréstimos de dinheiro (MITCHELL, 2011). Essa situação descrita acima é a primeira premissa da Teoria Monetária Moderna, que diz que os governos não têm restrições quando se trata de gastar se necessitarem aumentar as suas receitas (MITCHELL, 2011). Um exemplo dessa situação é de que não podemos obter a moeda enquanto o governo não a gastar, com isso o gasto público é a execução primária num sistema fiduciário em que cobrar impostos e tomar empréstimos são ações subsequentes.

No chamado sistema de *Bretton Woods*, - o sistema de taxa de cambio fixa que prevaleceu depois da II Guerra Mundial até 1971 – os governos tinham restrições de receitas, porque o Banco Central só podia permitir uma certa quantidade de dinheiro na economia de acordo com a posse de ouro e o valor da moeda (MITCHELL, 2011). De modo que, se o governo tivesse a intenção de gastar mais, teria que assegurar-se de pedir dinheiro emprestado de outro dentro da economia, para que a oferta global de dinheiro fosse constante, trazendo de volta a ideia de que o governo, nesse sistema, era obrigado a cobrar impostos ou endividar-se para poder gastar (MITCHELL, 2011).

De acordo com Mitchell (2011) a TMM trata a dívida pública como riqueza privada e os pagamentos de juros como uma receita privada. A dívida pública ativa é a expressão dos déficits orçamentários acumulados no passado, e esses acrescentaram ativos financeiros ao setor privado, fomentando a procura de bens e serviços que permitiram manter o crescimento do rendimento (MITCHELL, 2011). O crescimento do rendimento permitiu fazer poupança e acumular ativos financeiros a uma taxa muito maior do que se tivéssemos prescindido dos déficits. Com isso não há motivo para obcecar-se tanto com o nível alto da dívida pública, pois o governo pode sempre pagar a sua dívida e mais ainda a dívida proporciona às empresas, famílias e a outros do setor privado um meio de depositar as suas poupanças sem riscos (MITCHELL, 2011).

Para o professor Mitchel (2011), os resultados orçamentais nunca devem ser um objetivo político, pelo contrário, os objetivos do governo são alcançar metas reais, ou seja, uma taxa de crescimento sustentável combinada com o pleno emprego. Nesse contexto, é evidente que a política pública deve ter como prioridade a eliminação da pobreza, sistemas de saúde e de educação de primeira linha, melhorar a situação dos menos favorecidos, etc., (MITCHELL, 2011). A questão central da discussão é que o perigo que implicam os déficits orçamentários não é a insolvência, mas sim a inflação, ao dizer isto, enfatizamos que a inflação é um risco implícito em qualquer tipo de sobre-despesa, seja de investimento exportação ou de gasto público (MITCHELL, 2011). Portanto, os déficits orçamentários podem ser excessivos ou deficientes, mas deve o governo assegurar que se ajustem para que se possa empregar toda a capacidade produtiva disponível.

1.8 AUTORES BRASILEIROS DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA

1.8.1 Franklin Serrano e Kaio Pimentel

O esforço em ilustrar a veracidade das premissas teóricas da TMM pode ser realizado por diversas abordagens metodológicas, onde, por sua vez, encontra-se as análises históricas, econométricas e descritivas (WRAY, 2015). Nesse sentido, a literatura econômica a respeito da TMM – destacando-se, aqui, as obras de Tymoigne (2014), Wray (2015), Serrano e Pimentel (2017) e Teixeira e Bastos (2019) como referências – tem se concentrado na descrição acerca das relações entre as autoridades monetárias e os tesouros nacionais quanto à funcionalidade destas instituições para o financiamento público e a manutenção da taxa de juros referencial da economia. A escolha desse modelo descritivo é justificada, pois, através da análise dos procedimentos operacionais entre os bancos centrais e os tesouros nacionais de países soberanos na moeda nacional, torna-se possível evidenciar a linha teórica adotada pela TMM, sobretudo no que diz respeito às Finanças Funcionais e, em parte, pelo Pós-Keynesianismo e, com menor grau, certos pontos do Cartalismo (DE REZENDE, 2009; WRAY, 2015). Nesse sentido, é por meio desse viés analítico descritivo que se revela: (i) A exogeneidade da taxa de juros de curto prazo; (ii) A não necessidade de tributos para o financiamento do governo central; (iii) a impossibilidade do Estado nacional quebrar em moeda soberana e, desse modo, dar calote na dívida pública interna; e, como consequência dos processos anteriores, (iv) A impossibilidade de completa dissociação entre políticas monetárias e fiscais (TYMOIGNE, 2014; WRAY, 2015; SERRANO E PIMENTEL, 2017; TEXEIRA E BASTOS, 2019).

No Brasil, o financiamento público e a manutenção da taxa de juros básica de curto prazo são executados por meio das relações entre a autoridade monetária (BACEN), o tesouro nacional, o mercado interbancário (onde as instituições financeiras bancárias transacionam entre si), o mercado de reservas (que engloba o interbancário) e o mercado primário (definido pelas negociações diretas entre tesouro nacional e os *Dealers* (CARVALHO et al., 2007; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Por sua vez, as transações entre esses agentes econômicos se concentram em dois instrumentos: (1) as reservas bancárias, uma unidade de conta – denominadas em reais (R\$) – utilizada pelo banco central em suas relações com o tesouro e instituições

financeiras, onde o montante é constituído por recursos compulsórios (com base em um percentual exigido pela autoridade monetária referente aos depósitos à vista em carteira dos bancos) e voluntários (adotado pelos próprios agentes bancários reservistas para fins de liquidar transações rotineiras); e (2) os títulos da dívida pública federal (TDPF), papéis emitidos pelo Tesouro Nacional para recolhimento de recursos mediante pagamento de juros (a prazos e valores distintos) aos detentores dos referidos ativos (CARVALHO et al., 2007; WRAY, 2015; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

Ao que diz respeito à estrutura institucional que sustenta o financiamento público federal – nessa descrição não está incluso os entes federados – o Tesouro Nacional, órgão em tutela do Ministério da Fazenda, assume, a fim de atender às decisões fiscais dos *policy makers*, a gerência sobre as emissões e os resgates de títulos públicos federais, além do controle sobre a dívida pública externa (DE REZENDE, 2009; BC, 2015). Apesar da ordenação sobre os fluxos de títulos públicos, o tesouro é o responsável pela administração da Conta Única do Tesouro (DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Situada em uma conta (remunerada) numerada no balancete do banco central, a Conta Única do Tesouro é o instrumento pelo qual o governo brasileiro administra suas ações financeiras, tanto em termos de recolhimento (tributos e venda de títulos públicos) quanto de dispêndios (pagamento de bens e serviços) (CARVALHO et al., 2007; DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Como demonstrado por Rezende (2009) e Serrano e Pimentel (2017), o fato de existir uma impraticabilidade temporal em conciliar o recolhimento de recursos (débito) com o pagamento das obrigações governamentais (crédito) implica à autoridade monetária uma manutenção *ex ante* da Conta Única em um estado financeiro altamente positivo. Segundo Serrano e Pimentel (2019), essa obrigação dada ao BACEN de manter o saldo do tesouro sempre positivo – outrora, chamada de “colchão de liquidez” – garante, além imediata disponibilidade de recurso para a STN, que não haja a necessidade de aquisição dos títulos públicos pelo Banco Central no mercado primário. Isto é, a transação direta de títulos públicos entre o BACEN e a STN – ação proibida pela Constituição Federal Brasileira (artigo 164), visto que tal ato é enquadrado como financiamento direto do tesouro pela autoridade monetária (DE REZENDE, 2009).

Ainda que resguardadas pela posição *ex ante* oferecida pelo banco central, a incompatibilidade cronológica entre os débitos e créditos na Conta Única implica em

variações diárias no saldo do tesouro junto ao banco central, de forma que as oscilações financeiras positivas são dadas em momentos onde os recolhimentos excedem às despesas e, por óbvio, negativas em situações que há mais saídas de recursos do que entradas (DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Ainda que a Conta Única esteja sobre a tutela legal do tesouro nacional, sua operacionalidade é executada pela autoridade monetária, de modo que, em virtude de o banco central realizar todas as suas transações por meio de reservas e através das instituições financeiras bancárias (CARVALHO et al., 2007; DE REZENDE, 2009), as variações no estado financeiro da Conta Única recaem sobre o balancete da autoridade monetária e, conseqüentemente, dos bancos reservistas (SERRANO E PIMENTEL, 2017). Logo, sabendo que o BACEN se relaciona com o sistema bancário através das contas de reserva dessas instituições, as movimentações na conta do tesouro afetam, diretamente, a disponibilidade de liquidez no mercado bancário, em que as variações positivas na Conta Única retiram reservas do mercado, enquanto variações inversas injetam (DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Desta feita, ao conhecer a lógica do processo de financiamento público, no qual a autoridade monetária cobre a conta do tesouro nacional com um colchão de liquidez, e as variações no saldo da respectiva conta afetam a liquidez do mercado, Serrano e Pimentel (2019) afirmam que:

Assim, na prática, os gastos públicos, quando financiados por meio de uma variação do saldo da conta do Tesouro, mesmo onde o governo legalmente não pode se financiar “através da emissão de moeda”, são sim no dia a dia financiados a partir da emissão primária de moeda, isto é, o gasto público de fato injeta moeda nova na economia. E isso não é ilegal, pois o aumento da base monetária correspondente a esses gastos é contabilizado como redução do saldo positivo de ativos do governo com o Banco Central e não um empréstimo deste último ao primeiro (SERRANO E PIMENTEL, 2017, p. 4).

Em síntese, a descrição anterior evidência que o Estado soberano em sua própria moeda não necessita, de antemão, da receita dos tributos e dos títulos públicos para efetuar seus gastos. Desta forma, nota-se que não há restrição intrínseca às movimentações fiscais do governo federal, justamente pelo fato do agente estatal (STN) ser o fornecedor – através das operacionalizações do banco central junto às contas mantidas em sua carteira pelas instituições financeiras bancárias – primário de liquidez para a economia nacional (REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Nesse caso, tanto os tributos como a venda de títulos

públicos tornam-se meios de destruição da base monetária (via reservas bancárias), ainda que para o caso dos tributos, como demonstrado pela proposta Cartalista, sirva como validador da unidade de conta utilizada pelos agentes econômicos (WRAY, 2015; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

Embora não exista uma restrição natural à lógica orçamentária dos estados emissores da moeda nacional, os mesmos criam arranjos institucionais que buscam delimitar espaços para a injeção de moeda nova na economia – por sua vez, baseados em preceitos teóricos-econômicos (WRAY, 2015). No que tange o caso brasileiro (além da própria atribuição dos tributos), o tesouro nacional é impedido de financiar, indefinidamente, seus déficits através do saldo positivo da Conta Única, visto que a STN é obrigada pela constituição federal a programar os dispêndios excedentes em forma de títulos públicos, os quais serão ofertados, em leilões, aos *Dealers* do mercado primário (DE REZENDE, 2009). Por sua vez, estando vendidos os títulos públicos, os recursos oriundos destas transações voltam para a conta do tesouro, ou seja, são destituídos da base monetária (CARVALHO et al., 2007; BC, 2015; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

O mercado de reservas é a instância que todas as variações na quantidade e na distribuição de reservas bancárias se manifestam, seja através das transações entre as instituições financeiras bancárias (mercado interbancário) ou destas com a autoridade monetária (DE REZENDE, 2009), de tal forma que, enquanto as trocas de reservas entre instituições bancárias representam mera troca na posse dos ativos, isto é, sem criação ou destruição de base monetária, todas as transações que envolvem o banco central promovem mudanças no quantum de reservas bancárias existentes no mercado (CARVALHO et al., 2007; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Ademais, com exceção das trocas oriundas de transferência de depósitos entre clientes de diferentes bancos (p.e DOC e TED) e dos pagamentos do tesouro para à sociedade, todas as negociações que compreendem reservas bancárias estão atreladas à uma remuneração (taxa de juros) e com lastro em papéis de dívida do governo federal (CARVALHO et al., 2007). Logo, dada a necessidade diária das instituições bancárias em alocar reservas – visto as determinações da autoridade monetária (e dos próprios agentes) quanto aos aportes de reservas em posse dos bancos –, a taxa de juros cobrada nesse mercado de reserva é a taxa de juros básica de curto prazo da economia. No Brasil a taxa de juros básica de curto prazo é aquela que incide sobre o financiamento diário, com prazo de um dia útil⁴⁵ lastreado por títulos público

registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) (CARVALHO et. al, 2007; DE REZENDE, 2009; BONFIM, 2017; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

Assim, baseando-se nas taxas de remuneração cobradas pelas intuições financeiras bancárias nas transações exercidas no mercado interbancário, a autoridade monetária realiza operações de compra (ou venda) de reservas bancárias junto aos bancos comerciais presentes neste mercado para equalizar as taxas de juros do interbancário com a orientada pela comissão de política monetária (SERRANO E PIMENTEL, 2017). Essas operações, sempre lastreadas em títulos públicos, são designadas através de um compromisso (via contrato) de recompra do ativo (neste caso a reserva) após determinado período de tempo – normalmente com curtíssima duração, sendo, em sua grande maioria, realizadas de um dia para o outro (overnight) (CARVALHO et al., 2007; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

Em síntese, conjunturas econômicas que propiciem excesso de liquidez ao mercado de reservas – seja via saída líquida de haveres da Conta Única, a entrada de recursos externo e/ou a queda na demanda de moeda por parte do público – forçam o banco central, na hipótese de evitar uma queda na taxa de juros, a intervir no mercado comprando as reservas (vendendo títulos) das instituições financeiras bancárias. Por sua vez, no sentido oposto, ou seja, quando o cenário econômico sanciona uma menor presença de liquidez – podendo ser via acréscimos na demanda por meios de pagamento por parte do público, assimetrias no mercado interbancário, saída líquida de divisas e/ou saldos positivos na conta do tesouro nacional –, a autoridade monetária precisa fornecer liquidez ao mercado, isto é, vender reservas bancárias (comprando títulos) aos bancos comerciais na condição de evitar uma elevação na taxa de juros (CARVALHO et al., 2007; DE REZENDE, 2009; BONFIM; RESENDE; SERRANO E PIMENTEL, 2017). É importante destacar que os títulos usados como lastro nas operações compromissadas não podem ser emitidos pelo BACEN, cabendo apenas ao tesouro nacional esta tarefa (BC, 2015).

Todavia, dois fatores condicionam o mercado de reservas a possuir o estoque de títulos necessários para efetuar as políticas monetárias do banco central:

- (1) Pelo menos desde 2008, a Constituição Federal do Brasil autoriza o aporte direto de títulos do tesouro ao Banco Central para fins exclusivamente de política monetária;
- (2) O mercado de reservas sempre dispõe de títulos públicos em suas carteiras, visto que a falta desse ativo acarreta em problemas de financiamento deste agente junto ao mercado de reservas como um todo (interbancário e aberto) e, oriundas das

atuações prévias do Banco Central, como resultado de políticas monetárias para controle da liquidez (BC, 2015; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Desta feita, como o Banco Central é a única instituição com competência de criar e destruir reservas, além da irrestrita oferta de títulos por parte do tesouro, assume-se, por lógica, que a autoridade monetária detém plena capacidade de controlar a liquidez no mercado de reservas, ou seja, é capaz de determinar, exogenamente, a taxa de juros básica de curto prazo da economia (DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

1.8.2 André Lara Resende

No Brasil, ainda que a passos curtos, a Teoria Monetária Moderna foi levada à grande mídia por André Lara Resende (RESENDE 2017; 2019), com o debate da funcionalidade da TMM, especialmente relacionado à questão previdenciária e ao fraco crescimento econômico do país. Segundo Resende (2019, p.3), “o livro de Wray, *Modern Money Theory* (2015), é a mais completa exposição dos princípios da TMM e de o porque a má compreensão da moeda leva a uma série de equívocos na formulação de políticas macroeconômicas”.

Desde 2017, os artigos do economista André Lara Resende publicados no Valor têm sido alvo de controvérsias com suas críticas à política de juros e à teoria macroeconômica que embasam decisões e análises no Brasil geram reações em outros economistas, provocando debates duradouros. Suas opiniões sobre a natureza da moeda e o peso da dívida pública vão em contramão das teorias mais tradicionais. Em “Consenso e Contrassenso: Por uma Economia Não Dogmática”, livro lançado hoje pela Portfolio-Pinguim, o economista retoma os artigos publicados no ano passado e vai além. Relembra a própria trajetória como pesquisador e investidor, sua participação na elaboração dos planos Cruzado e Real e na negociação da dívida externa. O título do livro é extraído do primeiro artigo publicado no ano passado, que tratava das transformações na macroeconomia desde a crise de 2008. Com seu subtítulo, “Déficit, Dívida e Previdência”, o ensaio anunciava que as relações entre o endividamento público e a evolução do déficit fiscal não ocorrem do modo como se costumava pensar.

No Brasil, o déficit público, liderado pelo seu maior componente, o déficit da Previdência, é considerado o principal obstáculo a ser superado, sem o que a economia não será capaz de sair do atoleiro em que se encontra desde 2015

(RESENDE, 2019). A possibilidade de que, no futuro, o juro possa ser superior ao crescimento, é a principal razão para a cautela em relação ao aumento da dívida, mas se o juro for fixado pelo Banco Central e puder ser sempre inferior à taxa de crescimento, a dívida efetivamente nunca terá custo fiscal (RESENDE, 2019). A tese é surpreendente, pois contradiz frontalmente o consenso entre os formuladores de políticas e a teoria macroeconômica estabelecida.

O ponto de partida da tese que fundamenta a TMM é que a essência da moeda é ser a unidade de conta nacional e suas demais propriedades, a de servir como meio de troca e como reserva de valor, são subsidiárias (RESENDE, 2019). A macroeconomia neokeynesiana, das últimas duas décadas, não trata explicitamente da moeda, a política monetária é uma política de taxa de juros. Através da taxa básica de juro, o banco central controla a demanda agregada na economia, procurando exercer uma pressão inflacionária ou deflacionária, que mantenha a inflação dentro das metas anunciadas (RESENDE, 2019).

A tese de Georg F. Knapp cunhou o termo Cartalismo, como uma alternativa ao Metalismo quantitativista, para a compreensão da moeda. Segundo o Cartalismo, a moeda não é uma geração espontânea dos mercados para facilitar as transações, mas sim, uma criação do soberano ou do estado nacional (RESENDE, 2019). A moeda é uma unidade de crédito contra o estado, ou seja, uma unidade de dívida do Estado, que é legalmente aceita para o pagamento de impostos. Essa constatação tem uma implicação lógica contra intuitiva: o governo não precisa adquirir moeda, seja através do recolhimento de impostos, do aumento da dívida ou da venda de ativos, para poder gastar, sendo assim o governo não tem restrição financeira (RESENDE, 2019). É o gasto do governo que cria moeda, e não a disponibilidade de moeda que viabiliza o gasto do governo. Também não é a expansão de reservas bancárias – ou da base monetária - que leva os bancos a emprestar e a criar moeda, mas ao contrário, é o aumento dos empréstimos dos bancos que força o aumento de reservas bancárias – ou da base monetária (RESENDE, 2019).

O Cartalismo, recuperado pela MMT, entendeu que o sentido da causalidade é o inverso, não é da moeda para a despesa agregada, mas sim da despesa agregada, pública e privada, para a moeda. A moeda é endógena, pois é o aumento da despesa agregada que força a expansão da moeda, e não a expansão da moeda que provoca o aumento da demanda agregada. O banco central não controla, nem tem como controlar, as reservas bancárias - ou seja, a base monetária

- sem abdicar do controle da taxa básica de juros. Por isso, o banco central fixa a taxa básica de juro sobre as reservas e é obrigado a acomodar toda e qualquer variação da demanda por reservas (RESENDE, 2019).

A inflação não é resultado do excesso de moeda, mas do excesso de demanda agregada ou das expectativas de inflação. A moeda é endógena e não provoca inflação enquanto não houver excesso de demanda ou expectativa que haverá inflação (RESENDE, 2019). Ficou explícito que o banco central só atua sobre a demanda agregada através da taxa de juros, para levar a inflação a ficar dentro das metas anunciadas. A emissão de moeda não é uma variável sobre controle do banco central e não provoca inflação. A inflação é provocada por um excesso de demanda agregada, ou por um choque negativo, de oferta que pressiona alguns preços chaves e cria a percepção de que há uma alta generalizada de preços (RESENDE, 2019). A alta generalizada dos preços, por sua vez, cria expectativas de que os preços continuarão a subir. Uma vez consolidadas, expectativas de inflação podem manter a inflação alta, mesmo com desemprego e capacidade ociosa (RESENDE, 2019). A inflação consolidada tem um grande componente de inércia. Expectativas de inflação podem ser revertidas através do anúncio de metas, por um banco central que tenha credibilidade. A credibilidade do banco central é conquistada pelo seu histórico de sucesso para manter a inflação dentro das metas (RESENDE, 2019). Para isso, o banco central utiliza a taxa básica de juros, como instrumento para regular a demanda agregada. Diante de pressões inflacionárias, provocadas pelo excesso de demanda, o banco central eleva taxa de juros, para arrefecer a demanda e reduzir a expectativa de inflação (RESENDE, 2019). Portanto, o governo não tem restrição financeira, pois ao gastar, sempre “emite” moeda. O que o governo pode fazer quando gasta e necessariamente cria moeda, é mudar a composição do seu passivo, vendendo dívida, no valor equivalente ao aumento das reservas creditadas nos bancos. Ou seja, sempre que o governo gasta, aumenta o seu passivo (RESENDE, 2019).

O fato de que o governo não tenha restrição financeira, não significa, como se poderia precipitadamente concluir, que o governo não esteja sujeito a qualquer restrição nos seus gastos. Existe a restrição da realidade, a restrição da capacidade produtiva da economia (RESENDE, 2019). O gasto de governo é parte da demanda agregada, o aumento dos gastos do governo aumenta a demanda e pressiona a capacidade instalada. A partir de um determinado ponto, o gasto do governo pode pressionar os preços e provocar inflação (RESENDE, 2019). A eventual pressão

inflacionária decorre da sobrecarga exercida pelos gastos do governo na economia e não da expansão monetária. Numa economia aberta, integrada ao comércio internacional, o excesso de pressão da demanda agregada, além de provocar uma pressão inflacionária, irá extravasar para as contas externas (RESENDE, 2019). Os déficits em conta corrente resultantes do excesso de demanda são o mais claro sinal de que a restrição da realidade não está sendo respeitada. Embora o governo não esteja sujeito a uma restrição financeira, a combinação dos gastos e das receitas tributárias, a forma como o governo conduz a chamada política fiscal, é da mais alta importância para o bom funcionamento da economia (RESENDE, 2019).

Há, hoje, praticamente unanimidade entre os analistas, que a reforma da Previdência é condição para o reequilíbrio das contas públicas e a retomada do crescimento. Como vimos, esta é, efetivamente, a condição de sustentabilidade da dívida pública, se a taxa de juros for superior ao crescimento. Como se sabe, a taxa de juros no Brasil foi, desde a estabilização da inflação com o Real, até muito recentemente, uma das mais altas do mundo, a ponto de causar perplexidade internacional (RESENDE, 2019). As taxas de juros na economia sofrem influência de uma multiplicidade de fatores. Risco de crédito, prazo do financiamento, cartelização bancária, entre muitos outros, fazem com que haja uma infinidade de taxas de juros na economia. Quanto à taxa básica, aquela que remunera as reservas bancárias, entretanto, não há discordância: é determinada única e exclusivamente pelo banco central (RESENDE, 2019). A taxa de juros sobre as reservas bancárias é o instrumento por excelência da política monetária. A taxa de juros da dívida pública, ou da totalidade do passivo financeiro do setor público, que inclui as reservas bancárias e o papel moeda em poder do público, enquanto este último continuar a existir, é superior à taxa básica (RESENDE, 2019).

1.9 PRINCIPAIS TESES DOS AUTORES E VALIDAÇÃO

O pensamento da TMM, formado por uma heterogeneidade de ideias e uma estrutura metodológica que estabelece um modelo abstrato aderente a realidade institucional e funcional da economia, rompe com uma série de paradigmas existentes. Esta desconstrução causada pela TMM nas visões convencionais ortodoxas e, em parte, heterodoxas, possui a congruência de três grandes pressupostos: (i) A retomada da perspectiva histórica do dinheiro e, conseqüentemente, da moeda

enquanto uma criatura social resultante das diversas formas de estruturas estatais vigentes ao longo da história; (ii) A compreensão sobre a funcionalidade da moeda e do crédito no sistema financeiro capitalista, ainda que dentro de certas nuances históricas e institucionais do próprio sistema; e (iii) A estrutura das finanças públicas, e sua relação com o setor privado, na determinação de variáveis chaves para o funcionamento da economia, dado o papel exercido pela interlocução entre a moeda nacional, o Banco Central taxa de juros básica), Tesouro Nacional e a tributação (WRAY, 2015; VERGNHANINI, 2017; RESENDE; RWER; UNCTAD, 2019). Por sua vez, os elementos (i), (ii) e (iii), entregam à TMM um entendimento particular sobre:

- a. A capacidade e a ordem lógica que os Estados efetivam os seus gastos e absorvem seus recursos;
- b. A oferta de moeda no sistema econômico;
- c. A determinação da taxa básica de juros pelos Bancos Centrais;
- d. Dado (a), a função dos tributos na economia;
- e. Dado (a), (b) e (c), a explicação sobre as alterações nos níveis de preços (inflação).

De acordo com os autores a visão não convencional do pensamento monetário moderno é exposta pela compreensão de uma economia em que (1) a demanda por moeda é endógena; (2) a taxa de juros básica (no curto prazo) é exogenamente fixada pela banco central; (3) o Estado não quebra em sua própria moeda, isto é não há escassez de moeda para o ente que a emite; (4) não há relação causal entre agregados monetários e inflação, em outras palavras: alteração do nível de preços é um fenômeno real, e não monetário.

Podemos observar também que a teoria estudada parte, em certo grau, de um conjunto heterogêneo de escolas do pensamento econômico, as quais possuem uma relação constante entre si dentro do escopo metodológico da TMM e que são sempre citados pelos autores em suas teses: O (Neo)Cartalismo, o Pós-Keynesianismo e as Finança Funcionais.

2 TEORIA MONETÁRIA MODERNA NO CENÁRIO BRASILEIRO

Ao trazer a discussão da TMM para o cenário atual muito tem sido dito sobre os possíveis impactos de longo prazo da pandemia provocada pela corona vírus. Ele certamente trará consequências duradouras na economia mundial nos próximos anos em termos de mercado de trabalho e política fiscal. Mas esse mundo novo pós-pandemia coloca novo desafio à macroeconomia, em relação às políticas disponíveis para se tirar esses países da crise (VALE, 2020).

Os impactos da crise sanitária no Brasil acabam sendo ainda mais profundos e com previsões ruins para a população devido a política econômica disfuncional aplicada nos últimos, o negacionismo científico e a inoperância do governo federal frente à conjuntura (DEQUECH, 2021). A vulnerabilidade social causada pelos fatores citados acima culminou em elevação das taxas de desemprego e informalidade, contração dos gastos destinados manutenção da infraestrutura física e social e redução de mecanismos de proteção trabalhista e previdenciária (DEQUECH, 2021).

Em 2020, o Congresso Nacional aprovou medidas fiscais significativas para o combate ao Covi-19, com destaque para o auxílio emergencial, para evitar um colapso sistêmico. Porém, em 2021, com a pandemia registrando recordes de mortes e contaminação, as medidas fiscais tomadas foram reduzidas ou até mesmo eliminadas e as regras fiscais contracionistas retomadas (DEQUECH, 2021). Apesar das políticas econômicas emergenciais terem atenuado a situação econômica, a infeliz combinação dos fatores descritos tende a ampliar a precarização estrutural do mercado de trabalho e, como consequência, a ampliação das desigualdades interseccionais (DEQUECH, 2021).

De acordo com Dequech (2021), “este contexto coloca em jogo a discussão de um novo papel do Estado, que dê centralidade à reconstrução e ampliação da nossa infraestrutura física e social deteriorada por anos de políticas de austeridade fiscal”. Sendo assim, abaixo analisaremos a conjuntura fiscal e monetária do Brasil para trazer a discussão de uma possível aplicabilidade da Teoria Monetária Moderna no cenário atual.

2.1 CONJUNTURA FISCAL E MONETÁRIA DO BRASIL

O cenário de inflação no país veio se modificando, refletindo nova conjunção de fatores internos e externos, cujo impacto sobre o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) é de alta, em 2021, maior que a prevista anteriormente. De abril para maio, a taxa de inflação acumulada em doze meses saltou de 6,8% para 8,1%, pressionada pela aceleração, acima das expectativas, dos preços monitorados e dos bens industriais (IPEA, 2021). O surgimento de novos elementos no cenário econômico alterou o balanço de riscos para a inflação, de forma que a projeção para o IPCA, em 2021, feita pelo Grupo de Conjuntura do Ipea – divulgada na Nota de Conjuntura nº 17 – avançou de 5,3% para 5,9%. Ainda que ocorra melhora no cenário de câmbio, a continuada aceleração dos preços das commodities no mercado internacional vem mantendo os índices de preços ao produtor pressionados, possibilitando altas adicionais nos preços dos bens de consumo industriais no varejo e levando ao aumento na projeção de inflação deste subgrupo de 4,3% para 4,8%, em 2021 (IPEA, 2021). A estimativa para a alta dos preços monitorados também foi revista para cima, passando de 8,4% para 9,7%, sobretudo pela piora no comportamento da energia elétrica. Ainda que em menor intensidade, a expectativa da inflação dos serviços livres (exceto educação) também foi majorada – de 4,0% para 4,2% –, motivada por uma melhora do nível de atividade e pelo avanço da vacinação, que devem gerar incremento de demanda para esse setor. Já para os alimentos e para a educação, as projeções divulgadas anteriormente foram mantidas (IPEA, 2021).

Diante da aceleração da inflação, o Banco Central deu início a um ciclo de aperto monetário que já levou a taxa básica de juros (Selic) de 2% ao ano – patamar em que se encontrava desde agosto do ano passado – para 4,25% ao ano em junho. A sinalização inicial foi de um ajuste parcial que manteria os juros reais abaixo do neutro (IPEA, 2021). No entanto, com a persistência da inflação em nível elevado, a perspectiva após a última reunião passou a ser a de um ajuste de maior alcance. Apesar do aumento das expectativas de mercado para a inflação em 2021 e 2022, a inflação esperada para 2023 mantém-se em torno da meta de 3,25%, demonstrando a capacidade do Banco Central ancorar as expectativas (IPEA, 2021).

As contas públicas melhoraram nos últimos meses, assim como a relação entre a dívida e o produto interno bruto (PIB) foi revista para baixo, por conta do

crescimento nominal e real do PIB mais elevado que o previsto no início do ano. O aumento da arrecadação no primeiro quadrimestre levou a revisão importante do total esperado para 2021, tanto por parte do governo quanto por agentes privados, de acordo com expectativas coletadas pelo Prisma Fiscal (IPEA, 2021). No entanto, as despesas primárias federais projetadas para o ano apresentaram redução, diminuindo de forma substancial a necessidade de ajuste visando cumprir o teto de gastos da União (IPEA, 2021). Permanece, ainda, a necessidade de algum esforço adicional em termos de contenção de despesas visando satisfazer o teto, mas parece factível realizar esse esforço sem que isso implique prejuízos adicionais mais difusos em termos de funcionamento da máquina pública (IPEA, 2021). Para 2022 e 2023, espera-se uma folga razoável das despesas projetadas em relação ao teto. Isso decorre fundamentalmente da trajetória esperada para a inflação ao longo de 2021, com a inflação (medida pelo IPCA) acumulada em doze meses em junho, que balizará o reajuste do teto de gastos para 2022, situando-se próxima de 8,6%, enquanto a inflação no final do ano, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), que embasará o reajuste de despesas importantes indexadas ao valor do salário mínimo, deverá atingir apenas 5,1% (IPEA, 2021).

A evolução favorável dos indicadores fiscais no curto prazo parece ter melhorado a percepção de risco em relação à situação fiscal do país, pois reduziu, *ceteris paribus*, a magnitude dos resultados primários futuros requeridos para estabilizar a razão dívida/PIB, bem como ampliou a janela de tempo para a adoção de medidas adicionais de consolidação fiscal (IPEA, 2021). Contudo, essa melhora não deve ser interpretada como sinal de que a questão fiscal foi resolvida. Deve-se ter em mente que o ambiente externo favorável – recuperação da economia mundial, preços de commodities em elevação e baixas taxas de juros – não perdurará indefinidamente (IPEA, 2021). Assim, o desafio de recolocar as contas públicas em uma trajetória sustentável ainda requer esforço adicional significativo, principalmente no que tange a medidas de controle do crescimento de despesas obrigatórias (IPEA, 2021).

2.1.1 Inflação

A forte alta dos preços de commodities tem pressionado os custos no setor industrial, além de impactar o consumidor em itens como alimentação e transportes. A aceleração da inflação desde o segundo semestre do ano passado foi significativa:

no caso do setor produtivo, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) registrou variação anual de 50% em maio, com aumento próximo a 75,6% em matérias primas brutas (IPEA, 2021). Os preços agrícolas no IPA registram crescimento de 47,7%, enquanto os produtos industriais apontam variação de 54,7%, pressionados pelo aumento da demanda mundial (IPEA, 2021).

Em nível de consumidor, o IPCA acumulou variação de 8,1% nos doze meses terminados em maio, refletindo os recentes aumentos dos preços monitorados e dos bens industriais, assim como a pressão, ainda existente, nos alimentos no domicílio (IPEA, 2021). No caso dos preços monitorados, cuja variação em doze meses avançou de 1,8% em janeiro para 13,1% em maio, parte da aceleração decorre de reajustes não ocorridos em 2020, mas a intensidade da alta vem surpreendendo (IPEA, 2021). Os principais determinantes dessa aceleração foram os repasses da desvalorização cambial de 2020 – que impactou, entre outros, os preços dos combustíveis – e a adoção da bandeira vermelha nas contas de luz residenciais em maio em função do baixo nível dos reservatórios (IPEA, 2021). Em relação aos bens industriais, além dos impactos defasados do câmbio, o aumento nos preços internacionais das matérias-primas e a escassez de alguns insumos vêm pressionando a inflação neste segmento, cuja taxa de variação em doze meses já chega a 8,2% (IPEA, 2021). Por fim, mesmo desacelerando nos últimos meses, os preços dos alimentos no domicílio ainda registram forte variação em doze meses (15,4%), constituindo-se no segundo grupo com maior contribuição ao IPCA no período (IPEA, 2021).

Diante da aceleração da inflação, o BCB elevou os juros básicos da economia em 0,75 ponto percentual (p.p.) na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de março, repetindo a mesma decisão nas três reuniões seguintes de modo a trazer a taxa Selic para 4,2% ao ano (a.a.) (IPEA, 2021). No primeiro momento, talvez refletindo a percepção de um choque transitório, o Copom falou em “ajuste parcial”, sinalizando que a taxa nominal de juros ao fim do processo ainda resultaria numa taxa real inferior à taxa neutra, mantendo assim a postura expansionista (IPEA, 2021). Em junho, porém, diante da sustentação da inflação em patamar elevado, o Copom sinalizou com uma trajetória mais agressiva e com a perspectiva de levar os juros ao nível considerado neutro (IPEA, 2021). A estrutura a termo da taxa de juros ficou menos inclinada com a elevação das taxas mais curtas, em proporção maior que as taxas mais longas (IPEA, 2021). As expectativas de inflação para este ano

aumentaram 2 p.p. desde o início de março, estando em 6,0% em 25 de junho. As de 2022 também cresceram, porém bem menos, apenas 0,4 p.p., para 3,8%. As expectativas para a inflação de 2023 permanecem estáveis e ancoradas pela meta de 3,25% (IPEA, 2021).

2.1.2 Conjuntura Monetária

O fato de a política monetária operar sempre com defasagem, ou seja, o fato de os efeitos de ajustes de taxa de juros aparecerem integralmente somente após significativo espaço de tempo, dificulta muito as ações das autoridades (IPEA, 2021). Num regime de metas, a tarefa prioritária é promover a convergência da inflação para o objetivo numérico oficialmente estabelecido, no horizonte de tempo relevante. Como banco central algum consegue controlar diretamente o ritmo de crescimento dos preços a ser observado 18 ou 24 meses adiante, faz-se necessário lançar mão de uma variável intermediária, no caso a projeção oficial da inflação, que responda bem aos movimentos de juros e mostre boa correlação com a própria inflação (IPEA, 2021).

Para facilitar o entendimento do público sobre a chamada função de reação do banco central, as autoridades procuram ser transparentes, revelando como pretendem reagir à evolução das projeções oficiais de inflação e a outras variáveis relevantes (IPEA, 2021). A política monetária funciona melhor quando esse entendimento é bom. De modo geral, a comunicação oficial costuma envolver sinais pouco específicos, mas importantes de qualquer modo. Às vezes, porém, faz sentido que as informações oficiais sejam mais específicas, como acontece, por exemplo, quando as autoridades desejam dar alguma sinalização sobre os próximos passos da política monetária (IPEA, 2021).

Com os choques inflacionários expressivos e a difícil missão de prever até onde irá a escalada de preços a situação atual do Brasil está longe de confortável. A despeito desse ambiente desfavorável, as últimas informações indicam projeção de inflação oscilando em torno da meta para 2022, no horizonte relevante no momento (IPEA, 2021). Por ocasião do Copom de março, a projeção era de 3,6%, no seguinte 3,4% e no encontro mais recente estava em 3,5%. Costumeiramente repetida pelo BC, a informação de caráter mais geral é no sentido de que os movimentos de política monetária dependem da atividade econômica, das expectativas e das projeções de inflação, e do balanço de riscos em torno do cenário básico (IPEA, 2021).

A complexidade do quadro atual, porém, tem levado o BC a fazer algo mais, isto é, a sinalizar o próximo passo. E nisso precisa ser mais específico. Tem sido assim desde o início da normalização, em março. Agora, em junho, o passo seguinte foi sinalizado desta maneira: “Para a próxima reunião, o Comitê antevê a continuação do processo de normalização monetária com outro ajuste [da taxa Selic] da mesma magnitude. Contudo, uma deterioração das expectativas de inflação para o horizonte relevante pode exigir uma redução mais tempestiva dos estímulos monetários” (IPEA, 2021). Referência explícita ao comportamento das expectativas de inflação parece plenamente justificável, na medida em que isto revela a fundamental preocupação das autoridades com a ancoragem das expectativas (IPEA, 2021). No tocante ao encontro de agosto, realisticamente, há duas possibilidades: repete-se o ajuste anterior de 75 pontos, ou acelera-se o passo para 100 pontos. Por certo, não há nada de errado em sinalizar o movimento seguinte. O problema, a nosso ver, é a possibilidade de a sinalização de caráter mais geral eventualmente conflitar com a mensagem mais específica (IPEA, 2021).

2.1.3 Conjuntura Fiscal

As contas públicas apresentaram melhora nos últimos meses. O governo central, que havia registrado déficit primário de R\$ 101,2 bilhões, a preços de abril de 2021, no primeiro quadrimestre de 2020, apresentou um superavit de R\$ 41,5 bilhões no primeiro quadrimestre deste ano. A diferença entre as despesas para mitigação dos efeitos da Covid-19 nos dois quadrimestres, mais alta no ano passado que neste ano, explica algo como R\$ 44,2 bilhões; as demais despesas, pouco mais de R\$ 20 bilhões; e a receita líquida, R\$ 78,1 bilhões. O menor volume de despesas se explica também pelo atraso na aprovação do orçamento, que limitou as despesas discricionárias (IPEA, 2021).

As receitas federais cresceram 16,6% em termos reais no acumulado no ano até abril, e o crescimento foi forte tanto nas administradas pela Receita Federal do Brasil (RFB) quanto nas não administradas. Esse crescimento contrasta com a expansão ainda relativamente modesta da atividade econômica no período: segundo o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), o crescimento foi de 4,8% até abril (IPEA, 2021). Mesmo quando se consideram os fatores não recorrentes destacados pela RFB na divulgação dos resultados mensais de arrecadação, o

crescimento – superior a 10% reais – ainda é bem maior que a expansão da atividade no período (IPEA, 2021).

O aumento da arrecadação no primeiro quadrimestre levou a uma revisão importante do total esperado para 2021. De acordo com o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias do segundo bimestre, divulgado em maio, as receitas primárias federais previstas para o ano aumentaram em cerca de R\$ 108,4 bilhões, relativamente aos relatórios anteriores (IPEA, 2021). De outro lado, as despesas primárias federais projetadas para o ano apresentaram redução de cerca de R\$10,1 bilhões no relatório do segundo bimestre, relativamente ao relatório anterior (IPEA, 2021). Essa redução nas despesas deveu-se primordialmente ao veto presidencial às programações de despesas discricionárias constantes do Autógrafo do Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) 2021, que permitiu reduzir as despesas discricionárias em cerca de R\$ 19,8 bilhões em relação ao relatório anterior e mais do que compensou o aumento das despesas obrigatórias projetadas para o ano, da ordem de R\$9,7 bilhões, associado a novas medidas de mitigação dos efeitos da pandemia de Covid-19 no país (IPEA, 2021).

Como resultado das revisões nas projeções das receitas e despesas primárias federais para 2021, a magnitude do déficit primário esperado para o ano diminuiu consideravelmente, de R\$ 286 bilhões no relatório de avaliação de receitas e despesas extemporâneo de abril para R\$ 187,7 bilhões no relatório do segundo bimestre (IPEA, 2021). As projeções medianas de mercado para o déficit primário do governo central em 2021 também apresentaram melhora, ainda que em menor magnitude, passando de R\$ 257,4 bilhões em maio para R\$ 200,8 bilhões em junho, conforme dados do Prisma Fiscal. Para 2022, é importante notar que parte da folga em relação ao teto de gastos poderá ser ocupada por despesas adicionais, quando da elaboração do orçamento daquele ano. Ainda assim, diante do aumento esperado nas receitas, o déficit primário projetado pelos agentes de mercado diminuiu de R\$ 170,2 bilhões para R\$ 135,6 bilhões (IPEA, 2021).

A evolução favorável dos indicadores fiscais no curto prazo parece ter melhorado a percepção de risco em relação à situação fiscal do país, pois reduziu a magnitude dos resultados primários futuros requeridos para estabilizar a razão dívida/PIB, bem como ampliou a janela de tempo para a adoção de medidas adicionais de consolidação fiscal (IPEA, 2021). Contudo, essa melhora não deve ser interpretada como sinal de que a questão fiscal foi resolvida. Deve-se ter em mente, em particular,

que o ambiente externo favorável – recuperação da economia mundial, preços de commodities em elevação e baixas taxas de juros – não perdurará indefinidamente (IPEA, 2021). Assim, o desafio de recolocar as contas públicas em uma trajetória sustentável ainda requer esforço adicional significativo, principalmente no que tange a medidas de controle do crescimento de despesas obrigatórias (IPEA, 2021).

2.2 PRESCRIÇÃO E DESCRIÇÃO DA TMM

A Teoria Monetária Moderna trata-se de uma corrente de pensamento macroeconômico que, após permanecer décadas afastada do ambiente acadêmico, se tornou conhecida da opinião pública mundial a partir da proposta conhecida como *Green New Deal*, bem como pelas propostas do senador e duas vezes pré-candidato pelo Partido Democrata à presidência dos EUA, Bernie Sanders, cuja principal assessora econômica, Staphanie Kelton, é uma das mais destacadas defensoras da TMM. A teoria em questão inclui aspectos não só descritivos como prescritivos que serão explorados e fixados logo abaixo.

2.2.1 Descrição

A primeira revelação que a TMM traz é a de que os governos que emitem moeda soberana – de que são exemplos o real, o dólar canadense e a libra esterlina – não sofrem restrição orçamentária em seus gastos (DE AGUIAR, 2020). Consequentemente, a tão divulgada comparação entre o orçamento familiar e o dos governos não passa de um mito, haja vista que, ao contrário das famílias, das empresas privadas e dos entes públicos que não emitem moeda soberana, tais governos não correm risco de insolvência (DE AGUIAR, 2020).

Segundo os adeptos da teoria monetária moderna, a moeda é uma unidade de conta, criada pelo Estado, que tem natureza de uma dívida deste para com o detentor da moeda. Assim, uma nota de um real é uma dívida do Banco Central do Brasil – ou seja, do Estado brasileiro -, a qual dá direito a seu possuidor de receber do governo um real, em troca da nota (DE AGUIAR, 2020). Dessa definição do conceito de moeda decorrem consequências importantes e revolucionárias para o entendimento da macroeconomia (DE AGUIAR, 2020).

A primeira delas é que o governo precisa gastar primeiro, para então, receber. Como a emissão de moeda soberana é um monopólio do Estado emissor, os cidadãos só podem obtê-la, inicialmente para cumprir suas obrigações tributárias, do próprio Estado (DE AGUIAR, 2020). Portanto, o mesmo precisa primeiramente gastar a sua moeda – comprando bens e serviços dos cidadãos –, para depois arrecadar de volta a totalidade ou parte dessa despesa, sob a forma de tributos, ou, como preferem Dalto et alii, obrigações não recíprocas (DE AGUIAR, 2020). Isto implica que os tributos não têm por função custear os gastos do governo, mas, primordialmente, como explicado acima, criar demanda para a moeda soberana emitida pelo Estado, além de distribuir renda, servir a objetivos microeconômicos, como incentivar ou desincentivar determinadas indústrias, e cancelar liquidez, em caso de a economia estar superaquecida (DE AGUIAR, 2020).

Outra implicação muito importante da tese central da TMM de que os governos emissores de moeda soberana não sofrem restrição financeira para seus gastos é a constatação de que o déficit público, se a economia não está em pleno emprego, não é prejudicial, mas, benéfico para a economia (DE AGUIAR, 2020). De fato, com base na equivalência contábil entre os três setores da economia – governamental, privado e externo –, o déficit público é a necessária contrapartida para o aumento da riqueza privada (DE AGUIAR, 2020).

Uma terceira implicação igualmente relevante da tese da impossibilidade de insolvências do governo em sua própria moeda é a de que os títulos da dívida pública mobiliária não são empréstimos que o governo federal toma para cobrir seus déficits, mas instrumentos para a manutenção da taxa básica de juros no patamar definido pelo Banco Central (DE AGUIAR, 2020). A plena aplicabilidade da tese de que o governo central de um país não corre risco de insolvência em sua própria moeda depende do grau de soberania monetária desse governo (DE AGUIAR, 2020). Os tributos da soberania monetária são a capacidade de o governo determinar a moeda de conta oficial, deter o monopólio de emissão dessa moeda, impor obrigações não recíprocas aos cidadãos e definir unilateralmente que os pagamentos ao setor privado serão efetuados na moeda de conta oficial (DE AGUIAR, 2020).

No caso de países como o Brasil, que não emitem moedas de alta aceitação internacional, os déficits em transações correntes podem comprometer a soberania monetária do país na medida em que tornam imperativo obter moeda de reserva internacional, por meio de empréstimos ou atração de capitais estrangeiros

(DE AGUIAR, 2020). A opção pelos empréstimos é perigosa, pois, ao contrário da dívida emitida na moeda soberana, aquela denominada em outras moedas implica risco de insolvência. Por outro lado, caso o país com déficits constantes em transações correntes não consiga atrair capitais estrangeiros para financiá-los, o governo pode ser obrigado a tomar medidas recessivas, inclusive redução dos gastos públicos, a fim de evitar uma crise cambial (DE AGUIAR, 2020).

A mais evidente limitação à política fiscal dos governos emissores de moeda soberana é a inflação. Embora possam divergir quanto às causas da inflação no Brasil, é consenso entre os autores nacionais adeptos da TMM que a inflação não é resultado de um excesso de moeda na economia (DE AGUIAR, 2020). Consequentemente, todos eles rejeitam a política anti-inflacionária adotada pelo governo desde o abandono da chamada âncora cambial, qual seja o aumento da taxa básica de juros com forte ajuste recessivo, viabilizado por cortes drásticos nos gastos do governo (DE AGUIAR, 2020). Pelo contrário, especialmente no que tange ao perigo das espirais inflacionárias que levam à hiperinflação, as quais, no caso dos países, como o Brasil, emissores de moedas com baixa aceitação internacional, estão diretamente relacionadas às crises no balanço de pagamentos, a recomendação dos adeptos da TMM é evitar o endividamento público e privado em moeda estrangeira, manter reservas cambiais suficientes e adotar regime de câmbio flexível (DE AGUIAR, 2020).

Com relação à necessidade de desenvolver uma política macroeconômica que busque o pleno emprego, porém, limitada pelos recursos disponíveis na economia, a aposta dos proponentes da teoria monetária moderna é a política de garantia de emprego por parte do Estado, também chamada de política do Estado como empregador de última instância (DE AGUIAR, 2020).

2.2.2 Prescrição

Os proponentes da TMM baseiam suas prescrições macroeconômicas no que o economista Abba Lerner (1903-1982) denominou finanças funcionais, cuja ideia central é que as políticas fiscal e monetária do governo não devem se basear em nenhuma teoria sobre o que é ou não *a priori* mais correto, porém, nos resultados dessas políticas (DE AGUIAR, 2020). Em especial, tais autores enfatizam que as políticas fiscal e monetária devem se pautar permanentemente pela busca da

estabilidade dos preços, do crescimento econômico e do pleno emprego (DE AGUIAR, 2020).

Em termos objetivos, vimos acima que os autores adeptos da TMM são amplamente favoráveis ao regime de câmbio flexível, o qual confere maior liberdade ao governo nacional para implementar políticas fiscais voltadas ao bem-estar dos cidadãos. (DE AGUIAR, 2020). Com relação à taxa de juros básica, levando em conta a sua exogeneidade, a preferência dos autores da teoria monetária moderna é pela sua fixação em percentual abaixo da taxa de crescimento da economia, ou mesmo igual ou próximo de zero (DE AGUIAR, 2020).

De longe, a mais importante das prescrições derivadas da TMM é a chamada política do Estado como empregador de última instância (ELR, na sigla em inglês), por meio da qual, qualquer cidadão teria direito a um emprego proporcionado pelo Estado, recebendo uma remuneração digna, que passaria, então, a ser piso salarial do país. (DE AGUIAR, 2020). No caso da ELR, ao contrário da abordagem keynesiana tradicional baseada em investimentos, os trabalhadores contratados tendem a ser aqueles menos qualificados, até porque, ao contrário dos empregos privados e mesmo dos públicos tradicionais, a meta é contratar todo e qualquer indivíduo que queira um emprego (DE AGUIAR, 2020).

Com respeito à renda mínima, as vantagens do ELR vão desde o fato de que o ter um emprego – e não apenas a renda dele derivada – é uma causa per se de aumento de bem-estar para a grande maioria dos indivíduos, até a constatação de que, ao contrário dos programas de renda mínima, o ELR pode oferecer um salário realmente digno, sem necessariamente causar inflação, em razão de que, ao mesmo tempo em que aumenta a renda dos trabalhadores, promove o crescimento da produção (DE AGUIAR, 2020). Um fator fundamental que diferencia o ELR tanto dos programas desenvolvidos no bojo do *New Deal*, implantado nos EUA de 1933 a 1939, quanto da experiência argentina como o programa *Jefes y Jefas de Hogar*, é o seu caráter permanente, ou seja, não se trata de um programa exclusivamente para atender a momentos de crise, mas, de efetiva e permanente garantia no emprego (DE AGUIAR, 2020).

2.2.3 TMM x Brasil

Pressupondo-se verdadeiras essas e outras teses da TMM a conclusão é que os sacrifícios que economistas dentro e fora governo estão propondo, como forma de resgatar a normalidade macroeconômica em um mundo pós-pandemia e considerando a atual conjuntura monetária e fiscal do Brasil, são não apenas insuficientes como prejudiciais à economia brasileira, em especial no que tange aos segmentos mais carentes da população (DE AGUIAR, 2020). Levando isso em conta, de fato, chegou a hora de tentarmos algo diferente do que tem sido o cardápio macroeconômico ortodoxo adotado desde o Plano Real, cujos resultados estão muito aquém do necessário para o Brasil finalmente ascenda à condição de país economicamente desenvolvido e socialmente justo (DE AGUIAR, 2020).

Tal experimentação, entretanto, exige uma cuidadosa adaptação das teses da teoria monetária moderna às condições econômicas brasileiras. Um exemplo particularmente relevante é a inflação (DE AGUIAR, 2020). Enquanto o foco dos adeptos da TMM nos Estados Unidos, Europa e Austrália é a chamada inflação de demanda, os dados da economia nacional parecem corroborar a tese de que a inflação brasileira é causada principalmente pelo aumento dos custos de produção, associada ao conflito distributivo entre empresários e trabalhadores (DE AGUIAR, 2020). Por outro lado, o fato de o real não ser uma moeda de reserva internacional impõe uma restrição de natureza cambial às políticas macroeconômicas brasileiras inspiradas na teoria monetária moderna que os países emissores de tais moedas – em especial, os EUA, cuja moeda é a mais aceita internacionalmente – não têm (DE AGUIAR, 2020). Essas especificidades, porém, não invalidam os aspectos descritivos da TMM, nem impedem que as prescrições dela emanadas possam ser, em princípio, adaptadas à realidade brasileira (DE AGUIAR, 2020).

Não obstante, um aspecto em que a teoria monetária moderna carece de aprofundamento, a fim de que possa ser aplicada no Brasil com razoável perspectiva de sucesso, é o institucional (DE AGUIAR, 2020). Isto porque o sistema econômico, apesar da sua especialização funcional, não existe isolado, mas estruturalmente acoplado a outros sistemas sociais, em particular, o sistema jurídico e o político (DE AGUIAR, 2020). As mudanças institucionais necessárias à implantação bem-sucedida no Brasil de uma política macroeconômica baseada na TMM incluem desde a

reorganização dos orçamentos das três esferas de governo até a reestruturação radical do sistema tributário nacional (DE AGUIAR, 2020).

3 CRÍTICAS A TEORIA MONETÁRIA MODERNA

Toda a Teoria Moderna do Dinheiro está ancorada na visão chartalista da moeda, a qual foi desenvolvida sobre os conceitos originais de Knapp (1924). Para entender suas principais proposições, bem como as críticas, precisaremos rever algumas visões mais recentes do chartalismo. Dequech (2013) aponta para duas abordagens chartalistas, uma liderada por Davison (1978) e outra, que iremos tomar como foco, que tem Wray (1998) como seu principal expoente (VILELLA, 2019).

Wray (1998) estabelece o dinheiro como criatura do Estado através de impostos, não contratos. De acordo com Wray (1998) o Estado, ao cobrar impostos denominados em uma unidade de conta, gera passivo a ser pago pelos agentes naquela unidade. Assim, as pessoas passam a aceitar dívidas denominadas nesta unidade de conta por acreditarem que outras também o aceitarão (WRAY, 2015, p.47). Em última instância, as pessoas acreditam que dívidas nessa unidade de conta continuarão sendo aceitas enquanto houver tributos - uma dívida em comum a todos - a serem pagos nesta unidade monetária. Entre as duas abordagens chartalistas apresentadas, esta segunda deu origem à MMT e ficou conhecida como “neo-chartalista”, a qual abordaremos detalhadamente a seguir (VILELLA, 2019).

Wray (2004, p.7-12) prefere tratar a origem da moeda através do crédito e do Estado. Ao determinar a unidade de conta aceita pela sociedade, o Governo, na figura do ente hierárquico mais elevado, contrataria dívida, gerando devedores naquela unidade de conta. Wray (1998, p.4) sugere que no sistema atual existem diversos itens que podem ser moeda, mas que a moeda emitida pelo Estado ocupa o lugar de maior importância. Baseado nessa leitura da moeda, reverte-se o conceito de que o Governo financiaria seus gastos com arrecadação. Evidencia-se, portanto, que a dívida é que possui a capacidade de gerar a moeda que pode (ou não) ser coletada pelo Estado na forma de impostos (VILELLA, 2019).

Governo com moeda soberana é capaz de tributar e gastar na moeda por ele emitida. Governo soberano gasta creditando a conta dos bancos comerciais. É importante notar que uma característica fundamental de nações com soberania monetária é que sua receita e despesa estão registradas na mesma unidade de conta, unidade essa, a qual o Governo desta nação possui total controle de emissão (VILELLA, 2019). O resultado líquido governamental (déficit ou superávit) apurado ao final de cada dia, representa uma transferência de ativos entre o setor público e o

setor privado, assumindo balanço externo equilibrado. Em outras palavras, se ao final de um período, o Governo gastar mais do que arrecadou com tributações, significa dizer que as contas financeiras do setor privado foram mais creditadas do que debitadas, logo, o setor privado terminou o período superavitário às custas de um déficit do setor público- supondo o setor externo com balanço equilibrado (VILELLA, 2019).

Esse resultado implicará em aumento da riqueza líquida do setor privado que deverá ser alocada em alguma forma de aplicação que pague juros, ou seja, na ausência de outros ativos tão líquidos, títulos de dívida do Governo (VILELLA, 2019). De acordo com essa dinâmica financeira pública, não haveria possibilidade de um Governo com moeda soberana não ter capacidade de aumentar seus gastos. Este sempre poderá creditar as contas dos bancos comerciais, que por sua vez, pressionarão a queda da taxa de juros devido ao excesso de liquidez (VILELLA, 2019). Para manter a taxa de juros de acordo com a meta que atenda seus interesses, o Governo utilizará os títulos públicos para drenar o excesso de liquidez. Nesse caso, o saldo final do dia corresponderá a um setor privado acumulando mais riqueza líquida e o Governo com mais títulos emitidos (VILELLA, 2019).

O próximo passo seria destrinchar a forma simplificada de “Governo” em Tesouro e Banco Central (BC). O pressuposto seria de que o BC, ao estabelecer uma meta inflacionária a ser alcançada, comprometer-se-ia inteiramente com a meta de juros a qual julgasse ser compatível com a inflação desejada, drenando os excessos de reservas bancárias e injetando liquidez de acordo com cada situação (KELTON [Bell] e WRAY, 2002, p.269). Na prática, é improvável que o Tesouro termine cada dia do mês com a mesma quantidade arrecadada e gasta – e não há qualquer garantia para que isso aconteça (VILELLA, 2019). Nos dias em que o Tesouro termina com valor de arrecadação menor do que o total de gastos, significa que a conta do Tesouro junto ao BC sofreu débito ao final do período e a conta dos bancos comerciais junto ao BC foi creditada no mesmo montante (VILELLA, 2019).

Nesta conjuntura, as reservas bancárias ficarão elevadas em relação ao que era desejado pelos bancos comerciais e, como consequência, a taxa de juros no mercado interbancário ficará abaixo da taxa de juros compatível com a meta de longo prazo do BC (VILELLA, 2019). Caso, o BC mantenha seu compromisso de atingir a meta de longo prazo, atuará no mercado interbancário ofertando títulos para drenar a liquidez e estabilizar a taxa de juros de acordo com sua meta. Se, ao final do dia, o

valor da arrecadação for maior do que o de gastos, o inverso desta operação irá acontecer e o BC deverá injetar liquidez (recomprar títulos) para reduzir a taxa de juros ao ponto desejado. Deixando evidente que os títulos públicos servem aos interesses monetários e não como forma de financiamento público (VILELLA, 2019).

Se por um lado os gastos do setor público criam poder de compra no setor privado – Wray (1998) chama de High Power Money (HPM) - por outro lado, o pagamento de impostos destrói HPM. Influenciado pela ideia das “Finanças Funcionais” de Lerner (1943), Wray (1998) argumenta que o pagamento de impostos, como supramencionado, acaba reduzindo a riqueza privada. Um indivíduo, ao pagar impostos, tem sua conta corrente debitada na mesma medida em que seu banco comercial credita a conta junto ao BC, que direciona o montante para a TT&L. Se ao final do período, o volume de arrecadações superar os gastos públicos, o HPM será reduzido no mesmo montante dessa diferença contábil.

Dessa forma, a análise da MMT engendra por caminho equivalente ao das “Finanças Funcionais”, na medida em que enquanto a demanda efetiva permanecer abaixo do pleno emprego, déficits públicos serão desejáveis (VILELLA, 2019). Os gastos públicos funcionariam como injeção de demanda desejada em uma economia caracterizada pelo subconsumo, enquanto os tributos significam redução de poder de compra desejado somente perante a incapacidade de a oferta atender o excesso de demanda (ou seja, a partir do pleno emprego) (VILELLA, 2019). Como conclusão dessa análise lógica, o resultado operacional do Governo por si, não tem como ser considerado “positivo” ou “negativo” sem levar em consideração o nível de emprego (LERNER, 1943, p.40).

3.1 CRÍTICAS ESTRUTURAIS

A Teoria Monetária Moderna está longe de ser amplamente aceita na academia e, desde que foi desenvolvida, tem enfrentando críticas estruturais dentro da heterodoxia. Por críticas estruturais, referimo-nos às críticas que apontam inconsistências na construção teórica da TMM e, portanto, tentam invalidar em alguma medida suas proposições (VILELLA, 2019). Apresentaremos primeiramente a visão crítica de Rochon e Vernengo (2003) e Gnos e Rochon (2002), posteriormente os questionamentos feitos por Lavoie (2013) e, finalmente, os apontamentos realizados pela escola institucionalista (Orléan, 2007 e Dequech, 2013).

Começando pelas críticas pós-keynesianas (doravante referida apenas como “críticas PK”) que possuem Louis-Phillipe Rochon como fator em comum entre os textos, podemos destacar três críticas que buscam desconstruir tanto a abordagem neo-chartalista como a TMM: 1) a crítica histórica sobre a origem da moeda; 2) a crítica sobre o papel da moeda bancária e; 3) a crítica sobre a desagregação do Governo em Tesouro e BC.

Rochon e Vernengo (2003, p.60) sugerem que é possível desconstruir o argumento neo-chartalista (origem da TMM) ao separar historicamente a origem da moeda em relação à origem do Estado (VILELLA, 2019). Rochon e Vernengo (2003) questionam a ideia de a moeda ser aceita pela cobrança de impostos. Os autores argumentam no sentido de que, assim como o Tesouro poderia gastar creditando a conta dos bancos, estes últimos também possuem poder indeferido de creditar a conta de seus clientes, os quais poderiam utilizar esse crédito como forma de pagamento (VILELLA, 2019). Rochon e Vernengo (2003) sustentam que os bancos também possuiriam poder de emissão monetária, independente dos impostos. Ademais, dado que os agentes poderiam utilizar desse “dinheiro” para saldar seus débitos, o volume de circulação da moeda bancária seria grande o suficiente para tornar-se um erro atrelá-la à emissão de moeda estatal. Em última instância, os cidadãos podem pagar impostos com moeda bancária cabendo aos bancos converterem sua moeda em moeda estatal para saldar o débito com o BC (VILELLA, 2019).

A crítica PK sugere que a oferta de moeda seria endógena via emissão de crédito pelos bancos. Logo, a moeda bancária não seria mais secundária, senão protagonista no contexto monetário (VILELLA, 2019). Como a moeda bancária pode ser usada para saldar débitos em bancos distintos do que a emitiram, é comum que o saldo bancário termine o dia desequilibrado, isto é, com a emissão de moeda menor do que o volume de depósitos (VILELLA, 2019). Em tal, situação, cabe ao circuito e compensação interbancários remanejar o saldo positivo dos bancos superavitários para cobrir o saldo negativo dos deficitários (VILELLA, 2019). Em casos de iliquidez, em que o crédito fosse interrompido, caberia ao BC atuar como emprestador de última instância e converter a moeda bancária em moeda do BC, em ambos os casos vemos o que Gnos e Rochon (2002, p.45) chamam de HPM (*High Power Money* – poder de compra no setor privado), conceito este, que se estende desde as relações entre BC e bancos comerciais até as relações interbancárias (VILELLA, 2019).

Gnos e Rochon (2002) tratam do endividamento público como realizado sobre moeda a qual o Tesouro não tem poder. Ao distinguir a moeda do BC do título da dívida do Tesouro, os autores sustentam que o responsável por emitir HPM seria a primeira entidade, enquanto a ente fiscal estaria apenas acumulando dívida junto ao primeiro (VILELLA, 2019). Como consequência, Gnos e Rochon (2002, p.51-53) sustentam que chegará um momento em que os impostos deverão ser coletados para compensar o débito do Tesouro com o BC. É verdade que os impostos destroem HPM, mas fazem saldando a dívida assumida pelos gastos fiscais (VILELLA, 2019). Através desses argumentos, os autores chegam à conclusão de que os impostos, além de garantir a circulação da moeda, garantem também, a emissão de dívida (VILELLA, 2019).

Lavoie (2013) propõe um estudo detalhada da relação entre tesouro e BC, ainda que por motivos diferentes dos autores tratados acima. Lavoie (2013) não difere entre moeda da autoridade monetária e título público, porém, defende que a unificação do Tesouro com Bacen pode esconder algumas peculiaridades (VILELLA, 2019). O autor sustenta que, na prática, existem restrições legais que impedem a relação entre Tesouro e BC. Diante da restrição, o primeiro só conseguiria ter acesso às contas dos bancos comerciais junto com a autoridade monetária, por meio do mercado secundário de títulos públicos (VILELLA, 2019). Tão logo o gasto fiscal dependa da intermediação do mercado secundário de dívida pública, esta seria necessária para o financiamento destes gastos, diferente do que afirma a abordagem neo-chartalista (VILELLA, 2019). Nessa conjuntura, o mecanismo de gasto alterar-se-ia qualitativamente, mas não quantitativamente. Lavoie (2013) aponta que nesses casos de restrições supracitadas, o Tesouro, via emissão de títulos no mercado primário, coordenaria sua política com o BC, o qual atuaria no mercado secundário trocando os títulos emitidos por HPM (VILELLA, 2019).

Passando para os apontamentos institucionalistas, faz-se necessário reconstituir brevemente a concepção de moeda como instituição. O conceito de moeda institucional advém do fato dos agentes necessitarem de um numerário que os permitam calcular as receitas de sua produção e o custo de seus insumos com base na sua posição relativa no mercado que está inserido (ORLÉAN, 2007). No agregado, perante o conflito para determinar o equivalente geral da economia, surgiria uma mercadoria comumente aceita naquele mercado, isto é, a moeda (DEQUECH, 2013, p.256). Dito isso, a moeda emergiria como fruto de conflito entre os interesses

dos agentes para eleger qual “mercadoria” funcionaria como métrica de “valor abstrato”. Nesse ponto, a confiança hierárquica que os agentes depositam sobre o Estado impactaria fortemente a influência deste na decisão dos agentes (VILELLA, 2019). Durante o processo de ascensão de uma mercadoria ao posto de “moeda”, cada agente buscaria influenciar a posição dos demais agentes conforme seus interesses (VILELLA, 2019). Nesse ponto, o Estado exerceria influência no processo decisório através do seu poder de conceder “confiança hierárquica” à mercadoria, além de gerir os conflitos de acordo com seus interesses (ORLÉAN, 2007, p.8).

É importante destacar que existem diferenças sutis quanto a origem da moeda, apesar da visão institucionalista não ser compatível com a abordagem neo-chartalista. A divergência advém do fato de que a moeda como criatura do Estado seria apenas uma possibilidade para a escola institucionalista (VILELLA, 2019). Consequentemente, esta última considera a possibilidade de os agentes perderem a confiança na moeda Estatal e migrarem para alguma nova forma de moeda, fato que colocaria o Estado em sérios problemas fiscais (VILELLA, 2019). Orléan (2007, p.9-12) cita Alemanha de 1923 e a França de 1926 como exemplos históricos em que a moeda Estatal enfrentou hiperinflação, deixou de servir como moeda por algum período e só retomou suas funções quando conseguiu restabelecer a confiança do público. No caso francês, a reforma monetária mostrou-se desnecessária com a eleição de um Governo que era bem visto popularmente (VILELLA, 2019).

3.2 CRÍTICAS COMPLEMENTARES

Prates (2017) realiza uma completa revisão bibliográfica das críticas acima e ao ponderá-las pelos contra-argumentos da abordagem da TMM, sugere alguns elementos complementares que devem ser lavados em conta na análise neo-chartalista que se propõe a formular a teoria moderna do dinheiro (VILELLA, 2019). Diferente das críticas expostas anteriormente, essa seção abordará uma crítica à TMM que não visa questionar seus pressupostos, senão avançar na teoria proposta ao incorporar complexidades presentes na economia (VILELLA, 2019).

Ao incorporar o contexto atual do Sistema Monetário Internacional (SMI) na análise de Wray (1998), nos deparamos com divisas que possuem distintos graus hierárquicos, segundo sua aceitação como reserva de valor internacional (DE CONTI

et al., 2014). Conforme De Conti et al. (2014), poderíamos definir o dólar como padrão monetário hegemônico utilizado nas trocas internacionais e:

[...]Em seguida, posiciona-se o euro, que teve importância crescente desde sua criação até a crise atual, sobretudo no exercício privado das funções reserva de valor e unidade de conta. Em um terceiro patamar de importância, encontram-se o iene, a libra esterlina, o franco suíço e – um pouco abaixo – o dólar canadense e o dólar australiano, que exercem algumas funções da moeda na cena internacional, ainda que de maneira secundária. Além dessas, percebe-se que outras moedas podem eventualmente apresentar uso internacional, mas em caráter marginal (ou mesmo excepcional) (p.344).

Quanto mais ao topo na pirâmide hierárquica se encontra o país emissor da divisa, mais esta será aceita e comercializada no âmbito internacional, portanto, maior será sua liquidez. Divisas como Real, o Peso argentino ou o Peso mexicano, por terem menor aceitação internacional, devem recompensar seu possuidor com um prêmio maior a ponto de incentivá-lo a abrir mão de adquirir unidade extra de dólar em seu portfólio para adquirir Real, por exemplo (VILELLA, 2019).

De Conti et al. (2014) sustentam que um país inserido no SMI, terá sua taxa de juros determinada pela taxa básica internacional de juros (i^*), somado ao *spread* que recompensa o “Risco País” (RP), à variação cambial esperada (VC) e ao prêmio pela iliquidez (PI) (VILELLA, 2019). Dito isso, para países periféricos RP, VC e PI serão consideravelmente maiores que zero e não há motivos para acreditar que a soma de seus efeitos será nula. Isto é, os países periféricos tendem a ter taxas de juros maiores do que países centrais visando manter um diferencial de taxas atrativo ao capital internacional (DE CONTI et al., 2014).

Considerando o impacto do SMI sobre a taxa de juros dos países periféricos, até que ponto poderíamos manter a análise dada a restrição de autonomia política em países periféricos? (VILELLA, 2019). Prates (2017) constrói esta análise e defende que se de um lado temos a análise binária em que um país possuiu ou não moeda soberana, do outro, temos a análise de grau de autonomia para exercer tal soberania (VILELLA, 2019). Por mais que um país de moeda soberana não possua restrições internas de fixar a taxa de juros de acordo com seus interesses, o SMI pode exigir diferenças de juros distintos de acordo com a posição hierárquica ocupada pelo país em tal sistema monetário (VILELLA, 2019). Assim, países soberanos com baixo grau hierárquico no sistema internacional teriam seu espaço de política monetária

mais restrito do que países sem moeda soberana, mas com divisa líquida, conforme aponta Prates (2017, p.37).

Finalmente, de acordo com os argumentos resumidos nesta seção e que foram mais bem tratados em Prates (2017), essa crítica busca complementar a MMT com questões de economia política internacional (VILELLA, 2019). Não se trata, porém, de uma crítica estrutural e tão pouco afirma que Governo com moeda soberana corre risco de default da dívida. Entretanto, chama a atenção para as consequências quase insustentáveis da escolha de uma nação com moeda soberana em fixar a taxa de juros em patamar inferior ao desejado pelo capital internacional (VILELLA, 2019). Segundo os autores dessa vertente, dada as circunstâncias internacionais e o prêmio pela iliquidez exigido pelos investidores estrangeiros, o comprometimento do BC (com moeda soberana e divisa com baixo grau de liquidez internacional) com uma taxa de juros abaixo do patamar exigido internacionalmente, conduzirá à redução das reservas e/ou desvalorização cambial, podendo ter efeitos sobre inflação, estrutura industrial etc. (VILELLA, 2019).

3.3 COMPARATIVO ENTRE AS CRÍTICAS

A primeira crítica PK em relação à origem da moeda, não se sustenta sobre a proposta de Wray (1998) uma vez que este descarta a tentativa de determinar historicamente a origem da moeda (VILELLA, 2019). Como apontado, Rochon e Vernengo (2003) criticam a abordagem neo-chartalista sobre a origem da moeda com base em exemplos históricos em que a moeda precederia o Estado (VILELLA, 2019). Wray (2004) argumenta no sentido de que na ausência do Estado, outro ente em grau hierárquico superior seria o responsável por determinar o que funcionaria como moeda (VILELLA, 2019). Ademais, Wray (2004) também desconsidera válido qualquer tratamento histórico sobre a origem da moeda, já que o conceito de dinheiro pode variar entre diferentes sociedades, logo, seria recomendável partir de uma análise teórica e não histórica (VILELLA, 2019).

A segunda crítica PK em relação ao papel da moeda bancária certamente não invalida a análise de Wray (1998), vale destacar: orientando de Hyman Minsky na Universidade de Washington em St. Louis, principal teórico pós-keynesiano a tratar de moeda bancária (VILELLA, 2019). É verdade que a relação orientador-orientando não garante fidelidade do desenvolvimento teórico do segundo para com o primeiro,

mas esse não é o caso de Wray e Minsky. O trabalho de Wray (1998) foca no papel do Estado como garantidor do curso legal de determinado ativo como moeda sem negligenciar, em nenhuma medida, o poder de emissão bancário (VILELLA, 2019). Não se trata de argumentar que a moeda estatal possui maior ou menor importância nas transações privadas, mas sim, no fato da ausência de capacidade dos bancos em ser “credor universal” (VILELLA, 2019). Em outras palavras, o Estado é o único capaz de emitir uma dívida na mesma unidade de conta para quase todos os membros da sociedade, isto é, a única dívida comum a todo cidadão de uma nação é o imposto ao Estado (VILELLA, 2019). Os bancos, por outro lado, não são capazes de forçar todo cidadão a ter dívida a ser paga em uma unidade de conta a sua escolha, logo, isso é que faz o neo-chartalismo tratar a moeda como criatura do Estado e não “criatura bancária” (VILELLA, 2019).

Passando para a terceira crítica PK, que se mistura com a crítica feita por Lavoie (2013) e também aceita por Prates (2017), temos o argumento da independência entre BC e Tesouro (VILELLA, 2019). Kelton [Bell] e Wray (2002) consideram que mesmo que a independência aconteça de jure, ela jamais se manifestará de fato, já que as ações do BC e do Tesouro são interconectadas e acontecerão via mercado primário ou secundário, como apontado na seção dois deste trabalho (VILELLA, 2019). No entanto, mesmo após a resposta de Wray e Kelton [Bell], o debate não se esgotou, isto porque, existe uma diferença entre o que os críticos e o que Kelton [Bell] e Wray consideram HPM (VILELLA, 2019). Gnos e Rochon (2002) diferenciam “dinheiro do BC” de “dívida do Tesouro”, sendo que apenas o primeiro seria considerado capaz de gerar HPM via crédito no sistema bancário (VILELLA, 2019). Para Kelton [Bell] e Wray (2002), dado que existe - e é operacionalmente necessário que exista – uma conta compartilhada pelo Tesouro e BC, em que toda a arrecadação e títulos são mantidos em carteira, não há motivos para segregar “dinheiro do BC” e “dívida do tesouro”, já que seria apenas uma operação contábil entre dois entes governamentais (VILELLA, 2019). A compra de títulos pelo BC não se trata da criação de uma dívida nova, senão realocação patrimonial dentro do setor público, logo, ambos podem ser considerados HPM pois são duas faces da mesma moeda (dívida pública) (VILELLA, 2019). Se o conceito de HPM de Gnos e Rochon (2002) for estendido à títulos emitidos pelo Tesouro, não haveria motivos para separar teoricamente BC de Tesouro. Tal segregação do conceito só faz-se necessária a partir do momento em que não existir uma conta

compartilhada entre os dois entes e o BC ficar operacionalmente impossibilitado de comprar títulos do Tesouro no mercado primário e/ou secundário (VILELLA, 2019).

A crítica institucionalista é estrutural, mas, não invalida a visão neo-chartalista, como argumentado nas palavras do próprio Orléan (2007). Dequech (2013) também tenta mostrar como a visão institucionalista é compatível com a visão chartalista e neo-chartalista da moeda, desde que ponderadas algumas divergências (VILELLA, 2019). Dito isso, o presente trabalho defende a necessidade de incorporar as críticas institucionalistas sem invalidar ou alterar drasticamente os corolários da MMT. Orléan (2007) evidenciou os três canais de transmissão da confiança para a moeda, de tal modo que a “confiança hierárquica”, tão enfatizada pelos neo-chartalistas, deva ser ponderada pela “confiança metódica” e “ética”, fato que nos permite entender mudanças nos padrões monetários nacionais e internacionais (VILELLA, 2019). Uma vez que todos os agentes possuam o mesmo objetivo, qual seja: transacionar entre si, o padrão monetário existirá ainda em sistemas hipotéticos sem qualquer ente hierarquicamente superior (VILELLA, 2019). Ainda que pragmaticamente não provoque grandes alterações nos corolários neo-chartalistas para economias fechadas, em nome da precisão teórica, este trabalho entende a crítica institucionalista como válida a ser incorporada na visão de moeda que baseará a MMT (VILELLA, 2019).

Aplicando a crítica acima ao contexto monetário internacional, teríamos que se todos os países desejassem transacionar entre si utilizando sua própria moeda, o comércio internacional seria inviabilizado, assim, a “confiança ética” e “metódica” garantiriam o surgimento de algum padrão monetário internacional (VILELLA, 2019). Nesse ponto, tanto Rochon e Vernengo (2003) como Prates (2017) questionam que uma teoria com a pretensão de ser moderna, não tenha tratado do contexto internacional, de suma importância ao capitalismo moderno (VILELLA, 2019).

Incorporando o papel do setor externo à análise da MMT, teríamos que a confiança hierárquica garantiria ao país internacionalmente hegemônico, o poder de forçar o curso da sua moeda como moeda internacionalmente aceita (VILELLA, 2019). Porém, como no âmbito internacional não teríamos impostos, o curso forçado vem do grau hierárquico ocupado pelos EUA no SMI, conforme apontaram De Conti et al. (2014) e Prates (2017) (VILELLA, 2019). O posto ocupado pelos EUA no SMI seria fruto da combinação de fatores ao longo da história da economia política internacional, os quais o permitiram transmitir ao resto do mundo que a sua mercadoria (dólar) teria

as características necessárias para ocupar o posto de “moeda” (VILELLA, 2019). Diferente do âmbito nacional, em que o curso da moeda é forçado via impostos, no âmbito internacional, são as três formas de “confiança” destacadas por Orléan (2007) que garantem a demanda por dólar entre todos os demais países (VILELLA, 2019). Logo, todos os países que não emitem dólar, têm sua divisa operando como mercadorias pretensas a ser moeda, mas que exercem, somente com algum grau de eficiência, o papel internacional de “moeda”, o Euro, lene e as demais “moedas” seriam apenas “divisas” no contexto internacional (VILELLA, 2019).

No âmbito nacional, temos que países com menor grau hierárquico no SMI teriam sua taxa de juros influenciada pelas condições internacionais, à ele exógena (VILELLA, 2019). Dentro da análise de Wray (1998) a única mudança provocada viria do fato de que a taxa de juros passaria a ser exogenamente determinada pelo BC dentro de uma banda, em que o limite inferior seria determinado pelo diferencial mínimo de juros em relação à taxa de juros dos países centrais, aceito como prêmio pela iliquidez do capital internacional. Isto é, os países periféricos devem oferecer, no mínimo, a taxa de juros suficiente para evitar fuga de capitais estrangeiros (VILELLA, 2019).

4 CONCLUSÃO

A fim de estabelecer a Teoria Monetária Moderna como uma abstração intelectual central à superação dos dilemas sociais que atingem a espécie humana, como aquecimento global, desigualdade social crescente, baixo crescimento econômico, ao longo deste trabalho foram apresentadas as várias características e consequências dessa nova abordagem sobre a macroeconomia; as diversas interpretações dos autores acerca da formação e circulação da moeda; a descrição e prescrição da corrente de pensamento para validar a sua aplicação no Brasil; e a elucidação das críticas e dos limites da abordagem monetária moderna, que, por sua vez, é crucial para desmistificar e entender a forma de atuação do receituário da TMM.

Na busca por uma abordagem econômica capaz de apresentar a funcionalidade da economia capitalista e responder aos desafios econômicos e sociais que permeiam o século XXI, a Teoria Monetária Moderna emerge como uma aglutinadora de conceitos e evidências históricas e econômicas que respondem aos anseios acadêmicos e sociais do presente momento histórico. Situando-se no campo heterodoxo da ciência econômica, a fundamentação conceitual da teoria é construída sobre as bases intelectuais de autores como John Maynard Keynes, Karl Marx, Mitchell Innes, George F. Knapp, Abba Lerner, Michal Kalecki e Hyman Minsky.

Em acordo com as vastas evidências históricas e antropológicas, a Teoria Monetária Moderna reconhece a moeda como uma criatura do Estado, sendo este ente nacional o emissor primário da unidade de conta e garantidor do seu uso nas transações comerciais dentro do território sob a tutela do respectivo Estado. A partir dessa perspectiva a primeira revelação que a TMM traz é que os governos que emitem moeda soberana não sofrem restrição orçamentária em seus gastos e não correm risco de insolvência.

Dessa definição do conceito de moeda decorrem consequências importantes como: os tributos não têm por função custear os gastos do governo mas criar demanda para moeda soberana emitida pelo Estado além de distribuir renda, servir a objetivos microeconômicos e cancelar liquidez; o déficit público – se a economia não está em pleno emprego – não é prejudicial mas benéfico para a economia; e os títulos da dívida pública mobiliária não são empréstimos que o governo federal toma para cobrir seus déficits mas instrumentos para manutenção da taxa básica de juros.

A Teoria Monetária Moderna é desenvolvida pelos autores citados ao longo do trabalho como Randall Wray (1998, 2003, 2004, 2015), Stephanie Kelton (2002, 2019, 2020, 2021), Mathew Forstater (2021), Scott Fullwiler, Pavlina Tcherneva e Bill Mitchel (, e dos autores brasileiros, André Lara Resende (2017, 2020), Franklin Serrano (2017, 2019), Carlos Bastos Pinkusfeld (2004) e Ricardo Summa (2019), que juntos formam uma estrutura teórica que rompe com série de “paradigmas” existentes.

A variedade de autores e ideias convergem para a compreensão de uma economia em que a demanda por moeda é endógena; a taxa de juros básica (no curto prazo) é exogenamente fixada pelo banco central; o Estado não “quebra” em sua própria moeda, isto é, não há escassez de moeda para ente que a emite; não há relação causal entre agregados monetários e inflação. Além de enfatizarem que as políticas fiscal e monetária devem se pautar permanentemente pela busca da estabilidade dos preços, do crescimento econômico e do pleno emprego, e podemos observar também que os autores sempre partem de um conjunto heterogêneo de escolas do pensamento formados pelo cartalismo, o pós-keynesianismo e as finanças funcionais para a produção de suas obras.

Ao trazer a discussão da TMM para o Brasil devemos primeiramente levar em consideração conjuntura monetária e fiscal (abril de 2022, quando se escreve esta monografia). O atual cenário brasileiro apresenta elevada inflação com perspectiva de continuar aumentando, arrastando consigo a taxa básica de juros, já a relação entre a dívida e o PIB foi revista para baixo assim como as despesas primárias federais projetadas para ano apresentaram redução, mas o futuro das contas públicas é sensível a fatores externos, os juros internacionais e o mercado de exportação de *commodities*. O fato, no entanto, é que nunca deixamos de ter um forte desequilíbrio fiscal, com repercussões na inflação. Contudo, da mesma forma como no Brasil, há no mundo economistas que propõe caminhos diferentes para solução dos problemas apontados. Levando isso conta, a TMM aponta uma possibilidade de uma experiência diferente para resgatar a normalidade macroeconômica no mundo pós-pandemia.

A aplicabilidade da TMM no Brasil, entretanto, exige uma adaptação de suas teses as condições econômicas brasileiras devido a fatores importantes: dados da economia nacional indicam que a inflação brasileira é causada pelo aumento dos custos de produção, associada ao conflito distributivo entre empresários e trabalhadores enquanto nos Estados Unidos, Europa e Austrália há a chamada inflação de demanda; o fato de o real não ser uma moeda de reserva internacional

impõe uma restrição cambial às políticas macroeconômicas inspiradas na TMM; e o sistema brasileiro econômico brasileiro é acoplado ao sistema jurídico e político o que implica na dificuldade de se aplicar a TMM com razoável perspectiva de sucesso pois carece de aprofundamento no aspecto institucional. Essas especificidades não invalidariam que os aspectos descritivos e prescritivos sejam adaptados à realidade brasileira, mas é necessário levar em consideração todas essas complexidades das modernas economias que operam hoje em escala global.

O presente texto buscou expor os principais pontos em debate acerca da Teoria Moderna do Dinheiro, apresentando as críticas a serem respondidas, bem como aquelas a serem absorvidas. Os argumentos apontados por Rochon e Vernengo (2013) e Lavoie (2013) podem ser confrontados com respostas teóricas sem que a direção da pesquisa se altere. Por outro lado, os argumentos apontados pela escola institucionalista, bem como pela vertente da hierarquia de moedas devem ser absorvidos para analisar as condições gerais da MMT em contexto internacional, que se levado em consideração, a livre flutuação do câmbio poderia provocar implicações econômicas indesejadas com sérias repercussões não apontadas por Wray (2003).

A Teoria Monetária Moderna é, reconhecidamente, um pensamento econômico que se encontra à margem das visões consolidadas no *mainstream*, e mesmo no campo heterodoxo, seus postulados enfrentam grande resistência teórica de boa parte dos grupos intelectuais. Em geral, as críticas à Teoria Monetária Moderna, tanto por parte da ortodoxia quanto da heterodoxia, adentram suas indagações em todas as pautas possíveis acerca da academia econômica, cobrindo desde as premissas analíticas da TMM até sua aplicabilidade em termos políticos e sociais. Ainda que parte das críticas à TMM sejam pouca embasadas é importante apresentá-las para fim de avanço construtivo da teoria no seu objetivo de promover o avanço socioeconômico dos países e na desconstrução de mitos que cercam a TMM.

Ao longo da construção deste trabalho, a apresentação do embasamento teórico e empírico da TMM evidencia a capacidade que a teoria possui em assumir o protagonismo político para a condução dos desafios do tempo presente, mesmo que sobre a perspectiva do modo de produção vigente. Nesse sentido, nota-se que a grande dificuldade da TMM não está nos seus postulados, mas na aceitação desse por aqueles que promovem falsas analogias e análises nos seus postulados teóricos.

Sendo assim, os desafios que o século XXI apresentam, como a crise climática, o aumento da desigualdade social e o baixo crescimento econômico e a

demanda das classes políticas e acadêmicas oriundas do *mainstream*, pedem a superação de suas restrições analíticas. Desta feita, a promoção do desenvolvimento econômico aos moldes necessários para a manutenção da estabilidade social e da própria existência humana devem ser o norte daqueles que se dedicam a estudar os fenômenos históricos e econômicos, ainda que isso lhes custe abandonar as premissas que permeiam seu imaginário intelectual.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Moisés Shalimay de S. Teoria monetária, a Teoria Fiscal do Nível de Preços e a Teoria Moderna Monetária. **PUC-Rio/Adam Capital**. Rio de Janeiro, mar. 2019.
- AGGIO, Gustavo de Oliveira; DA ROCHA, Marco Antônio. Dois momentos para a teoria Cartalista: De Knapp a Goodhart. **Revista Economia**, Niterói, v.10, n. 1, p.153-168, jan. 2009.
- BEAMS, Nick. A Teoria Monetária Moderna e a crise do capitalismo. **World Socialist Web Site**. 19 nov. 2020. Disponível em: <<https://www.wsws.org/pt/articles/2020/11/16/kelt-n16.html>>. Acesso em: 14 abr. 2021.
- CARVALHO, et al. **Economia monetária e financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- DALTO, Fabiano A. S. et al. **Teoria Monetária Moderna - MMT: a chave para uma economia a serviço das pessoas**. Fortaleza: Nova Civilização, 2020.
- DE AGUIAR, Júlio Cesar. Novo modelo de constituição fiscal para o Brasil pós-pandemia: uma proposta baseada na teoria monetária moderna. **A pandemia da COVID-19 no Brasil em sua dimensão financeira e tributária**. Belo Horizonte, São Paulo: D'Plácido, 2020.
- DE REZENDE, Felipe Carvalho. The nature of government finance in Brazil. **International Journal of Political Economy**, vol 38, n. 1, p. 81-104, 2009.
- DE CONTI, Bruno Martarello; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. A Hierarquia Monetária e suas Implicações para as Taxas de Câmbio e de Juros e a Política Econômica dos Países Periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 2, p. 341, 2014.
- DEQUECH, David. Is Money a Convention and/or a Creature of the State? The convention of acceptability, the state, contracts, and taxes. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 36, n. 2, p. 251-274, 2013.
- DEQUECH, David. Dossiê Pandemia e Economia - Repensando o papel do Estado em um mundo pós-pandemia: lições da Teoria Monetária Moderna. **Revista Eletrônica de Jornalismo Científico**, n. 226, mai. 2021.
- FGV-IBRE. **Boletim Macro**. Julho de 2021. Disponível em: <<https://www.portalibre.fgv.br/sites/default/files/2021-07/2021-07-boletim-macro.pdf>>. Acesso em: 12 de ago. 2021.
- FROYEN, Richard T. **Macroeconomia: teorias e aplicações**. São Paulo: Saraiva, 2013.

GNOS, Claude; ROCHON, Louis-Philippe. Money Creation and the State: a critical assessment of chartalism. **International Journal of Political Economy**, v. 32, n. 3, p. 41-57, 2002.

GOODHART, Charles A. E. The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. **European Journal of Political Economy**, vol. 14, p. 407-432, 1998.

HOBBSBAWM, Eric J. **Era dos extremos**: O breve século XX. São Paulo: Companhia das Letras, 1994.

HUNT, E.K.; LAUTZENHEISER, Mark. **History of economic thought**: A critical perspective. New York: Robin Hahnel, 2011.

IPEA. **Carta de Conjuntura**. 2º Trimestre de 2021. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/210630_cc_51_nota_33_visao_geral.pdf>. Acesso em: 12 de ago. 2021.

KELTON [BELL], Stephanie; WRAY, L. Randall. Fiscal Effects on Reserves and the Independence of the Fed. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 25, n. 2, p. 263- 271, 2002.

KELTON, Stephanie. Bernie Sanders' 2016 economic advisor Stephanie Kelton on Modern Monetary Theory and the 2020 race. **CNBC**, 2019. Disponível em: <https://www.cnbc.com/2019/03/01/bernie-sanders-economic- advisor-stephanie-kelton-on-mmt-and-2020-race.html>. Acessado em: 30 mar 2019.

KELTON, Stephanie. **The Deficit Myth**: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy. PublicAffairs, 2020.

KELTON, Stephanie. **MMT, a Teoria Monetária Moderna, por Stephanie Kelton**. Youtube. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=dzFxJNiHqFg>>. Acesso em: 14 abr. 2021.

KNAPP, Georg Friedrich. **The State Theory of Money**. London: MacMillan, 1924.

LAVOIE, Marc. The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: a friendly critique. **Journal of Economic Issues**, v. 47, n. 1, p. 1-32, 2013.

LAVOIE, Marc. **Introduction to Post-Keynesian economics**. New York: Palgrave Macmillan, 2006.

LERNER, A. P. Functional Finance and The Federal Debt. **Social Research**, v. 10, p. 38-51, 1943.

MATTHEWS, Dylan. Modern Monetary Theory explained: a very detailed walkthrough of the big new left economic idea. **VOX**. 16 abr. 2019. Disponível em: <<https://www.vox.com/future-perfect/2019/4/16/18251646/modern-monetary-theory-new-moment-explained>>. Acesso em: 17 abr. 2021.

MITCHELL, Bill. Dívidas, Défices e Teoria Monetária Moderna. [Entrevista concedida a] Winston Gee. **Economics Harvard International Review**, outubro, 2011.

MULLER, Antony Peter e VAZ-CURADO, Samuel Fernandes Lucena. A Teoria Monetária Moderna: uma avaliação de suas premissas e suas consequências políticas. **Mises: Interdisciplinary Journal of Philosophy Law and Economics**. São Paulo, 7(2), Maio-Agosto, 2019.

NERSISYAN, Yeva; WRAY, L. Randall. How to pray for the Green New Deal. **Levy Economics Institute working paper**, v. 931, mai. 2019.

ORLÉAN, A. “**L’approche Institutionnaliste de La Monnaie**: une introduction” [The Institutional Approach to Money: An Introduction]. Mimeo. Paris, 2007.

PALLEY, Thomas I. The theory of endogenous money and the LM schedule: prelude to a reconstruction of ISLM. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 37, n. 1, p 3-22, jan. 2017.

PASINETTI, Luigi L. The social ‘burden’ of high interest rates. In: ARESTIS, Philip; PALMA, Gabriel; SAWYER, Malcom (comp.). **Capital Controversy, Post-Keynesian economics and the history of economics thought**. Londres: Routledge, 1997, p 161-169.

PIMENTEL, Kaio Sousa Mascarenhas. **Ensaio sobre política fiscal, demanda efetiva e finanças funcionais**. 2018. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018.

PINKUSFELD, Carlos. Resenha: Trabalho e moeda hoje. **Econômica**, Rio de Janeiro, v.6, n.1, p.187-193, jun. 2004.

POLLIN, Robert. Two theories of money supply endogeneity: Some empirical evidence. **Journal of Post-Keynesian Economics**, vol. 14, n. 3, 1991.

PORTELLA FILHO, Petrônio. O Mito do Déficit Público – Ou o Surgimento da MMT. **Associação dos Consultores e Advogados do Senado Federal**. Brasília, 5 jan. 2021. Disponível em: < <https://alesfe.org.br/o-mito-do-deficit-publico-ou-o-surgimento-da-mmt-por-petronio-portella-filho/>>. Acesso em: 14 abr. 2021.

PRATES, D. M. **Monetary Sovereignty, Currency Hierarchy and Policy Space**: a post-Keynesian approach. Campinas: UNICAMP, setembro, 2017. (Texto para Discussão, n.315).

REAL WORD ECONOMICS REVIEW. **Modern Monetary Theory and its critics**. Bristol: 2019.

RESENDE, André Lara. **Juros, moeda e ortodoxia**. São Paulo: Schwarcz, 2017.

RESENDE, André L. Consenso e Contrassenso: déficit, dívida e previdência. **Jornal Valor Econômico**. 08.02.2020. Disponível em:

<https://www.valor.com.br/cultura/6149709/consenso-e-contrassenso-deficit-divida-e-previdencia>>. Acesso em: 05 nov. 2020.

ROMER, Paul. The trouble with macroeconomics. **The American economist**, Pittsburg, v. 20, p. 1-20, set. 2016.

RONCAGLIA, André; BARBOSA, Nelson. **Bidenomics nos trópicos**. São Paulo: FGV, 2021.

ROCHON, Louis-Philippe; VERNENGO, M. State Money and The Real World: or chartalism and its discontents. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 26, n. 1, p. 57-67, 2003.

SERRANO, F. & PIMENTEL, K. Será que “acabou o dinheiro”? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 21, n. 2, 2017.

SERRANO, Franklin; SUMMA, Ricardo. Dissenso ao contrassenso do novo consenso: A alternativa da macroeconomia da demanda efetiva. **Textos para discussão (UFRJ)**, Rio de Janeiro, vol. 8, abr. 2019.

TEIXEIRA, Caroline Jorge; BASTOS, Carlos Pinkusfeld Monteiro. Analysis of Brazilian national treasury primary auctions in the 2000's: An MMT interpretation. **Textos para discussão (UFRJ)**, Rio de Janeiro, vol. 14, jun. 2019.

TYMOIGNE, Éric. Modern Money Theory and interrelation between the Treasury and the Central Bank. **Levy Economics Institute working paper**, vol. 788, mar. 2014.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD/ONU. **Financing a global New Green Deal**. New York: ONU, 2019.

VALE, Sérgio. **Teoria monetária moderna ou teoria fiscal antiga?**. Exame. 11.08.2020. Disponível em: <<http://www.exame.com/blog/sergio-vale/teoria-monetaria-moderna-ou-teoria-fiscal-antiga/>>. Acesso em: 14 mar. 2021.

VERGNHANINI, Rodrigo; CONTI, Bruno de. Modern Monetary Theory: A criticism from the periphery. **Brazilian Keynesian Review**, Belo Horizonte, v. 3, n. 2, p. 16-31, set. 2017.

VILELLA, Caio. Revisando a Teoria Moderna do Dinheiro e suas Implicações para Países Emergentes. In: **XXIV Encontro Nacional de Economia Política**, 2019, Vitória.

WRAY, L. Randall. **Understanding Modern Money**. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.

WRAY, L. Randall. **Modern Money Theory**: A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems. Palgrave Macmillan, 2015.

WRAY, L. Randall. **Credit and State Theories of Money**: The contributions of A. Mitchell Innes. Edward Elgar Publishing, 2004.

WRAY, L. Randall. **Trabalho e moeda hoje: A chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços**. Rio de Janeiro: UFRJ/Contraponto, 2003. 246 p.