

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**SOBERANIA MONETÁRIA: UMA ANÁLISE DA
APLICABILIDADE DA TEORIA MONETÁRIA
MODERNA**

LEONARDO BERLINER
matrícula nº 109042806

ORIENTADORA: Prof^a. Maria Isabel Busato

FEVEREIRO 2021

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**SOBERANIA MONETÁRIA: UMA ANÁLISE DA
APLICABILIDADE DA TEORIA MONETÁRIA
MODERNA**



LEONARDO BERLINER
matrícula nº 109042806

ORIENTADORA: Prof^a. Maria Isabel Busato

FEVEREIRO 2021

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, que me deram todas as condições para que eu pudesse chegar até aqui e sempre me incentivaram a estudar.

À minha irmã, Ana, que sempre me apoiou em momentos difíceis.

Aos professores do IE, que me proveram uma formação de excelência, e em especial à professora Maria Isabel Busato, pela paciência e consideração como orientadora.

À Anna Lúcia, pela gentileza e disposição em ajudar sempre que foi preciso.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo apresentar o arcabouço teórico associado a Teoria Monetária Moderna (MMT) e realizar uma análise sobre a validade e aplicabilidade de sua tese fundamental, a qual afirma a inexistência de restrição financeira para Estados monetariamente soberanos e a consequente liberdade para utilizar as políticas fiscal e monetária de forma a buscar seus objetivos econômicos, em especial o pleno emprego dos fatores de produção. A partir de um entendimento particular sobre a natureza da moeda, a MMT se vale de premissas do pensamento pós-keynesiano, da teoria das finanças funcionais, da endogeneidade da moeda e de um exame das relações entre Tesouro e Banco Central nos sistemas monetários modernos para afirmar que impostos não financiam os gastos governamentais, títulos públicos são na verdade instrumentos de política monetária e o Estado cria moeda quando realiza gastos. Estas afirmações são recebidas com ceticismo por parte de outros autores pós-keynesianos. Examinamos alguns dos principais questionamentos sobre as relações entre Tesouro e Banco Central, e consideramos válidas as respostas fornecidas pelos autores neocartelistas a partir dos modelos de circuito monetário, pressupondo uma economia fechada. Trazemos em seguida os questionamentos a respeito da aplicabilidade da MMT em economias abertas, em especial aos chamados países periféricos, a partir de uma literatura que atenta para a existência de uma hierarquia internacional de moedas (HIM). Analisamos os argumentos e identificamos algumas incompatibilidades entre esta literatura e a abordagem neocartalista. Os resultados obtidos admitem as contribuições da HIM, mas consideramo-las insuficiente para desqualificar a tese central da MMT.

SUMÁRIO

Introdução	6
1 Teoria Monetária Moderna: Uma revisão da literatura.....	10
1.1 As origens e a natureza da moeda.....	12
1.2 Política Econômica – fiscal e monetária – sob a ótica das finanças funcionais.....	17
1.2.1 Análise macroeconômica setorial	19
1.2.2 Finanças saudáveis versus finanças funcionais.....	20
1.3 Banco Central e Tesouro Nacional no Sistema Monetário Moderno	23
2 O debate sobre os postulados centrais	29
2.1 A controvérsia em torno da consolidação	30
2.2 O circuito monetário	34
3 A MMT em economias abertas.....	44
3.1 Considerações da MMT sobre o setor externo.....	45
3.2 A Hierarquia Internacional da Moeda e suas críticas	49
3.3 As abordagens HIM e MMT comparadas e uma síntese	56
Conclusão	63
Referências Bibliográficas	66

Introdução

A partir da década de 1970, em reação aos eventos econômicos que assolaram o mundo, como os choques do petróleo e a crise inflacionária nas economias desenvolvidas, ganharam proeminência ideias (neo)liberais sobre a importância de governos mais enxutos e fiscalmente responsáveis. Políticas macroeconômicas visando o pleno emprego e a melhor distribuição social da renda crescentemente perderam terreno para a retórica da austeridade. E mesmo quando essas políticas abriam algum espaço no debate público, os termos da discussão eram geralmente condicionados pela estrutura do pensamento neoliberal já então predominante tanto no *mainstream* econômico como em boa parte do meio político, da mídia e do público geral.

Com o estouro da crise financeira global em 2008, que mergulhou boa parte das economias desenvolvidas em uma depressão seguida de lenta recuperação - onde a ameaça deixou de ser a inflação e passou a ser o risco de deflação - cresceu o interesse em políticas macroeconômicas alternativas que pudessem combater os novos problemas. As ideias keynesianas tradicionais quanto ao uso da política fiscal como medida anticíclica para reerguer as economias começaram, aos poucos, a recuperar os espaços que haviam perdido nas décadas anteriores. Não somente, o aumento da desigualdade social experienciado em diversos países durante a vigência das ideias neoliberais gerou uma demanda por soluções que envolvem a participação do Estado, com políticas de redistribuição de renda e provisão de serviços públicos universais ou direcionados às parcelas mais necessitadas da população. À despeito dessas mudanças, o pensamento neoliberal continua forte na atualidade, seja dentro do *mainstream* acadêmico ou no público geral.

Nesse cenário, surge na década de 90 a chamada Teoria Monetária Moderna. Desde que suas ideias foram sintetizadas, especialmente a partir da obra “*Understanding Modern Money*” de L. Randall Wray (1998), esta teoria vem crescentemente ganhando espaço, não apenas no meio acadêmico, como junto ao público geral. Sua fama pode ser parcialmente atribuída ao fato dela ter sido capaz de apresentar suas ideias de forma simples e concisa, possibilitando o diálogo com o cidadão comum.

As ideias neoliberais em favor de políticas austeras e de limites na atuação econômica do Estado sempre se serviram de uma simples, porém poderosa retórica, inteligível por parte do grande público, apelando a elementos que facilmente ressoam no imaginário popular, como por exemplo a analogia de que os governos enfrentam uma restrição orçamentária semelhante a que indivíduos e famílias encaram no seu cotidiano, que a dívida pública representa um fardo

para gerações futuras e implicaria aumento de impostos para o governo conseguir pagá-la, que emissão de moeda gera necessariamente inflação, dentre outras. Em contraponto, mesmo com décadas de atraso, os autores da MMT e seus adeptos foram capazes de retrucar essas “verdades intuitivas” e apresentar uma retórica igualmente cativante e capaz de penetrar no imaginário coletivo, algo que estava faltando no espectro heterodoxo.

Considerando seu surgimento recente, podemos dizer que a MMT alcançou um sucesso junto ao grande público de certa forma incomum a correntes de pensamento econômico. Especialmente na última década, ela se tornou um assunto relativamente popular, sendo comentada e discutida para além dos fóruns acadêmicos tradicionais, seja na mídia convencional ou nas redes sociais, mas também alcançou destaque no meio político. Por exemplo, Stephanie Kelton, uma das principais expoentes da MMT, se tornou assessora econômica da campanha eleitoral de Bernie Sanders à presidência dos Estados Unidos nas primárias do Partido Democrata em 2016.

Mas o que é a Teoria Monetária Moderna? Poderíamos caracterizá-la como uma corrente de pensamento econômico ou simplesmente um conjunto de ideias sistematizadas compartilhadas por determinado grupo de acadêmicos. Apesar de ser uma corrente relativamente recente dentro da macroeconomia heterodoxa, sua herança intelectual pode ser traçada à autores do século passado, como Georg F. Knapp, A. Mitchell-Innes, John M. Keynes, Michal Kalecki, Abba P. Lerner e Hyman P. Minsky (WRAY, 2015). De modo geral, a MMT compartilha uma origem teórica com outros ramos da escola pós-keynesiana¹, de modo que pode ser considerada uma vertente desta, e de fato seus expoentes se consideram como parte integrante desta corrente de pensamento mais ampla. Boa parte dos principais autores relacionados às origens da MMT são economistas ligados à *University of Missouri – Kansas City* e ao *Levy Economics Institute of Bard College*, tais como L. Randall Wray, Stephanie Kelton, Eric Tymoigne, Scott Fulwiller, dentre outros.

A MMT trata-se, em primeiro lugar, de uma teoria descritiva, que tenta compreender o funcionamento dos sistemas monetários, especialmente nas suas versões modernas, caracterizados pelo uso de moedas fiduciárias e taxas de câmbio flexíveis. Partindo de uma concepção alternativa sobre as origens da moeda, a MMT aponta para a sua natureza como crédito e sua ligação umbilical com o Estado. A principal proposição neste sentido é que a aceitação da moeda, por parte dos cidadãos, é um corolário da cobrança de impostos. Colocado

¹ Escola pós-keynesiana é entendida aqui conforme em Lavoie (2006), como todas as vertentes que contêm em seu arcabouço teórico duas premissas essenciais: Demanda Efetiva e tempo histórico.

este ponto inicial, ela parte para a análise da operacionalidade das finanças públicas e das relações institucionais no seio dos sistemas monetários modernos, para então atestar a inexistência de restrição financeira ao gasto público, bem como a impossibilidade de um governo ficar incapacitado de arcar com obrigações denominadas na própria moeda. Consideramos estas afirmações como a tese central da Teoria Monetária Moderna.

Dessa maneira, a validade da tese central implica que os Estados soberanos que realizam gastos na própria moeda possuem plena liberdade e capacidade para utilizar as políticas fiscal e monetária como ferramenta para alcançar seus objetivos econômicos no plano doméstico, tais como pleno emprego e melhor distribuição de renda. Para chegar neste resultado fundamental, a MMT assume premissas centrais do pensamento keynesiano e kaleckiano, em especial o princípio da demanda efetiva. Sua abordagem também se inspira em teorias pós-keynesianas, como a teoria das finanças funcionais e a endogeneidade da moeda. Além disso, ela observa o princípio de consistência entre estoques e fluxos, utilizando-se da contabilidade nacional, de balanços financeiros e de identidades macroeconômicas setoriais como ferramentas de análise. Uma descrição mais detalhada do arcabouço teórico da MMT será fornecida no primeiro capítulo deste trabalho.

Apesar de poder ser considerada uma vertente da escola pós-keynesiana, diversos autores ligados à esta escola contestam a tese fundamental da MMT, levantando uma série de críticas que giram em torno das verdadeiras possibilidades de atuação fiscal e monetária do Estado, incluindo uma discordância quanto a descrição neochartalista sobre o funcionamento do sistema monetário moderno, alegando, por exemplo, que as autoridades fiscal e monetária não podem, mesmo em teoria, ser tratadas de outra forma que não separadamente; ou que a existência de leis, regras e institucionalidades vigentes não permitem, na prática, que o sistema funcione da forma desenhada pelos autores da MMT. Desta maneira, a tese central da Teoria da Moeda Moderna não possuiria validade enquanto caso geral, mesmo considerando o funcionamento da economia como um sistema fechado. Esta temática será abordada no segundo capítulo.

Há ainda uma outra categoria de críticas as quais suspeitam da validade dos princípios da MMT para economias abertas, onde os países incorrem em transações internacionais em moeda que eles não emitem. A exceção é o caso dos EUA, cuja moeda nacional (dólar) se configura como a moeda-reserva no atual sistema monetário e financeiro internacional. As críticas focam na existência de uma assimetria entre as diversas moedas nacionais na atual configuração do sistema monetário e financeiro internacional, em que a ausência de liquidez

das moedas emitidas por países posicionados na periferia do sistema (nações subdesenvolvidas e emergentes) poderia configurar, na visão destes críticos, como um fator limitador à atuação fiscal e monetária do governo soberano que a emite. Tal limitação seria em decorrência da tendência a desequilíbrios estruturais nas contas externas que configurariam uma instabilidade para as taxas de câmbio e de juros. Dessa forma, o setor externo seria uma fonte de restrições para a autonomia de utilização das políticas econômicas como ferramenta para atingir o pleno emprego, dessa forma contrariando a tese central da MMT. Estas discussões serão tratadas no terceiro capítulo.

É sobre essas problemáticas que pretendemos nos debruçar nesta monografia. Objetivamos primeiramente descrever o arcabouço teórico da MMT, para em seguida apresentar de forma sucinta as principais discussões que repercutiram no meio acadêmico heterodoxo nos últimos vinte anos, aproximadamente. Ao examinar estes debates, buscaremos compreender os pontos levantados pelos autores da MMT bem como os de seus críticos. Utilizando uma metodologia teórica e dedutiva, procuraremos analisar e comparar logicamente os argumentos de ambos os lados na tentativa de avaliar até que ponto as principais afirmações da MMT possuem relevância diante da realidade econômica no plano doméstico e no plano internacional.

1 Teoria Monetária Moderna: Uma revisão da literatura

O presente capítulo tem como objetivo realizar uma breve apresentação do arcabouço teórico da Teoria Monetária Moderna (MMT). Visando facilitar a exposição, o dividimos em três tópicos que estarão dispostos em três diferentes seções. Apesar da separação, os tópicos são intimamente interrelacionados. Quando tomados por si mesmos, são partes desconexas que pouco têm a contribuir, mas quando consideradas em conjunto transformam-se em um todo coerente, podendo ser este arcabouço considerado uma visão completa de macroeconomia, tal como afirmado por Wray (2015, p. 260):

“I believe that MMT is much more than a description and prescription. I think it provides a coherent approach to understanding our economy as a whole; it provides a ‘world view’ that begins with an understanding of the ‘nature’ of money”.

A primeira seção versará sobre as origens e a natureza da moeda, onde a teoria tradicional, apoiada pela maior parte dos economistas ao longo da história desta ciência, será contrastada por uma visão alternativa. Apesar de não ser nova, esta visão ficou por muito tempo relegada às margens do conhecimento, mas nas últimas décadas tem ganhado cada vez mais espaço. A MMT apresenta uma versão própria desta teoria alternativa, dando-lhe um sentido mais amplo e lhe reservando um papel basilar em seu esquema teórico.

Em seguida, a segunda seção apresentará a teoria das Finanças Funcionais, relativamente famosa entre as décadas de 1940 e 1960, mas que acabou sendo gradativamente afastada do *mainstream* com os desenvolvimentos relacionados à Curva de Phillips e do retorno da teoria quantitativista, a partir do final dos anos 1960. Esta teoria é encarada como uma leitura sobre o papel que as políticas fiscal e monetária devem desempenhar na economia. Como ferramenta complementar, a MMT utiliza-se de uma análise macroeconômica setorial fundamentada em princípios basilares de identidades contábeis e balanços financeiros.

Por último, a terceira seção tratará de descrever brevemente o funcionamento de um moderno sistema monetário, detalhando as relações monetárias entre Tesouro Nacional, Banco Central e bancos comerciais. A ênfase neste ponto é uma particularidade da MMT em relação a outras vertentes do pensamento pós-keynesiano, que seus adeptos justificam pelo fato de, ao observar-se o modo real com que as operações ocorrem, seria possível enxergar conflitos com vários aspectos da teoria monetária convencional, enquanto se destacaria a compatibilidade

com o seu próprio entendimento a respeito da moeda, do funcionamento das políticas fiscal e monetária, e da macroeconomia de modo geral.

Poderíamos adicionar como um tópico adicional de interesse da MMT a proposta do Estado como empregador de última instância, onde seria criado um programa governamental que ofertaria empregos pagando um salário determinado a todos aqueles que desejarem trabalhar. A ideia seria criar um mecanismo automático de estabilização através da flutuação do número de contratações e dos salários pagos de acordo com o ciclo econômico, de modo que favoreça a economia a permanecer sempre próxima ao pleno emprego.

Apesar de os proponentes da MMT defenderem este projeto, para fins deste trabalho não o incluímos como um quarto tópico pelo motivo de se tratar de uma proposição de política econômica, a qual poderia ser objetada com base em preferências subjetivas, uma vez que existe uma gama de políticas semelhantes que poderiam ser colocadas em discussão para alcançar o mesmo objetivo. Já os demais tópicos são inteiramente descritivos, simplesmente almejando expor o real funcionamento da economia e do sistema monetário. Wray parece dar permissão para realizar esta separação:

I also believe that most of the tenets of MMT can be adopted by anyone. It does not bother me if some simply want to use the descriptive part of MMT without agreeing with the policy prescriptions. The description provides a framework for policymaking. But there is room for disagreement over *what government should do*. Once we understand that affordability is not an issue for a sovereign currency-issuing government, then questions about what government *should* do become paramount (WRAY, 2015, p. 260)

O principal resultado de toda a análise teórica da MMT são as polêmicas afirmações sobre a inexistência de restrição financeira de um Estado que realiza pagamentos na moeda que ele mesmo emite. Apesar de parecer óbvio que o governo sempre possa recorrer à emissão, e que isto nunca tenha escapado ao conhecimento de qualquer economista, a abordagem da moeda moderna oferece uma nova compreensão sobre a natureza do gasto público e sua relação com a emissão monetária, a qual resulta numa contestação à visão ortodoxa quantitativista a respeito do significado e das consequências do gasto público “irresponsável”, do endividamento “excessivo” e da emissão “indiscriminada”. Na prática, o significado objetivo de se atestar a inexistência de restrição financeira é alegar que o Estado possui uma margem consideravelmente mais ampla de atuação em busca de objetivos econômicos do que supõe a visão *mainstream*.

1.1 As origens e a natureza da moeda

A história convencional sobre as origens da moeda, contida na maioria dos livros-textos de economia, conta que ela foi inventada com o objetivo de facilitar trocas de mercadorias (WRAY, 1998). Desde a famosa descrição de Adam Smith (1977) sobre o surgimento da moeda, muitos economistas ainda hoje continuam partindo de hipótese praticamente idêntica, em que mercados originalmente funcionavam à base de escambo entre indivíduos especializados, racionais e autointeressados; que em determinado momento uma mercadoria qualquer emerge, espontaneamente e por senso comum, como meio indireto de intercâmbio para reduzir os custos de transação associados à troca direta (em especial a necessidade de dupla coincidência de desejos). Posteriormente, os metais preciosos, supostamente por possuírem propriedades naturais vantajosas para servirem como intermediário de trocas (durabilidade, portabilidade, divisibilidade etc.), teriam então se tornado dinheiro na maioria das sociedades que ultrapassam o estágio mais primitivo de organização social (INNES, 1913; WRAY, 1998; GOODHART, 1998).

Segundo esta história, a etapa seguinte da evolução do dinheiro perpassa a necessidade de padronizar o peso e a pureza metálica de forma a facilitar o cálculo valorativo e dinamizar as transações, além de reduzir as fraudes (SMITH, 1977). Assim temos a origem das moedas cunhadas e estampadas com o selo da autoridade política. Tempos mais tarde, surgiriam os primeiros bancos e com eles o crédito, as notas e títulos bancários, assim como cédulas de papel conversíveis em ouro, que passam a circular como meio de pagamento em substituição à moeda-mercadoria, sempre no sentido de reduzir ainda mais os custos de transação (WRAY, 2012).

A introdução do dinheiro de papel teria permitido aos bancos realizarem a chamada “expansão de depósitos”, realizando empréstimos criando notas e cédulas em montante superior à quantidade de ouro em suas reservas. Surgiriam, assim, a moeda fiduciária e o sistema de reservas fracionadas. Em determinado momento, governos teriam começado a também emitir suas notas, através do tesouro nacional ou dos primeiros bancos centrais; e passaram a permitir que os bancos privados as utilizassem como reservas (WRAY, 2012). Depois, governos passariam a exigir isso dos bancos, determinando um percentual de reservas sobre seus depósitos a ser mantido junto ao Banco Central. A partir de então, a emissão de moeda em demasia por parte de governos irresponsáveis acarretaria um excesso de reservas bancárias, impulsionando a expansão de depósitos e meios de pagamento por parte dos bancos, o que

geraria estímulo excessivo na atividade econômica e causaria escalada nos preços e crises cíclicas (WRAY, 2012).

Neste quadro hipotético, a moeda é concebida essencialmente como um objeto físico que possui valor intrínseco de acordo com o material utilizado em sua confecção. No caso da moeda metálica, a quantidade e pureza dos metais nela contidos determinam seu valor, fato que fez esta visão tornar-se conhecida na literatura como Metalismo (GOODHART, 1998; WRAY, 1998). Percebe-se que a principal função da moeda é ser meio de troca, pois esta é sua própria razão de ser. Desta maneira, o intercâmbio de bens e serviços seriam a verdadeira essência da economia, fazendo da moeda um mero instrumento facilitador desse circuito real; um elemento neutro, cujas grandes alterações na quantidade em circulação acarreta flutuação nos preços, sem afetar variáveis reais. Em outras palavras, a moeda seria apenas um “véu” que encobre as relações comerciais e que pode ser abstraído da análise econômica (WRAY, 2012). Nota-se também que o mercado assume o protagonismo na história, onde sua existência precede o dinheiro e independe do Estado. Este último desempenharia um papel secundário, ligado predominantemente às funções reguladora e fiscalizadora.

De acordo com Wray (1998), não há quaisquer indícios de mercados operando amplamente através de escambo entre indivíduos especializados, ou que o valor das moedas ao longo da história alguma vez teve qualquer relação com os metais nela embutidos, ou ainda que o crédito e a moeda fiduciária tenham surgido posteriormente ao dinheiro metálico. O autor conclui que a teoria metalista seria inteiramente baseada em deduções lógicas e carente de evidências empíricas e históricas. Talvez por esta razão, Goodhart (1998) aponta que a teoria metalista goza de pouca popularidade entre historiadores, numismatas e antropólogos, enquanto é historicamente famosa no *mainstream* econômico por conta de seu formalismo dedutivo. Além da ausência de evidências, este último autor considera um problema para a versão metalista o fato de ser uma constante histórica a atividade de cunhagem ficar a cargo da autoridade governante, argumentando que se os governos fossem realmente meros coadjuvantes na história deveriam existir sociedades em que agentes privados dão conta da cunhagem, uma vez que não há qualquer impeditivo tecnológico para isso.

Em oposição à abordagem metalista está a teoria que enxerga a moeda como tendo origem em relações de dívida, nas quais uma unidade de conta é utilizada para registrar os saldos contábeis entre as partes credora e devedora (WRAY, 1998; DALTO et al, 2020). Um dos pioneiros a pensar a moeda enquanto dívida, Innes (1913) postula que uma venda não se trata da troca de uma mercadoria por outra mercadoria intermediária chamada moeda, e sim a

troca de uma mercadoria por um crédito. O cenário de uma economia primitiva funcionando na base de escambo é então substituído por um em que as mercadorias circulam por meio da contração de obrigações a serem saldadas futuramente, através de instrumentos representativos de crédito sendo transferidos entre vendedores e compradores, com saldos devedores e credores sendo constantemente criados e cancelados em balanços contábeis. Na explicação do autor:

As debtor we can compel our creditor to cancel our obligation to him by handing to him his own acknowledgment of a debt to an equivalent amount which he, in his turn, has incurred. For example, A having bought goods from B to the value of \$100, is B's debtor for that amount. A can rid himself of his obligation to B by selling to C goods of an equivalent value and taking from him in payment an acknowledgment of debt which he (C, that is to say) has received from B. By presenting this acknowledgment to B, A can compel him to cancel the debt due to him. A has used the credit which he has procured to release himself from his debt. It is his privilege. This is the primitive law of commerce. The constant creation of credits and debts, and their extinction by being cancelled against one another, forms the whole mechanism of commerce and it is so simple that there is no one who cannot understand it. (INNES, 1913, p. 31)

Os registros arqueológicos indicam que a utilização, para fins comerciais, de instrumentos de registro de dívidas como meio de pagamento é pelo menos dois mil anos anterior às moedas metálicas mais antigas já encontradas (INNES, 1913; WRAY, 1998). Ao longo da história, variados materiais já foram utilizados na confecção desses instrumentos, e eles já existiram em diversos formatos: de tabuletas de argila nos primórdios da civilização mesopotâmica à talhos de madeira na Inglaterra medieval, até as cédulas de papel dos tempos mais recentes.

Innes (1913) afirma que os metais cunhados e estampados com o selo da autoridade seriam apenas mais um formato desse tipo de instrumento, uma vez que era normal o uso simultâneo de uma miríade de moedas diferentes, constituídas de variadas ligas metálicas distintas em quantidade e pureza. O autor argumenta que este cenário não condiz com a lógica metalista, pois a dificuldade de acessar o valor intrínseco de tantas moedas no comércio diário seria contraditório ao princípio de redução dos custos transacionais. Conclui, dessa forma, que o valor das moedas devia ser nominal, isto é, declarado pela autoridade emissora, sem guardar proporções com seu conteúdo metálico. Ademais, o autor constata que durante boa parte da história o uso cotidiano dessas moedas para fins comerciais era algo raro; na maior parte do tempo a circulação era feita através de crédito.

O quadro descrito nos parágrafos anteriores pressupõe, de forma a possibilitar a circulação de produtos através do crédito, a adoção de uma unidade de conta universalmente

reconhecida na sociedade e a escolha de um item representativo das dívidas; um *token*² que facilite o reconhecimento e a transferência de crédito entre os agentes. Há também a necessidade da existência de mecanismos sociais para garantir o reconhecimento das dívidas e sancionar o seu pagamento. Uma visão alternativa nesse sentido pode ser encontrada na abordagem cartalista³, cujo fundador é o economista alemão Georg F. Knapp (1905), para a qual a presença e atuação de uma autoridade política seria indispensável para estes desenvolvimentos. A moeda seria, portanto, uma criatura cuja existência e validação se dá pelo poder do Estado. Segundo Wray (1998), Keynes, que inclusive traduziu a obra de Knapp para o inglês em 1924, viria a concordar com esta visão, admitindo que há pelo menos quatro mil anos o Estado exerce o direito de escolher a unidade de conta e determinar o objeto aceito como pagamento⁴.

Teoricamente, qualquer agente privado pode emitir *tokens* de dívida para realizar transações. E estes poderiam ser utilizados como moeda pelo restante da sociedade, bastando que os indivíduos tenham confiança de que conseguirão passá-lo adiante, isto é, de que serão amplamente aceitos como meio de pagamento (DALTO *et al.*, 2020). Porém, a escola cartalista enxerga o Estado soberano como o agente efetivamente capaz de gerar uma convenção social ampla, de modo a assumir que a moeda surge pela escolha estatal de uma unidade de conta seguida da determinação sobre um objeto a ser aceito como meio de pagamento nos escritórios públicos (WRAY, 1998; DALTO *et al.*, 2020).

Na ótica da MMT, a cobrança de impostos é um elemento chave que possibilita o Estado fazer de seu próprio *token* de dívida a moeda universalmente aceita. Através da taxaço, ele espria uma obrigação por toda sociedade e gera uma demanda permanente pelo dinheiro emitido, uma vez que os indivíduos buscarão obter este que é um meio de pagamento para a liquidaço do débito tributário. Esta interpretaço, designada pela expresso “*taxes drive money*”, ao postular que a própria moeda definida pelo Estado corresponde à uma dívida, integra por completo o Cartalismo original de Knapp à visào creditícia da moeda de Innes (AGGIO, DA ROCHA, 2009). Trata-se de uma particularidade introduzida pela MMT, que a levou a ser também designada como Neocartalismo (DALTO *et al.*, 2020).

² Objeto de natureza simbólica e representativa.

³ Nome que deriva do latim “*charta*”, que se traduz por “papel” ou “carta”, mas pode ser entendido neste contexto como *token* ou *ticket*.

⁴ Na denominação “Teoria Monetária Moderna” (ou “Teoria da Moeda Moderna”), o adjetivo “moderna” faz referência à “moeda moderna”, a qual se trata justamente da moeda enquanto criatura do Estado, que é a moeda existente “há pelo menos quatro mil anos”, conforme constatado por Keynes. Ou seja, trata-se de um trocadilho lúdico e proposital realizado pelos autores da MMT.

Bancos privados também emitem sua “moeda-dívida” quando realizam empréstimos, criando, *ex-nihilo*, saldos em depósitos bancários, os quais são amplamente aceitos como meio de pagamento pelas firmas e famílias (WRAY, 1998, 2015). Entretanto, os bancos prometem converter estes saldos em moeda estatal a qualquer momento, além deles utilizarem-na para liquidarem obrigações entre si (na forma de reservas bancárias). A moeda emitida pela autoridade soberana possui, dessa forma, um status mais elevado. Existiria uma hierarquia de dívidas, que pode ser imaginada na forma de pirâmide, em que o topo é ocupado pela moeda estatal, que seria a “*high-powered money*” (HPM), o meio capaz de liquidar todas as transações econômicas no território soberano. Na base da pirâmide, estão os *IOU's*⁵ de firmas e famílias, que geralmente são concedidas na forma de empréstimos tomados diante de instituições financeiras. Em troca, as firmas e famílias recebem destas instituições saldos em depósitos bancários, os quais serão por elas utilizados na liquidação das transações entre si. Tais depósitos constituem os *IOU's* bancos, as quais então completam a hierarquia ocupando posição intermediária na pirâmide (DALTO *et al.*, 2020; WRAY, 1998, 2015).

Em suma, a moeda pode ser entendida como uma tecnologia que manifesta uma relação social de poder, expressa na desigualdade entre uma entidade credora e outra devedora. Comparando com a abordagem metalista, onde a moeda é em primeiro lugar um meio de troca, no Cartalismo a função fundamental passa a ser a de unidade de conta (RESENDE, 2019). O comércio também não se trata mais de meras transações que se esgotam assim que moeda e mercadoria trocam de mãos; agora constitui-se de relações sociais envolvendo a contração de direitos e obrigações que se prolongam no tempo e no espaço, e que serão saldadas através de um meio de pagamento. Por esta razão, a moeda não pode ser tomada como um elemento neutro que apenas encobre o intercâmbio de bens; sua presença é essencial para a liquidação de débitos, para fechar o elo entre os agentes no circuito produtivo e viabilizar o fluxo de mercadorias (WRAY, 2000). Como todo esse cenário envolve uma complexa rede de relações e convenções sociais, inevitavelmente a autoridade política toma o protagonismo histórico que antes pertencia ao mercado. O desenvolvimento do mercado, do estágio primitivo de escambo até sua fase monetária mais complexa, não é mais uma força espontânea e independente, e sim um efeito, um resultado posterior, derivado do avanço das relações político-sociais e do próprio advento da moeda. (WRAY, 2012).

A MMT considera um Estado como monetariamente soberano se ele for capaz de tributar e gastar na moeda que ele próprio emite, denominada na unidade de conta que ele

⁵ Do inglês “I owe you”, que significa um registro escrito reconhecendo uma dívida.

escolheu. Caso o Estado prometa converter esta moeda, seja ao ouro, prata, moeda estrangeira, ou qualquer outra coisa, seu volume de emissão e gastos estaria restrito em proporção à sua capacidade de obter este meio necessário para cumprir sua promessa. Em contraste, não havendo qualquer conversibilidade implica que o governo pode realizar qualquer pagamento apenas pela via da emissão monetária. Ou seja, ele poderia adquirir qualquer bem ou serviço à venda na unidade de conta nacional e não necessitaria arrecadar impostos antes de realizar os gastos. Tampouco necessitaria tomar dinheiro emprestado ao setor privado, emitindo títulos de dívida pública para tal. Em outras palavras, o governo monetariamente soberano e que opte pela não-conversibilidade, não sofre restrição orçamentária e nem corre risco de ficar sem condições de arcar com suas obrigações financeiras, desde que estas sejam denominadas em moeda soberana nacional (DALTO *et al.*, 2020; RESENDE, 2019; WRAY, 1998, 2000, 2015).

Consideramos ser esta uma afirmação central dentro do esquema teórico da MMT, sobre a qual será dedicada a análise contida no presente trabalho. É importante ressaltar, porém, que afirmar a inexistência de restrição financeira não significa que o governo possa gastar infinitamente sem que se gerem consequências; existem, ainda, restrições de outras naturezas:

Enquanto nossos críticos afirmam que a MMT defende a entrega das finanças do Governo para a impressão de dinheiro do Banco Central – portanto, promove a hiperinflação -, na realidade, a MMT simplesmente revive o entendimento mais antigo de que o Governo soberano que emite sua própria moeda não enfrenta uma restrição financeira externa. Ele enfrenta restrições de recursos, restrições de inflação relacionadas a restrições de recursos e restrições políticas. (WRAY, prefácio em DALTO *et al.*, p. 7, 2020)

1.2 Política econômica – fiscal e monetária – sob a ótica das Finanças Funcionais

Sendo o governo o único emissor da moeda HPM, então é logicamente necessário, de modo que os agentes privados tenham moeda em mãos para realizar transações entre si e pagar seus impostos, que o Estado previamente crie moeda e a faça circular através de um gasto. Na visão neocartalista, moeda é criada quando o governo realiza pagamentos de qualquer natureza. De modo oposto, quando o governo recebe pagamentos, a moeda retorna ao setor público e, devido à sua natureza enquanto crédito, podemos dizer que ela é destruída, no sentido de ser contabilmente eliminada de registros financeiros (DALTO *et al.*, 2020; WRAY, 1998, 2015).

Mais adiante, quando explorarmos o funcionamento do sistema monetário e as relações entre Tesouro Nacional e Banco Central, as afirmações sobre o gasto público criar moeda e a arrecadação destruí-la poderão ser compreendidas com maior clareza. Por enquanto, apenas

constatamos que essa observação sobre o funcionamento básico das finanças públicas é coerente com a natureza da moeda enquanto crédito. Para fins de análise, nesta seção a economia será encarada como composta por setores separados (público, privado e externo) para a melhor compreensão das relações macroeconômicas entre eles, enquanto entes agregados. Por exemplo, apesar do setor público poder ser decomposto entre o governo propriamente dito (representado pelo Tesouro Nacional) e autoridade monetária (Banco Central) - e de fato as operações de política fiscal e monetária só podem ser completamente compreendidas considerando a interação entre esses dois entes - o setor será considerado como uma única entidade agregada, embora frise-se que isto não altera e nem compromete a análise em sua essência.

Considerando, portanto, que o gasto público cria moeda e arrecadação a destrói, a quantidade de moeda emitida em determinado período dependerá do resultado fiscal do governo. Déficits públicos acarretariam aumentos na quantidade de moeda na economia, enquanto superávits reduziriam esta quantidade. Ocorrendo realmente um déficit no período, não há necessidade de o governo emitir títulos públicos para se financiar, pois o emissor de moeda não sofre restrição de natureza financeira. Porém, se o setor privado julgar que já possui moeda suficiente para satisfazer suas necessidades, o déficit público levará a um excesso na oferta de moeda. Para eliminar este excesso, o governo poderia aumentar impostos, mas essa opção tem elevado custo político e leva algum tempo para ser implementado. Já a venda de títulos públicos, ao mesmo tempo que retira moeda de circulação, provê uma renda extra ao setor privado na forma do pagamento de juros; e normalmente os agentes privados julgam ser preferível adquirir títulos a ficar com excesso de moeda líquida, que não rende juros.

Do ponto de vista estatal, tanto moeda quanto títulos públicos são dívidas do ente soberano. Dito de outra forma, ambos são passivos financeiros do setor público. A diferença entre os dois é que os títulos rendem juros, enquanto moeda possui liquidez máxima. Desta maneira, política fiscal e a política monetária se confundem. A política fiscal determina a quantidade de moeda que adentra o circuito econômico, algo que tradicionalmente se pensa estar a cargo da política monetária. Já esta última, nos sistemas monetários modernos se trata da determinação da taxa de juros básica vigente no mercado interbancário, cuja meta é definida pelo Banco Central, o qual irá utilizar os títulos públicos como instrumento para controlar a liquidez no sistema bancário e assim manter a taxa básica dentro da meta estabelecida (WRAY, 1998).

1.2.1 análise macroeconômica setorial

Considerando uma economia fechada, onde existem apenas dois setores (setor público e setor privado), é possível estabelecer uma identidade macroeconômica contábil: A soma do resultado financeiro dos dois setores é igual a zero (WRAY, 2015). Dito de outra forma, se em determinado período um dos setores apresentar saldo financeiro positivo, o outro setor terá de apresentar um saldo negativo de igual proporção. O setor público, quando termina um período com orçamento deficitário (nominal), significa que ele foi emissor líquido de passivos financeiros, seja na forma de moeda ou de títulos. Estes dois, por sua vez, acabam em posse do setor privado, onde estarão registrados como ativos financeiros no balanço patrimonial deste setor. Realizando o balanço consolidado da economia como um todo, ativos e passivos se compensam, de modo que os registros se cancelam. Portanto, o déficit do setor público implica em superávit do setor privado, o que significa um acúmulo de ativos financeiros por este setor, ou seja, poupança privada.

Se a análise for feita para uma economia aberta, necessita-se apenas adicionar o setor externo na identidade. A soma do resultado dos três setores seria nula, onde o resultado do setor externo é equivalente ao Saldo de Transações Correntes com sinal negativo. É possível perceber que se um determinado setor for superavitário, pelo menos um dos outros setores será deficitário, de modo que não é possível que os três setores sejam superavitários ao mesmo tempo (WRAY, 2015; DALTO et al., 2020). Caso o setor público seja superavitário, o setor privado só não será deficitário se o Saldo de Transações Correntes for suficientemente elevado para compensar o resultado negativo do setor público. Caso isto não ocorra, e considerando que o setor privado geralmente deseja acumular ativos financeiros, o déficit público então deverá ser a norma orçamentária (WRAY, 1998, p.75).

Tal resultado da análise macroeconômica setorial condiz com a visão neocartalista sobre a necessidade do gasto público para prover meios de pagamento aos agentes econômicos. Percebe-se agora que o orçamento público não apenas não precisa ser equilibrado; seu equilíbrio pode até mesmo não ser desejável. A noção convencional de que um agente deve controlar seus gastos, adequando-o à sua renda, assim evitando o endividamento excessivo e o risco de insolvência, é logicamente coerente para os agentes que são apenas usuários de moeda, uma vez que precisam primeiro ofertar algo para conseguirem adquirir meios de pagamento (DALTO et al., 2020). Contudo, esta exigência não pode ser aplicada da mesma forma para uma entidade emissora de moeda, pois seus gastos afetarão a quantidade disponível de meios

de pagamentos para todos os demais agentes e, conseqüentemente, gerando como efeito colateral impactos no nível de atividade econômica.

1.2.2 finanças saudáveis versus finanças funcionais

A MMT é crítica à visão das “finanças saudáveis”⁶, que recomenda aos governos tentarem operar sob um orçamento relativamente equilibrado, mantendo seus gastos sob controle e de acordo com sua capacidade de arrecadação. Os governos, dessa forma, evitariam o problema do endividamento excessivo ao manterem uma determinada relação dívida/PIB considerada saudável, para assim não haver riscos de calote ou a necessidade de emitir moeda indiscriminadamente para arcar com suas obrigações, o que supostamente resultaria em hiperinflação. Em oposição, a MMT adota a visão das Finanças Funcionais, comum à escola pós-keynesiana e cujo fundador é o economista Abba Lerner. Esta teoria postula que o orçamento público, por ter capacidade de afetar o nível de atividade, emprego e inflação, deve ser encarado como um instrumento de política econômica e utilizado conforme os objetivos determinados pelo governo e pela sociedade.

As Finanças Funcionais partem da premissa keynesiana de que, em nível macroeconômico, o gasto é o determinante da renda. Esta noção advém diretamente do Princípio da Demanda Efetiva, o qual estabelece um sentido de causalidade na identidade macroeconômica básica entre demanda e oferta agregadas (KEYNES, 1937). No caso, a causalidade ocorre partindo da demanda em direção à oferta, isto é, a demanda agregada determinando o nível de oferta agregada (GERIONI, 2020). Conseqüentemente, o gasto do setor público, por afetar o nível de dispêndio agregado da economia, constitui um dos determinantes da atividade econômica.

De forma geral, a teoria de Lerner recomenda que o governo pratique déficits orçamentários, aumentando gastos ou reduzindo impostos (ou uma combinação de ambos), caso o nível de dispêndio agregado esteja insuficiente, ou seja, a economia esteja operando abaixo do pleno emprego. Opostamente, quando o gasto agregado estiver excessivamente elevado, o que geralmente se traduz em inflação crescente, o governo deve reduzir gastos e/ou aumentar impostos, buscando um superávit orçamentário. Ademais, o Estado não deve recorrer à emissão de títulos para se financiar a não ser que o setor privado deseje se desfazer de moeda em troca de títulos que rendam juros. Os títulos públicos devem ser pensados como instrumentos para se

⁶ Expressão traduzida do inglês “*sound finance*”

operar a política monetária de modo a atingir uma taxa de juros condizente com o nível de investimento desejado. Como resumiu Lerner:

In brief, Functional Finance rejects completely the traditional doctrines of "sound finance" and the principle of trying to balance the budget over a solar year or any other arbitrary period. In their place it prescribes: first, the adjustment of total spending (by everybody in the economy, including the government) in order to eliminate both unemployment and inflation, using government spending when total spending is too low and taxation when total spending is too high; second, the adjustment of public holdings of money and of government bonds, by government borrowing or debt repayment, in order to achieve the rate of interest which results in the most desirable level of investment; and, third, the printing, hoarding or destruction of money as needed for carrying out the first two parts of the program. (LERNER, 1943, p. 41)

Conforme afirmado por Wray (1998, p. 76-77), a visão da MMT sobre política fiscal e monetária é praticamente idêntica à da teoria das Finanças Funcionais; a MMT apenas a complementa adicionando três elementos: (i) a análise sobre o papel dos impostos na definição de moeda e sua aceitação pelo público; (ii) uma descrição mais detalhada das relações entre Tesouro Nacional e Banco Central a respeito das operações de liquidação e compensação característicos de um sistema monetário moderno; e (iii) a proposta específica do Estado como empregador de última instância que atuaria para gerar pleno emprego de maneira automática.

Na ótica tradicional sobre finanças governamentais, a análise parte da definição de três fontes principais de financiamento dos gastos: impostos, emissão de títulos e emissão monetária. Estas fontes são vistas como restringindo, *ex-ante*, as possibilidades do gasto público. Ademais, a análise geralmente é acompanhada de uma visão quantitativista de que a emissão monetária tende a ser intrinsecamente inflacionária e constituiria um tipo de imposto velado.

Em contraste, a MMT, em sintonia com a lógica da demanda efetiva, enxerga esse circuito de forma invertida. A sequência, dado que o governo é o único emissor de moeda HPM, começa pelo gasto público, e ocorre sempre via expansão monetária. Já as fontes de arrecadação são vistas como canais por onde a moeda retornará ao Estado (e será destruída), que serão determinados *ex-post* (DALTO et al, 2020, p. 90). Explicitando: dada a injeção de liquidez proveniente do gasto, uma parte retornará na forma de impostos, enquanto o restante permanece no setor privado (assumindo-se um déficit nominal). A partir daí, o setor privado determinará qual parte será utilizada para adquirir títulos públicos e qual parte permanecerá como encaixes líquidos (na forma de reservas bancárias e papel-moeda nas mãos do público), a depender de suas preferências de portfólio.

Caso a moeda injetada como fruto do gasto deficitário seja inteiramente utilizada pelo setor privado para adquirir títulos, ela retornaria integralmente à autoridade emissora, eliminando-se assim o excesso de liquidez. Do contrário, permanecerá, total ou parcialmente, na forma de encaixes líquidos mantidos pelo setor privado. O temor de que o gasto público financiado por emissão direta causaria escalada de preços por conta de um excesso de moeda em circulação pressupõe uma escolha do governo por esta forma de financiamento, incluindo uma recusa pelo financiamento via emissão de títulos. Dessa maneira, resultaria em um indesejado excesso de moeda nas mãos do setor privado, que acabaria entrando em circulação através de gastos com consumo e investimento, resultando em aceleração inflacionária. Tal temor não é compartilhado pelos autores neocartelistas, uma vez que o excesso de liquidez no setor privado não resulta de uma escolha do governo, mas de uma escolha do próprio setor privado por manter encaixes líquidos em detrimento da aquisição de títulos.

Isso não significa que a MMT e a teoria das Finanças Funcionais não se preocupam com inflação. Pelo contrário, Lerner deixa claro que existe a possibilidade de a política fiscal resultar em um nível de dispêndio agregado excessivo, causando aumento generalizado nos preços (WRAY, 2015, p. 194). A diferença é que isto só se manifestaria a partir do ponto em que a economia atingisse o pleno emprego. Abaixo deste nível, o estímulo do gasto na demanda agregada induziria a reutilização da capacidade ociosa, reduzindo desemprego e aumentando a oferta agregada, conforme esperado pelo Princípio da Demanda Efetiva.

A inflação que poderia resultar do excesso de gasto público é vista pela MMT como um fenômeno real, causado pelo aumento de custos decorrente do excesso de utilização dos recursos, e não através da ótica quantitativista, em que ela é encarada como um fenômeno estritamente monetário de excesso de meio circulante (GERIONI, 2020, p. 80). De modo geral, a abordagem monetária moderna utiliza uma teoria heterodoxa da inflação, que a enxerga como resultado de um conflito distributivo entre diferentes classes socioeconômicas, onde governo, capitalistas e trabalhadores disputam pela utilização de recursos escassos, ou seja, por parcelas da renda real agregada, levando a rodadas sucessivas de aumentos de preços e salários (DALTO et al., 2020, p. 163).

1.3 Banco Central e Tesouro Nacional no Sistema Monetário Moderno

Na visão de seus adeptos, a análise sobre as operações do moderno sistema monetário o detalhamento das relações entre Tesouro, Banco Central e bancos privados trata-se de uma das principais contribuições da MMT ao pensamento heterodoxo, além de uma ferramenta fundamental para possibilitar a completa compreensão das conclusões a respeito da inexistência de restrição financeira para governos monetariamente soberanos, da impossibilidade de governos não conseguirem arcar com quaisquer obrigações denominadas na moeda nacional, e portanto a importância da utilização do orçamento público como ferramenta de política econômica, nos moldes recomendados pela teoria das Finanças Funcionais (DALTO et al., 2020).

Apesar de os sistemas monetários nacionais atualmente existentes no mundo possuírem características e modos de operação diferentes a depender do país a ser analisado, existe uma linha geral de funcionamento que é compartilhada pela grande maioria. As diferenças, em grande parte, são em pequenos detalhes operacionais ou então não constituem uma dessemelhança grande o suficiente a ponto de invalidar a descrição a ser realizada nos parágrafos a seguir, tampouco as conclusões analíticas que resultam da descrição.

Quando explicamos, na seção anterior, sobre a existência de uma hierarquia de dívidas, dissemos que os bancos privados são capazes de criar moeda na forma de depósitos bancários, mas que utilizam a moeda estatal (na forma de reservas bancárias) para liquidarem transações entre si, bem como transações com o setor público. Este, por sua vez, nos sistemas monetários modernos, se encontra dividido em duas principais instituições: o Tesouro Nacional, que transaciona com os agentes privados, realizando e recebendo pagamentos, além de emitir títulos de dívida pública; e o Banco Central, a autoridade monetária, única capaz de emitir e destruir moeda HPM, e que atua como intermediário financeiro das transações entre Tesouro e bancos comerciais, bem como das transações destes últimos entre si. Além disso, os sistemas modernos são caracterizados por incumbir a autoridade monetária da determinação da taxa de juros básica de curto prazo e sua manutenção no patamar definido.

O Tesouro Nacional mantém uma conta no Banco Central, que no caso brasileiro chama-se Conta Única do Tesouro (CUT). Os bancos comerciais, por sua vez, mantêm uma conta de reservas junto ao BC, as quais obrigatoriamente precisam manter um saldo mínimo, definido percentualmente em relação ao volume de depósitos à vista que cada banco possui, chamada alíquota compulsória. Ao final de um dia comercial, caso um banco não possua o saldo mínimo

em reservas correspondente ao volume de depósitos, ele precisará tomá-las emprestado junto a outro banco que possui saldos extras, pagando para tanto uma taxa de juros, no chamado mercado interbancário de reservas (DALTO et al., 2020; REZENDE, 2009).

Quando o Tesouro realiza um gasto qualquer, por exemplo um pagamento a uma empresa prestadora de um determinado serviço, o Banco Central debita o valor da CUT e credita, em mesmo valor, a conta de reservas do banco comercial. Este último então finaliza a operação creditando a conta corrente da empresa receptora. Todas essas operações ocorrem na forma de registros contábeis em balanços financeiros.

Se consultássemos os balanços das quatro instituições envolvidas (governo, BC, banco comercial e empresa privada), observaríamos a seguinte situação: primeiramente, o Tesouro registra em seu balanço uma redução no lado do ativo, dado pelo débito no saldo da CUT. Em segundo lugar, o Banco Central registra um débito na CUT e um crédito na conta de reservas do banco receptor. Sendo ambas passivos do BC, significa que os registros se cancelam, ou seja, o resultado do balanço como um todo permanece inalterado. Já o banco comercial recebe um crédito na sua conta de reservas junto ao BC, que constitui um ativo do banco, e registra um crédito na conta da empresa receptora, no lado do passivo. Creditando o mesmo valor em ambos os lados de um balanço, o resultado permanece equilibrado. Por último, a empresa prestadora do serviço tem seu ativo aumentado no valor do crédito na sua conta bancária. No caso em que pagamentos são feitos ao governo, como por exemplo o pagamento de impostos, o processo é semelhante, porém o fluxo se inverte. O Tesouro terminará seu balanço com o lado do ativo aumentado, dado pelo crédito na CUT, e o agente privado que realiza o pagamento terminará seu balanço com o lado do ativo reduzido, dado pelo débito na sua conta bancária (DALTO *et al.*, 2020; WRAY, 2015).

Considerando-se o resultado consolidado de todas essas operações, percebe-se que o resultado do BC não se altera e o do banco comercial permanece em equilíbrio. O Tesouro teve uma redução pelo lado do ativo, dado pelo débito na CUT, enquanto o setor privado teve um aumento pelo lado do ativo, dado pelo crédito na conta bancária da empresa privada. Então, se realizássemos o balanço financeiro da economia como um todo, veríamos que ele permanece inalterado, o que já era esperado por mera identidade contábil, dado o método de registro em partidas dobradas.

Apesar do balanço financeiro do banco privado permanecer em equilíbrio, ocorreu uma elevação no saldo de reservas na sua conta junto ao BC. A princípio, esta elevação tem como contrapartida a redução do saldo na CUT. Porém, o saldo desta é registrado como passivo não-

monetário do Banco Central, não sendo contabilizado em nenhum agregado monetário (M0, M1, M2...). Por esta razão, a MMT identifica que quando o governo realiza um pagamento, ocorre uma expansão de base monetária (M0, composto pela soma das reservas bancárias com o papel-moeda em poder do público); e quando agentes privados realizam pagamentos ao governo, ocorre redução de base monetária. Ou seja, o setor público gasta criando moeda; e quando a moeda retorna, ela é destruída.

Este último resultado independe da ordem com que o governo realiza e recebe pagamentos. É possível que para determinado período arbitrariamente definido, a arrecadação ocorra previamente e em volume superior aos gastos. No entanto, apesar de um governo poder escolher operar suas finanças dessa forma, não há uma real necessidade econômica de que as coisas aconteçam nesta ordem. O importante aqui é que a operacionalização de um gasto, quando analisada per se, numa condição de *ceteris paribus*, ocorre da maneira previamente descrita e resulta em expansão de base monetária. E o inverso também é verdadeiro para a arrecadação.

Em um dia comercial comum, alguns bancos finalizam sua atividade diária possuindo reservas em excesso, enquanto outros registram um déficit. O banco que possui saldos em excesso buscará emprestar, à uma taxa de juros, esse excedente à instituição financeira deficitária que necessita adquirir reservas. Teoricamente, a taxa de juros praticada seria aquela que equilibra demandantes e ofertantes nesse mercado de reservas bancárias. Porém, o Banco Central possui uma meta de juros, com uma banda superior e inferior dentro da qual a taxa é permitida flutuar. Caso ocorra um desequilíbrio no mercado que pressione um ajuste na taxa de juros para além do patamar tolerado pelo BC, este intervirá para restaurar o equilíbrio e manter a taxa no patamar desejado (DALTO et al., 2020; WRAY, 2015).

Se em um determinado dia o governo gastou mais que arrecadou, a tendência, caso tudo o mais se mantenha constante, é que isto produza um excesso de reservas no sistema bancário como um todo, resultando em um desequilíbrio entre demandantes e ofertantes no mercado interbancário, resultando em pressão baixista sobre a taxa de juros. No caso contrário, com o governo operando um superávit no período, ocorreria pressão altista sobre a taxa de juros. Esse impacto do resultado orçamentário sobre o nível de reservas do sistema bancário é denominado *efeito reserva*.

O Banco Central, de forma a impedir flutuações indesejadas na taxa de juros interbancária, precisará intervir para drenar ou injetar reservas no sistema. Tipicamente, o BC possui três instrumentos que impactam a quantidade de reservas: operações de mercado aberto,

operações de redesconto, e determinação do compulsório. As operações de mercado aberto envolvem a negociação de títulos públicos entre o BC e os bancos privados no mercado secundário, e são o instrumento mais comumente utilizado. Tais operações geralmente são na forma de acordos de recompra, denominadas *operações compromissadas*, em que títulos públicos são vendidos pelo BC, com preço descontado, aos bancos comerciais com o compromisso de recompra (normalmente um dia) pelo valor de face. A diferença entre o preço descontado e o valor de face na recompra efetivamente corresponde à taxa de juros da operação. Resumidamente:

On a daily basis, the central bank forecasts the market demand for bank reserves by monitoring the main factors that influence the monetary base and the bank reserves market. To hit the target overnight interest rate, the BCB drains reserves by offering interest-bearing treasury security alternatives to non-interest-bearing reserves, mainly through open market operations. Open market operations (as well as assets and foreign currency sales) have the advantage of immediately affecting the quantity of excess reserves, thereby offsetting daily operating factors that influence bank reserves positions and maintaining the overnight interest rate close to the target. (REZENDE, 2009, p. 86-87)

O resultado fiscal diário do governo, portanto, via efeito reserva, obriga o Banco Central a intervir no mercado interbancário para manter a taxa de juros na meta. E para que o BC possa efetivamente intervir, por exemplo, enxugando a liquidez sistêmica, é necessário que ele possua títulos públicos em sua carteira para realizar as operações de mercado aberto. Em muitos sistemas monetários, incluindo o dos EUA e o do Brasil, o Banco Central é legalmente proibido de comprar títulos diretamente do Tesouro, no mercado primário (REZENDE, 2009; WRAY, 2015). Portanto, se o resultado fiscal for persistentemente deficitário, a quantidade de títulos na carteira do BC tenderá a se reduzir ao longo do tempo, podendo até mesmo zerar, o que impossibilitaria novas intervenções diárias de drenagem. Por isto, torna-se necessário que, de tempos em tempos, o Tesouro emita títulos de dívida e organize sua venda em leilões primários, pois, neste dia, a compra dos títulos por parte dos *dealers* primários reduzirá a quantidade de reservas do sistema e assim propiciará o BC a recompor sua carteira de títulos quando for repor a liquidez (REZENDE, 2009).

Percebe-se que a política monetária é operada por uma regra de preço, e não de quantidade. Ou seja, o Banco Central estipula uma meta para o preço que os bancos emprestam reservas entre si (taxa de juros de curto prazo do mercado interbancário), e para alcançá-la diariamente ele injeta ou drena reservas conforme o necessário. Dessa forma, o BC não possui controle discricionário sobre a base monetária. A quantidade de base monetária criada

dependerá de fatores alheios ao Banco Central, tais como o resultado orçamentário do governo, o saldo do Balanço de Pagamentos (acúmulo de ativos externos pelo BC que são adquiridos creditando reservas) e a demanda por reservas dos bancos comerciais em função da expansão de depósitos. Dito de forma simples, a moeda é endógena, e a taxa de juros, exógena. (BELL, 2000; DALTO et al., 2020; REZENDE, 2009; WRAY, 1998, 2015).

Este último ponto se contrapõe à noção comum de que o Banco Central administra a taxa de juros controlando a quantidade de base monetária, e que a partir desta será determinada a quantidade de moeda circulante (M1), através da expansão de depósitos realizadas pelos bancos em proporção à alíquota compulsória, na famosa relação denominada “multiplicador bancário”. A MMT (e outras vertentes heterodoxas que consideram a moeda como endógena) critica esse ponto, pois enxerga que os bancos realizam empréstimos conforme julgam haver oportunidades de lucro, e somente depois eles buscariam obter as reservas no mercado interbancário; e no caso de haver falta sistêmica de reservas, o BC acomodará a demanda por reservas através dos seus mecanismos operacionais:

[...] the conventional view of a 'deposit multiplier' has reversed the direction of causation: banks do not wait for excess reserves before making loans and creating deposits. Rather, if faced with a creditworthy customer and a demand for a loan, a bank makes the loan. It then operates to obtain reserves as necessary to meet legal requirements. If banks in the aggregate are short of required reserves, the central bank must supply them either through open market purchases or at the discount window; trying to restrict reserves through fewer open market purchases merely forces banks to the window [...] (WRAY, 1998, p. 118)

A partir deste entendimento, reforça-se a noção anteriormente exposta de que nenhuma das formas tradicionais de arrecadação serve como meio de financiar o gasto governamental, e de que a emissão de títulos da dívida pública funciona, na realidade, como instrumento de política monetária por parte do Banco Central, visando minimizar o efeito reserva e a manutenção do patamar desejado da taxa de juros. Reenfatiza-se que políticas fiscal e monetária são indissociáveis, uma vez que o resultado fiscal afeta diretamente a atuação do Banco Central; ambos necessariamente precisam coordenar suas ações (BELL, 2000; REZENDE, 2009; WRAY, 2015). Torna-se mais clara, também, a alegação de que são as preferências de portfólio do setor privado que vão determinar, *a posteriori*, a parcela do gasto deficitário que ficará na forma de títulos públicos que rendem juros ou como base monetária, na forma de saldos líquidos:

Because excess bank reserves do not pay interest, banks are not going to refuse to buy bonds, because they prefer interest-earning alternatives to non-interest-earning excess reserves. If banks refuse to buy bonds, it means simply that they have all the reserves required or desired. In fact, bond sales simply exchange one asset for another. If the government decides to pay interest on reserves balances instead of selling bonds, nothing is changed because, functionally, bonds are reserves that earn interest; there is no difference between the two. [...] Selling securities is merely an interest rate maintenance operation; it is not a “finance” operation. Thus the government publicly held debt can be seen as an interest rate maintenance account. [...] Functionally, the national treasury’s public bond sales and the central bank’s open market operations are actually both part of the monetary policy strategy. (REZENDE, 2009, p. 86-90)

Esta descrição de como ocorrem na prática as operações fiscais e monetárias não impede que os países implementem aquilo que Wray (1998, 2015) classifica como “restrições autoimpostas”, isto é, requerimentos legais que exigem que o sistema e os entes envolvidos atuem seguindo determinada regra, como por exemplo um teto para os gastos ou endividamento públicos. A própria proibição do Banco Central comprar títulos diretamente do Tesouro, ou de simplesmente permitir saldos negativos na Conta Única, é considerado pelo autor como restrições auto infligidas, que não necessariamente precisariam existir. Porém, mesmo existindo, o autor argumenta que isto não altera os elementos básicos da dinâmica operacional e nem as principais conclusões desenhadas pela MMT.

A Teoria da Moeda Moderna, portanto, começando por um reexame da moeda no qual busca-se primeiramente compreender sua essência ontológica, realiza então uma análise geral sobre as políticas fiscal e monetária, utilizando como ferramentas identidades macroeconômicas, princípios básicos de contabilidade e balanços financeiros, além da própria observação e detalhamento dos mecanismos de operação do sistema monetário. Esta investigação tem no entendimento inicial sobre a natureza da moeda seu fio condutor, e desemboca na conclusão central a respeito da inexistência de restrição financeira para um governo monetariamente soberano. Na prática, tal conclusão não significa que o governo pode ou deva gastar o quanto e no que quiser, mas sim que existe um espaço mais amplo do que geralmente se supõe para a sua atuação, em termos de política econômica, na busca de objetivos econômicos e sociais.

2 O debate sobre os postulados centrais

Este capítulo buscará apresentar e analisar algumas das principais discussões entre economistas heterodoxos que ocorreram ao longo das últimas duas décadas acerca das principais e polêmicas afirmações dos proponentes do Neocartalismo. Será colocado foco sobre as críticas levantadas por acadêmicos de pensamento pós-keynesiano cuja linha teórica seguida e premissas adotadas são suficientemente compartilhadas pela MMT. Deste modo, o debate ocorrido nestas últimas décadas possibilitou uma saudável troca de ideias, o que nos permite realizar um exame das principais críticas e respectivas réplicas, na tentativa de esboçar algumas conclusões.

De acordo com Tymoigne e Wray (2013), é possível identificar cinco categorias de críticas à MMT: i) críticas à origem da moeda enquanto criatura do Estado e de sua aceitação como um corolário da cobrança de impostos; ii) divergências na visão sobre política fiscal; iii) divergências na visão sobre política monetária; iv) a relevância para países em desenvolvimento, e v) críticas às políticas econômicas recomendadas pela MMT, em especial a proposta do Estado como empregador de última instância.

Daremos atenção nas próximas seções às críticas do segundo e terceiro tipos. Dentro do campo heterodoxo, os questionamentos sobre a origem da moeda e de sua aceitação, embora tenham relevância devido à centralidade do tema no arcabouço teórico da MMT, tendem a girar em torno de bases comuns - onde as partes geralmente aceitam alguma variante da teoria creditícia da moeda e/ou da teoria cartalista – sendo as divergências, portanto, relativamente reduzidas, e julgamos serem de pouco impacto para o debate no geral. As críticas do quinto tipo, sobre recomendações de política, não serão tratadas pelo motivo já exposto a respeito deste trabalho ser focado na parte descritiva da MMT. Já a quarta categoria, que interroga sobre os impactos no setor externo e a relevância para os países periféricos, será o tema do próximo capítulo; por esta razão abstrairemos o setor externo por enquanto.

Os economistas pós-keynesianos geralmente concordam com a ideia de o Estado utilizar as políticas fiscal e monetária como instrumento para regular e estimular a atividade econômica; e especialmente em momentos de baixa do ciclo econômico a preferência geral é pela política fiscal expansionista, uma vez que a eficácia da política monetária esbarraria na desconfiança dos agentes em tempos de maior incerteza. Por esta razão, as críticas à MMT aqui selecionadas não girarão em torno das tradicionais e populares discussões sobre a eficácia dos gastos públicos em tempos de crise vis-à-vis uma política de austeridade. Elas se concentrarão sobre as

afirmações polêmicas que contrariam o senso comum e soam estranhas mesmo para ouvidos heterodoxos já acostumados a pensar fora dos limites impostos pelo *mainstream*. Afirmações como “o Estado gasta primeiro, via emissão monetária, e arrecada depois, destruindo moeda”; “Impostos e títulos públicos não financiam o governo”; “Política fiscal e monetária são indissociáveis e, portanto, a independência do BC não existe na prática”; dentre outras.

Conforme explicado no primeiro capítulo, estas alegações se erguem sobre a descrição das relações institucionais e operacionais entre os principais órgãos de um sistema monetário moderno. E, logicamente, elas desembocam na tese central da MMT de que um Estado monetariamente soberano não sofre restrições de natureza financeira. Portanto, ao questionarem tais alegações, os críticos adotam um posicionamento cético quanto a validade da tese central e seus argumentos são geralmente focados em desconstruir aquela descrição.

2.1 A controvérsia em torno da consolidação

By consolidating the Fed and Treasury balance sheets, one sees that in reality, the Treasury cannot withdraw taxes from the economy before spending - any transfer of tax accounts from the private economy to the government's balance sheet must be exactly offset by government provision of an equivalent amount of 'fiat money' through use of the Fed's balance sheet. In any case, as government is the only supplier of fiat money, it cannot receive in taxes fiat money that it has not provided to private markets. The original source of all fiat money must be the (consolidated) government, and the coordination between the Treasury and central bank is required to maintain reserves. (WRAY, 1998, p. 78)

Desde o princípio, o trabalho de divulgação da MMT pelos seus proponentes é marcado por algumas frases de impacto e geradoras de controvérsias, especialmente as explicações a respeito do funcionamento das finanças públicas no que concerne a natureza do financiamento dos gastos e das formas de arrecadação. Por exemplo, no capítulo anterior afirmamos que “moeda é criada quando o governo realiza pagamentos de qualquer natureza. (...) quando o governo recebe pagamentos, a moeda (...) é destruída”. Frases como essa podem passar a impressão de que o governo é uma entidade monolítica, onde um só órgão ou grupo de indivíduos seria responsável por emitir moeda, realizar gastos, impor tributos, arrecadar, e ainda legislar sobre todas essas matérias.

Na realidade, afirmações desse tipo possuem, geralmente de forma implícita, a premissa de que o Banco Central e o Tesouro Nacional são órgãos que constituem partes do mesmo ente, o Estado. Na prática, os sistemas modernos costumam separar as funções de autoridade fiscal e de autoridade monetária, embora no passado em muitos casos fosse comum não haver essa

separação (WRAY, 1998, 2015). Além disso, é comum existir uma série de regras e procedimentos que regulam as institucionalidades entre Tesouros e Bancos Centrais, limitando as atuações de cada um. Por este motivo, selecionamos alguns autores importantes que têm questionado a maneira como os expoentes da MMT realizam afirmações aparentemente considerando que os sistemas monetários funcionam a partir da atuação de um “governo consolidado” (na expressão de Wray em citação que abre esta seção). Apesar de alguns autores perceberem que a MMT utiliza a consolidação não como uma descrição da realidade, mas como recurso didático, ainda ocorrem divergências em torno da forma como ela é utilizada e das conclusões extraídas.

Uma das críticas mais relevantes foi realizada por Lavoie (2013). De início, ele admite que consolidar os balanços do Tesouro e do Banco Central pode ser uma ferramenta analítica válida em certos casos, porém se mostra cético em relação à sua utilização enquanto recurso para evidenciar alegações polêmicas como “(...) *government spends simply by crediting a private-sector-bank account at the central bank; that the government does (not) need to borrow to deficit-spend; and that taxes do not finance government expenditures*” (Lavoie, 2013, p. 1).

No entendimento do autor, essa narrativa apenas seria válida nas circunstâncias em que ao BC fosse permitido financiar diretamente o Tesouro através da compra de títulos públicos no mercado primário, ou então autorizando a contração de saldos negativos na conta do Tesouro (CUT). Neste cenário institucional, o primeiro passo nas operações de financiamento público seria o BC adquirir, como ativo em seu balanço, títulos públicos, e creditar, no lado do passivo, a CUT. Dessa forma, a consolidação de balanços apenas omitiria este primeiro passo, por ser uma operação interna ao ente consolidado.

Entretanto, em muitos países, como nos EUA e no Brasil, o Banco Central é proibido de financiar diretamente o Tesouro, sendo permitida apenas a aquisição e venda de títulos através do mercado secundário. Portanto, para realizar um gasto, o Tesouro necessita primeiramente adquirir saldos na CUT junto ao setor privado, seja arrecadando impostos, ou, no caso de um gasto deficitário, vendendo títulos de dívida no mercado primário, onde algumas poucas instituições financeiras, (*dealers* primários) são autorizadas a participar dos leilões de venda⁷. Desta forma, Lavoie parece admitir que a regra vigente faz com que, na prática, os impostos e o endividamento realmente financiem os gastos do Tesouro, tornando a afirmação da MMT contraditória com os fatos institucionais.

⁷ Excluindo, por simplificação e sem importância absoluta, as vendas através do tesouro direto.

Lavoie (2013, p. 11-13) realiza o exercício de construir duas tabelas demonstrando os procedimentos do financiamento público e o resultado dos balancetes do BC e dos bancos comerciais para cada uma das hipóteses possíveis. A primeira tabela utiliza a hipótese da consolidação e permite ao BC comprar títulos no mercado primário. A segunda também adota a consolidação, mas o BC só pode negociar títulos no mercado secundário. Reconhecendo que a regra do Tesouro não poder se financiar diretamente com o BC é “artificial” e autoimposta, ele constata que o resultado final de ambas as tabelas é o mesmo, independentemente de existir ou não a restrição.

O motivo para que em ambos os cenários o resultado seja o mesmo, é a necessidade de atuação do FED em defesa da meta da taxa de juros de curto prazo frente ao efeito reservas. Se o Tesouro estiver constringido por lei a primeiro vender títulos para obter os saldos com os quais realizar gastos deficitários, a venda de títulos no mercado primário acarretará uma queda nos saldos de reservas do sistema bancário, que pressionará a taxa de juros para cima, e o FED intervirá injetando liquidez através das operações de mercado aberto. Quando o governo de fato realizar o gasto, o efeito será inverso, com excesso de reservas no setor privado pressionando a taxa de juros para baixo e sendo drenado pelas operações de mercado aberto a fim de manter a taxa de juros na meta. Esta indiferença na ordenação das etapas em termos de resultado nos balanços dos entes envolvidos já havia sido denunciada pelos proponentes da MMT:

But wait a minute, the critics object, the U.S. government doesn't spend first and sell bonds to drain reserves later; it is financially constrained by the magnitude of its existing deposits. (...) the government first borrows enough to generate a surplus of credits, which can be drawn down later, as deficit spending occurs. (...) Exactly the same effect could be obtained by allowing the Treasury to sell bonds to the Fed, having the Treasury write checks on the created deposit at the Fed, increasing bank reserves when these checks are deposited at private banks, and then draining reserves through a Fed open market sale (...) In other words, if we simplified actual internal accounting procedures, the results on the nongovernment sector would be no different (BELL e WRAY, 2003, p. 6-7)

Ainda uma terceira tabela foi construída por Lavoie (2013, p. 15), possuindo a mesma condição de não financiamento direto pelo BC, porém sem adotar a consolidação. Nela estão presentes todas as operações entre BC e Tesouro que permaneceram ocultas pela consolidação, sendo, portanto, a tabela mais realista de acordo com as institucionalidades vigentes. Ao final do exercício, o autor constata que mesmo incluindo a restrição autoimposta e separando as autoridades fiscal e monetária ainda é perfeitamente possível demonstrar a validade daquilo que, em sua visão, são as reais contribuições da MMT: os efeitos do gasto público sobre a taxa

de juros de curto prazo (efeito reservas) e o papel acomodatório do Banco Central, evidenciando a endogeneidade da moeda. Então se pergunta por qual razão os neochartalistas fazem menção à um elemento “verticalista”, com o governo injetando moeda desde cima através de seus gastos, uma vez que a MMT proclama aceitar a versão horizontalista da moeda endógena, isto é, bancos comerciais emitindo moeda bancária através de empréstimos conforme as necessidades de financiamento das firmas e famílias, e o BC acomodando essa demanda por reservas.

Por fim, Lavoie se questiona “(...) *if it makes no difference, why do neochartalists insist on presenting their counter-intuitive stories (...)?*” Ele enxerga a retórica da MMT como contraproducente e deletéria à aceitação de suas contribuições por parte dos colegas acadêmicos:

Neo-chartalists made an important contribution to monetary theory by showing that the neoclassical story was counter-factual and did not correspond to actual institutions. But MMT now brings itself to an end with a theory dependent on the counter-factual consolidation of the government and the central bank. (...) The consolidation premise does not describe reality and it twists standard terminology. (LAVOIE, 2013, p. 23)

Fiebiger (2012) argumenta na mesma linha, considerando a consolidação um artifício que obscurece certas operações, as quais se encaradas com a devida atenção evidenciariam que os gastos públicos não criam moeda. O autor pretende mostrar que não há sentido em utilizar uma retórica onde o Tesouro é colocado como emissor de moeda: “*it must be recognized that the main ‘source’ of HPM is the central bank*” (2012, p. 7-8) Ele atenta para o fato de que quando o governo realiza um gasto, a quantidade de reservas no sistema bancário aumenta, porém o saldo da CUT, passivo do BC, é reduzido na mesma proporção. E tal saldo adveio do setor privado, através do pagamento de impostos e da compra de títulos de dívida pública; porém, o setor privado não cria saldos, em última instância eles só podem ter origem na atuação do Banco Central. Apesar da CUT não ser contabilizada em nenhum agregado monetário, em sua visão isto não justificaria dizer que moeda foi criada quando o gasto é realizado:

Bell’s (2000, p. 615) claim that the Treasury emits ‘money’ when it spends pivots on the observation that the Treasury writes checks on an account held at the Federal Reserve “that does not comprise part of the money supply or high-powered money.” The belief here is that classifications of monetary aggregates provide “accounting identities” suitable for making theoretical claims about the processes of money creation. So in MMT ‘money’ is only ‘money’ if statisticians ‘count’ it. (Fiebiger, 2012, p. 7)

Argumentação semelhante, embora frisando aspectos de natureza teórica, já havia sido realizada por Gnos e Rochon (2002), quando afirmaram que o principal problema da MMT era equalizar moeda do BC com moeda do Tesouro. O Banco Central, como todo banco, exerce uma função de intermediário. Ele realiza a conversão entre dinheiro dos bancos comerciais (depósitos - *IOU* dos bancos) e dinheiro do Tesouro (títulos públicos – *IOU* do Tesouro), utilizando sua própria moeda (reservas – *IOU* do BC). Dessa forma, não seria correto dizer que “o governo gasta emitindo moeda e o público a aceita para pagar impostos”; na verdade o Tesouro gasta utilizando a moeda do BC e o público paga impostos utilizando moeda bancária, enquanto o BC realiza a intermediação entre os dois. Portanto, o autor enxerga o recurso da consolidação como desprovido de sentido teórico, sendo mais coerente tratar a autoridade monetária e a autoridade fiscal como entes separados.

2.2 O Circuito Monetário

A Teoria do Circuito Monetário (TCM) tem por base a ideia de que o dinheiro, nas economias capitalistas modernas, consiste em saldos registrados em balanços contábeis dos agentes participantes de uma transação, viabilizada por meio de uma obrigação financeira (passivo) de um terceiro agente (um banco), a qual vem a existência quando este realiza empréstimos; a partir de então é transferido de um agente para outro (por via de registros em balanços) possibilitando a produção e circulação de bens e serviços, e cessa de existir quando os empréstimos são pagos e a obrigação é contabilmente eliminada dos registros financeiros (BOUGRINE, SECARECCIA, 2002). A moeda, portanto, realiza um fluxo circular, onde o ponto de partida é a sua gênese pelo agente emissor e o ponto final é quando ela retorna ao mesmo e é “destruída”. Quando isto ocorre, tem-se por encerrado um período produtivo, e o próximo inicia-se com nova rodada de empréstimos e emissão.

O modelo mais simples de circuito é construído pressupondo-se somente três agentes: bancos, firmas e famílias (GRAZIANI, 2003). O período inicia-se com a chamada fase de fluxo, onde os bancos criam moeda quando financiam as firmas, possibilitando-as arcar com os custos iniciais de produção e pagarem salários aos trabalhadores, os quais utilizam esta renda para consumir a produção e assim geram a receita que possibilitará às firmas quitarem seu débito inicial com os bancos, na chamada fase de refluxo. Este circuito pressupõe que a quantidade de moeda emitida a cada rodada é determinada endogenamente, isto é, dependerá das necessidades de financiamento das firmas, cujas decisões de quanto produzir são determinadas pelas

expectativas de consumo, conforme a lógica da Demanda Efetiva (ARESTIS, SAWYER, 2006; CESARATTO, 2016). A TCM pode ser encarada como uma tentativa de integrar a abordagem da moeda endógena ao PDE (GERIONI, 2020).

Neste quadro, o nível de produto a cada período é determinado pelos componentes autônomos da demanda agregada, como investimento e consumo autônomo das famílias; enquanto consumo induzido e poupança são componentes residuais, determinados pelo processo do multiplicador dos gastos e da renda (CESARATTO, 2016). Assim, os gastos autônomos na lógica do circuito precedem os demais e necessitam *financiamento inicial*, que será provido pelos bancos, na forma de empréstimos às firmas. Dessa forma, a produção é financiada *ex-ante* via emissão de moeda endógena, enquanto a poupança pode ser encarada como um *financiamento final*⁸, ocorrendo de forma *ex-post* (CESARATTO, 2016; FULLWILER et al, 2011; TYMOIGNE, WRAY 2013).

O intuito da MMT seria estender esta lógica do circuito monetário simples às finanças públicas, onde o Estado se financiaria inicialmente via criação de moeda pelo Banco Central, enquanto a arrecadação de impostos e o endividamento ocorreriam *ex-post*, constituindo o financiamento final. Autores circuitistas simpáticos a este esforço, como Parguez (2002), Bougrine e Secareccia (2002) e Cesaratto (2016, 2017) consideram-no consistente com a tese Keynesiana do multiplicador de gastos e com a lógica da Demanda Efetiva. O gasto público seria um componente autônomo da demanda agregada e ocorreria primeiro dentro do circuito, seguido por uma série de gastos internos ao setor privado, os quais através do processo multiplicador possibilitarão aos agentes obter a renda a ser utilizada no pagamento de impostos e na formação de poupança, os quais financiarão, *a posteriori*, o gasto inicial (CESARATTO, 2016, p. 51).

Tymoigne e Wray (2013) tentam responder aos críticos utilizando esta lógica do circuito monetário aplicada às finanças públicas. Primeiramente, elaboram um modelo de economia fechada onde existe somente dois entes: (i) o governo central, que congrega as funções fiscal e monetária; e (ii) o setor privado doméstico⁹. A dinâmica é simples: O governo cria moeda e realiza gastos para adquirir bens e serviços produzidos pelo setor privado; a moeda então penetra neste setor, circula internamente, e retorna ao governo quando tributos são pagos. Este, se estiver livre de quaisquer amarras institucionais, poderá arcar com quaisquer pagamentos

⁸ Os termos em inglês “financing” e “funding” são utilizados pelos autores circuitistas para distinguir o financiamento inicial e final, respectivamente.

⁹ Inicialmente os autores apresentam como segundo setor os “outros”, que designa todos os usuários de moeda, incluindo governos locais (estados da federação), estrangeiros etc. Logo depois restringem-no ao setor privado doméstico, para simplificar.

nesta moeda (assumindo que o setor privado esteja sempre disposto a aceitá-la). Os autores justificam a apresentação deste modelo simples por corresponder a diversos casos históricos (destacam o experimento na colônia de Massachussets no século 17), além de tornar nítida a distinção entre emissor e usuários de moeda, com a conclusão de que aquele precisa gastar primeiro para que estes obtenham moeda.

Realizando os balanços financeiros do dois setores participantes do circuito constata-se que, para o setor privado doméstico ter um superávit e acumular ativos financeiros em dado período (no caso, acumular moeda), o governo central precisará gastar (e emitir) mais do que arrecada com impostos. O déficit fiscal, portanto, é determinado pelo desejo de poupança do setor privado. Se, existindo este desejo, o setor público insistir em realizar superávits, o setor privado diminuirá seu nível de gastos autônomos de modo a tentar realizar a poupança desejada. O resultado de um menor nível de gastos autônomos é deprimir a atividade econômica, isto é, ocorre um ajuste pelo lado da renda. Esta queda no produto e renda agregadas, por sua vez, tende a ocasionar uma menor arrecadação de impostos do setor público, o que reestabeleceria o déficit governamental, tornando-o compatível com o desejo de poupança privada. Se o governo tentar combater este déficit, cortando gastos e/ou aumentando impostos, novos ajustes ocorrerão, de acordo com a sequência descrita, e a economia não escapará do ciclo depressivo. Os autores destacam que esta é a principal conclusão do exercício hipotético para fins de política econômica (TYMOIGNE, WRAY, 2013, p. 17).

A análise prossegue com a remoção da premissa da consolidação, desagregando o setor público em Tesouro e Banco Central. Com isso, temos um esquema em que há três fontes de injeção de moeda HPM (reservas e papel-moeda) no setor privado e três fontes de remoção. Como fontes de injeção, temos: adiantamentos, compra de ativos financeiros e compra de bens e serviços. Para simplificar, assumimos que os dois primeiros são realizados apenas pelo BC enquanto política monetária, e o terceiro é realizado pelo Tesouro na dimensão fiscal. E as fontes de remoção de moeda são: pagamento dos adiantamentos, tributos e venda de ativos financeiros (títulos)¹⁰.

O que os autores buscarão demonstrar é que a proibição ou permissão do BC financiar diretamente o Tesouro é algo de pouca relevância, pois estas operações não causam a entrada ou saída de moeda HPM no setor privado; sendo que são estas entradas e saídas que realmente importam para a compreensão do circuito e suas conclusões práticas (TYMOIGNE, WRAY,

¹⁰ Os autores incluem uma quarta modalidade de remoção: a venda de bens e serviços por parte do governo, a qual removemos para simplificar a exposição

2013, p. 22). No caso em que de fato existe a proibição, o Tesouro precisaria, na prática, adquirir saldos na sua conta junto ao BC para poder gastar, removendo saldos monetários do setor privado pela via de impostos ou venda de títulos.

Seria então legítimo afirmar – como alguns críticos da MMT fazem - que esta proibição formal implica que impostos e venda de títulos ocorrem antes do gasto público, financiando-o *ex-ante*? Pela lógica do circuito, a moeda utilizada pelo setor privado para pagar impostos e comprar títulos precisa antes ter sido emitida, e o único emissor de moeda HPM é o Banco Central. Neste ponto, Fiebigger (2012) tem razão em alertar para não tratar o Tesouro como entidade emissora. Porém, não basta a moeda ser emitida, ela precisa chegar às mãos dos agentes privados, através de uma das fontes de injeção apontadas.

Como evidenciado pelas fontes de remoção, os adiantamentos do BC precisam ser pagos em algum momento. Empréstimos de reservas ao setor bancário via redesconto precisam ser pagos, e operações compromissadas, revertidas. E ainda há a incidência de juros nessas operações. Dessa forma, os adiantamentos não podem ser uma fonte de injeção que cause acúmulo de ativos financeiros (moeda e/ou títulos) no setor privado ao final de cada período do circuito. Adicionalmente, os adiantamentos realizados via operações compromissadas pressupõem que os bancos privados já possuam títulos públicos em suas carteiras, o que significa que eles os adquiriram em algum momento no passado. Se não foi durante o período hipotético em questão, necessariamente em algum período anterior. Para não cair em regressão infinita, podemos descartar esta modalidade de injeção monetária como uma possibilidade de ponto de partida.

Já a compra de ativos do setor privado pelo BC, independentemente da classe de ativos que são negociados – títulos de prazo mais longo, *securities* corporativas, ações, etc (*Quantitative Easing* - QE), seria uma fonte de moeda HPM em teoria capaz de possibilitar o pagamento de impostos e ainda permitir o acúmulo de ativos financeiros. A questão é que este tipo de operação geralmente ocorre em momentos específicos, tipicamente em crises financeiras; em tempos normais a política monetária costuma restringir-se às operações de curto prazo visando manter a meta da taxa de juros básica. Além do mais, faria pouco sentido pensar que, num mesmo período, o BC precisaria comprar ativos do setor privado apenas para no final o setor privado utilizar a moeda para adquirir novos ativos, e ainda em maior quantidade para que termine com acúmulo (a não ser que estejamos tratando de um período demasiadamente longo). Sabemos por experiência com o QE na crise financeira global de 2008, que o setor

privado tende a manter estes saldos na forma de reservas paradas no sistema bancário, ao menos enquanto dure o cenário de crise e incerteza.

Portanto, em condições normais, a fonte de injeção responsável pela acumulação de ativos financeiros por parte do setor privado ao longo do tempo só poderia ser o gasto do Tesouro com bens e serviços. Esta é a única fonte capaz de alterar a proporção entre ativos reais e ativos financeiros do setor privado e assim gerar a poupança por ele desejada; as demais fontes apenas alteram a composição entre ativos financeiros, trocando moeda por títulos:

Providing advances does not lead to net saving of government currency as financial assets of the domestic private sector increase by the size of the increase in financial liabilities. Stated another way, advances have to be repaid so the gain in government currency is only temporary. Only a government deficit induced by fiscal policy leads to net saving. Monetary policy can change the composition of net saving by substituting currency for other assets, but it cannot change the size of net saving, i.e. the net accumulation of financial assets. A central bank *advances* currency into existence while the Treasury *spends* currency into existence. The difference is important: fiscal policy creates net financial assets; monetary policy only “liquefies” financial assets. (TYMOIGNE, WRAY, 2013, p. 21)

Parece contraditório pensar que o gasto do Tesouro é a fonte para a acumulação final de poupança por parte do setor privado, já que o Banco Central é o único criador de moeda HPM. De acordo com o modelo canônico da TCM, não deveria o circuito iniciar-se pela emissão de moeda através de um empréstimo de um banco? Desse ponto de vista, considerar os adiantamentos do BC como o ponto de partida do circuito parece adequado. Em Fullwiler *et al* (2012), o procedimento completo mostrando como ocorre um gasto deficitário, para o caso dos EUA, é descrito em seis etapas, onde a primeira trata-se justamente do Fed realizando operações compromissadas para gerar liquidez suficiente no sistema bancário como preparativo para o leilão primário:

The Fed undertakes repurchase agreement operations with primary dealers (in which the Fed purchases Treasury securities from primary dealers with a promise to buy them back on a specific date) to ensure sufficient reserve balances are circulating for settlement of the Treasury’s auction (which will debit reserve balances in bank accounts as the Treasury’s account is credited) while also achieving the Fed’s target rate. It is well-known that settlement of Treasury auctions are “high payment flow days” that necessitate a larger quantity of reserve balances circulating than other days, and the Fed accommodates the demand. (FULLWILER *et al*, 2012, p. 22)

Pode parecer que ao colocar esse procedimento como ocorrendo primeiro, os autores estariam reconhecendo que este seria o ponto de partida do circuito monetário. Na realidade, esta etapa só é colocada como a primeira em função da restrição sobre o Tesouro americano de não poder se financiar diretamente com o Fed. O intuito desta enumeração é prevenir o leitor contra a tentação de pensar que, dada a restrição, a primeira etapa passaria a ser o Tesouro vendendo títulos para adquirir saldos monetários com os quais realizar seus gastos (dessa forma o setor privado seria financiador do Tesouro), exatamente como fez Lavoie (2013). Ao colocar a injeção de liquidez do Fed como etapa anterior ao leilão primário, os autores apenas apontam para a obviedade de que os saldos utilizados para a compra dos títulos precisam ter vindo de algum lugar: os adiantamentos do Banco Central. Estes, por sua vez, serão revertidos posteriormente, especificamente na etapa número quatro do esquema apresentado.

Portanto, apesar de serem colocados como a primeira etapa por motivos práticos, isto não significa que os adiantamentos do BC são o ponto de partida do circuito. O circuito monetário é um modelo teórico de fluxo circular, onde qualquer opção a respeito de onde colocar os pontos inicial e final corresponde a uma abstração e, portanto, para defini-los deve-se levar em conta questões teóricas sobre a natureza dos entes envolvidos e das transações entre eles, ao invés de se guiar por meras praticidades e elementos contingentes, como a adoção de certas regras institucionais relativas a um determinado momento histórico e espaço geográfico. Atribuir grande consideração a estes elementos em uma análise teórica seria deixar-se levar pelas aparências e permitir escapar a lógica keynesiana por trás das institucionalidades, como bem observado por Cesaratto:

The stance of MMT proponents is that current institutional arrangements might easily mislead as they are only fictional. For this reason, they defend the aforementioned consolidation as going beyond the institutional fiction consistently with Keynesian (and Kaleckian) logic. Nonetheless, we must filter the appearances of the current institutional setups through the post Keynesian logical lenses and deconstruct the formal fictions in order to demonstrate that the consolidation discloses the real thing beyond the official labyrinths. (CESARATTO, 2016, p. 45)

Apesar do levantamento dos críticos, as exposições da MMT jamais deixaram de levar em conta os aspectos institucionais característicos dos sistemas modernos, apenas não se deixaram enganar por elas. Porém, como lembra Tymoigne (2013), se alguém desejar levar em conta estes aspectos, deve-se atentar para todos eles, incluindo aqueles que permitem ao Tesouro contornar as restrições existentes. O referido autor cita algumas possibilidades nesse sentido existentes nos EUA e mostra que elas de fato já foram utilizadas ou ao menos cogitadas

no passado, tais como a capacidade do Tesouro requerer a cunhagem de moedas (*coins*) de qualquer valor e utilizá-las em seus gastos, bem como a existência de linhas de financiamento especiais e de emergência junto ao Fed (no caso extremo de insucesso nos leilões primários), dentre outras.

A intuição da TCM, a partir do modelo de circuito simples, de postular a criação de moeda como ocorrendo através da geração de um passivo monetário no balanço financeiro dos bancos (empréstimo às firmas), tendo como contraparte a aquisição de um ativo (*IOU* das firmas), pode, na lógica da MMT, ser replicada para o Estado enquanto ente consolidado: o Estado consegue emitir moeda e realizar gastos com ela porque possui um *IOU* dos cidadãos, na forma da dívida tributária. Ou seja, há coerência entre a intuição da TCM e a visão “*taxes drives money*” neocartalista.

No caso em que é permitido ao BC financiar o Tesouro diretamente isto fica evidente mesmo sem recorrer à consolidação, pois da mesma forma que os bancos adiantam recursos monetários às firmas com base na expectativa futura de que estas realizarão vendas, o BC financia o Tesouro (adquirindo títulos de dívida) pois entende que este possui uma “renda” de impostos. A diferença, obviamente, é que no modelo canônico de circuito espera-se que os bancos privados, enquanto agentes em busca de lucro, exijam o pagamento das dívidas e mais juros. Enquanto uma dívida do Tesouro para com o BC não existiria para ser quitada, sua finalidade seria possibilitar a política fiscal e ao mesmo tempo prover instrumentos ao BC para a prática de política monetária, cujas operações consistem em trocar ativos monetários por ativos financeiros na carteira dos agentes privados. Impossibilitar o BC de comprar títulos diretamente do Tesouro não altera a natureza deste fato: a dívida pública existe como contrapartida do desejo do setor privado de acumular ativos financeiros (TYMOIGNE, WRAY, 2013; GERIONI, 2020).

Lembremos que, no modelo canônico de circuito, os bancos criam moeda realizando empréstimos às firmas; estas pagam salários que serão utilizados para comprar a produção; ao final, a firma repaga sua dívida e a moeda é destruída. Portanto, toda a moeda emitida no início é destruída ao final de cada período. Consequentemente, não há como explicar a existência de poupança privada, pois não há sobras para a acumulação de ativos monetários pelo setor não-bancário como um todo. Também seria difícil explicar a existência de lucro das empresas, bem como a cobrança de juros sobre os empréstimos, pois não haveria moeda para pagá-los (GRAZIANI, 2003). Este resultado é um conhecido problema na abordagem circuitista, que levou alguns autores pós-keynesianos a esboçarem certas soluções controversas que geraram

uma série de discussões ao longo dos anos, as quais até hoje não foram totalmente resolvidas (GERIONI, 2020).

Desta forma, as análises da MMT incluindo o governo no circuito monetário é, de acordo com Gerioni (2020), uma importante contribuição à TCM, pois integra a autoridade fiscal à abordagem da moeda endógena, ajudando a solucionar a questão da origem dos recursos da poupança privada, do pagamento de juros aos bancos e do lucro das firmas a partir do estoque de dívida pública. O autor presume que esta seja a razão pela qual a abordagem da MMT foi inicialmente recebida mais favoravelmente por autores circuitistas, como Parguez, Secareccia e Cesaratto, do que por outros pensadores pós-keynesianos.

A suposta menção à um elemento “verticalista” por parte da MMT enquanto ao mesmo tempo professa aceitar a versão horizontalista da moeda endógena – ponto levantado por Lavoie (2013) – não se trata de uma contradição ou confusão de ideias. Apesar do linguajar neocartalista parecer tratar o gasto do Tesouro como uma fonte exógena de injeção de moeda, tal injeção só se concretizará em aumento de agregados monetários ao longo do tempo se ela for “referendada” pelos agentes privados, conforme suas necessidades de gasto e financiamento. Caso estes rejeitem novas injeções, a política monetária tratará de convertê-las em títulos públicos. Ao atentar para este ponto, a MMT consegue compatibilizar a existência do Estado enquanto único emissor de moeda HPM à abordagem da moeda endógena, conforme apontado por Gerioni:

Somente após a contribuição da MMT, que esclareceu a relação entre BC e Tesouro, foi possível estabelecer o nexo entre política fiscal e política monetária, em uma perspectiva compatível com a moeda endógena e com o PDE. (GERIONI, 2020, p. 68)

Adicionalmente, o ponto levantado por Lavoie (2013) a respeito da retórica da MMT ser desnecessária e contraproducente não se sustenta, uma vez que pensar em “o governo gasta primeiro e arrecada depois; impostos e títulos não financiam seus gastos”, além de possuírem consistência lógica, de fato impactam na forma como pensamos a prática de política econômica, conforme Gerioni (2020, p. 68) observa que “não se trata de um mero capricho afirmar que gastos do governo são independentes da arrecadação tributária”. Não apenas isto, mas acreditamos também constituir uma poderosa ferramenta retórica para atrair o público em geral e impactar na esfera política, e o esforço teórico dos neocartalistas e sua crescente popularidade demonstram isso.

Consideramos que o recurso à modelos teóricos com diferentes graus de realismo e abstração é uma ferramenta analítica importante utilizada pelos proponentes da MMT para rebater as questões levantadas pelos críticos. O modelo de circuito com o “governo consolidado” representa o caso mais geral, que abstrai todas as institucionalidades vigentes e nos permite enxergar as essências por detrás das aparências, bem como entender com mais clareza as importantes conclusões práticas para a política econômica apontadas pela MMT (CESARATTO, 2016; GERIONI, 2020). O modelo que desagrega o setor público em Tesouro e BC e permite o financiamento direto deste para aquele, representa o caso intermediário em termos de realismo e abstração. A partir dele ainda é possível enxergar a natureza das relações em jogo.

O modelo sem consolidação e sem financiamento direto trata-se do caso mais restrito, onde o excesso de realismo pode chegar a atrapalhar a compreensão. À luz dos outros dois modelos, é possível perceber que a restrição autoimposta obscurece a natureza das verdadeiras relações em jogo, pois impõe a necessidade de Tesouro e BC cumprirem uma série de procedimentos intermediários, os quais, no fundo, apenas constituem desvios no caminho em direção ao mesmo ponto final (BELL, 2000; BELL, WRAY, 2004; FULLWILLER et al, 2012; TYMOIGNE, WRAY, 2013). Wray e Tymoigne enfatizam como este detalhamento pode ser prejudicial:

MMT argues that the added complexity is counter-productive because it leads to poor understanding among economists, poor modeling, and bad policy choices. Were economists and policy makers to understand that the MMT consolidated case explains the underlying nature of government debt operations, we suggest that all three could be markedly improved. (TYMOIGNE, WRAY, 2013, p. 30)

Ainda assim, no que concerne ao terceiro modelo, o observador atento percebe a intimidade das relações entre Tesouro e Banco Central. As atividades de gasto e arrecadação do Tesouro impactam na quantidade de reservas no sistema bancário, exigindo atuação do BC para manter o patamar desejado da taxa de juros. Ao mesmo tempo, em razão das restrições institucionais, o Tesouro necessita vender títulos públicos para ter saldos disponíveis em sua conta, o que gera a necessidade de o BC prover a liquidez que possibilite as aquisições no leilão primário. Portanto, fica evidente a necessidade de coordenação entre Tesouro e BC, não sendo possível pensar neles como entes completamente independentes, nem as políticas fiscal e monetária como totalmente separadas, tal como gostariam certos críticos da MMT - Gnos e

Rochon (2002), especificamente, colocaram ênfase nesse ponto. A partir desta interdependência prática que a MMT justifica o artifício da consolidação:

Ultimately, the financial operations of the Treasury and the central bank are so intertwined that both of them are constantly in contact to make fiscal and monetary policy run smoothly. The Treasury gets involved in monetary policy and the central bank gets involved in fiscal policy. As such the independence of the central bank is rather limited and it must ultimately financially support the Treasury in one way or another (TYMOIGNE, WRAY, 2013, p. 26).

Portanto, podemos concluir que a abordagem do circuito monetário é um recurso utilizado pela MMT para demonstrar a lógica por detrás das institucionalidades contingentes. O fato de, em uma economia fechada, o setor privado acumular ativos financeiros ao longo do tempo é evidência de que o gasto governamental em bens e serviços é a fonte de injeção que possibilita esta poupança, especificamente na forma de déficits fiscais e, conseqüentemente, no aumento do estoque de dívida pública ao longo do tempo. Por esta razão, pensamos ser justificada, ao menos para o caso de uma economia sem setor externo, a retórica “ousada” da MMT ao afirmar que um governo monetariamente soberano não sofre restrição financeira, não se financia via impostos e nem se endividando – impostos existem para criar demanda pela moeda estatal, e títulos públicos existem para servir de instrumentos de política monetária e satisfazer o desejo de poupança do setor privado provendo uma alternativa que rende juros em substituição aos encaixes líquidos.

3 A MMT em economias abertas

No capítulo anterior abordamos algumas críticas à MMT que focavam especificamente em questões de política fiscal e monetária e que desconsideravam a existência de um setor externo, isto é, relevando o fato que a economia doméstica realiza transações com agentes estrangeiros. Na realidade, porém, as economias domésticas sempre possuem algum grau de abertura para com o exterior. Ainda assim, o recurso à hipótese simplificadora de uma economia fechada é justificado pela razão de que, caso fosse demonstrado que as críticas se sustentam dentro deste quadro restrito (que não foi o nosso caso), necessariamente também seriam válidas para o caso das economias abertas. O oposto, porém, não é verdadeiro e, portanto, existe a necessidade de analisar a validade das afirmações da MMT para o caso real de economias abertas.

No âmbito doméstico, o Estado exerce a autoridade de escolher a unidade de conta e de emitir os instrumentos monetários denominados nesta unidade que serão aceitos como meio de pagamento nos escritórios públicos. Através da tributação, o governo gera uma demanda generalizada por estes instrumentos, propiciando assim a adoção, por parte do setor privado, tanto daquela unidade de conta para denominar valores nos contratos domésticos, como dos instrumentos emitidos pelo Estado como meio de liquidação destes contratos. Contudo, tal autoridade não se estende aos indivíduos que não estão sob sua jurisdição, isto é, aos agentes estrangeiros.

Desta maneira, no âmbito internacional os agentes geralmente não utilizam a moeda doméstica para realizar transações e liquidar contratos. Assim, a moeda emitida pelo Estado não exerce as funções de unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor no cenário global. Conseqüentemente, o postulado de que o Estado pode realizar gastos sem restrição e arcar com quaisquer obrigações financeiras não se aplica àqueles denominados em moeda estrangeira. Com exceção do caso em que a moeda doméstica exerce as três funções destacadas no âmbito internacional – atualmente o caso dos EUA com o dólar americano – todos os demais países estão sujeitos, em maior ou menor grau, a esta limitação.

Em um mundo globalizado, com intenso intercâmbio de bens e serviços, grandes fluxos de investimento internacional, em que nações e empresas se integram em cadeias globais de valor e suas economias se tornam cada vez mais interdependentes, não seria possível pensar questões de política econômica doméstica sem levar em conta os possíveis condicionantes que o setor externo inflige sobre as possibilidades de sua utilização como instrumento para atingir

determinados objetivos econômicos. Devido à essas razões, alguns críticos classificam as análises da MMT como tendo relevância limitada ao caso dos EUA, não se aplicando completamente aos demais países, e até por vezes acusando os autores neocartelistas de terem um olhar centrado na economia deste país e das questões a ela relacionadas.

Este terceiro capítulo tem como objetivo examinar algumas discussões a respeito deste tema que têm ocorrido nos últimos anos, limitando-se novamente àquelas realizadas entre economistas que seguem a linha de pensamento pós-keynesiana. Na primeira seção, apresentaremos brevemente como a questão do setor externo foi abordada nas duas das mais relevantes obras de um dos fundadores da MMT e como esta abordagem evoluiu considerando-se o intervalo de tempo entre as duas obras. Na segunda seção, apresentaremos uma literatura relativamente recente sobre o tema e suas críticas à visão neocartalista. Por último, a terceira seção realizará uma comparação entre a abordagem dos autores ligados à esta literatura e a abordagem da MMT, no intuito de realizar uma síntese e avaliar até que ponto os postulados centrais do Neocartalismo se sustentam no caso das economias abertas.

3.1 Considerações da MMT sobre o setor externo

Em seu primeiro trabalho seminal sobre a Teoria Monetária Moderna, Wray (1998) raramente aborda a questão do setor externo. No entanto, é nítido ao longo da obra que o autor atribui ao fato de o governo realizar gastos em sua própria moeda a razão principal da validade de suas conclusões a respeito das políticas fiscal e monetária. Por dedução, poderíamos entender que um governo que gasta e contrai obrigações denominadas em moeda que ele não emite enfrentaria limitações em suas possibilidades de política econômica. Isto é colocado de forma explícita quando o autor aborda de forma crítica o tema da União Monetária Europeia:

The relation of member countries to the EMU is more similar to the relation of the treasuries of member states of the United States to the Fed than it is of the US Treasury to the Fed. (...) It will be as if each EMU member country were to attempt to operate fiscal policy in a foreign currency; deficit spending will require borrowing in that foreign currency according to the dictates of private markets (...) In this case, rather than having the individual member countries follow the principles of functional finance, it would be the ECB's role to provide the spending required to reach full employment without regard to the principles of so-called 'sound finance' (1998, p. 92-93)

Em outra breve passagem, Wray fala dos gastos e endividamento em moeda estrangeira como causa para a suposta necessidade de governos aderirem à “disciplina de mercado” e

imporem medidas de austeridade sobre a população; porém, coloca a questão como se fosse fruto de uma escolha do governo em adquirir bens e serviços denominados em moeda estrangeira:

Sometimes governments believe that the 'market' forces them to issue foreign-currency-denominated bonds. There is only one case in which this would be true - when the government wishes to purchase goods and services that are not for sale in terms of the domestic fiat money. In this case, the government cannot issue the currency desired by sellers. Nor can it dictate the price it will pay in terms of its own fiat money. Nor can it create the currency to be used in payment for the goods and services. In this one case, the government must sell something (or borrow - which is the sale of an IOU) to obtain the currency required by sellers of the goods and services it would like to obtain. (...) As a result, the government may feel forced to impose austerity on its population to maintain a trade surplus to obtain the needed foreign currency. In this one case, the austerity can be at least partially blamed on 'market discipline'. However, it must be recognized that this is only because the government desired goods and services that were not for sale in the domestic currency. (1998, p. 88)

Como podemos perceber, a passagem acima apenas trata dos gastos e obrigações em moeda estrangeira realizado pelos governos, não fazendo qualquer alusão aos gastos e obrigações dos agentes privados e a possibilidade que estes venham a enfrentar dificuldades em obter moeda estrangeira. Nos capítulos anteriores o autor já havia deixado explícito que as análises presentes na obra dizem respeito majoritariamente a “moeda moderna”, presumindo governos que emitem e gastam em moeda *fiat*. No conceito do autor (1998), moeda *fiat* tem como premissa a completa inconvertibilidade da moeda, incluindo em moeda estrangeira. Portanto, está implícita a ideia de um regime de câmbio flexível, onde os agentes supostamente poderiam sempre trocar a moeda doméstica por moeda estrangeira à taxa de câmbio de equilíbrio de mercado. Entretanto, não há na obra nenhuma discussão sobre regimes cambiais, ou sobre a possibilidade de intensas variações na taxa de câmbio, que poderiam representar dificuldades para os agentes domésticos adquirirem divisas externas e como isto poderia refletir sobre as possibilidades de política econômica exercida pelas autoridades.

Em seu segundo trabalho principal sobre a MMT, originalmente publicado em 2012, Wray (2015) realiza um esforço para preencher esta lacuna relativa ao setor externo. De início, há uma mudança importante a respeito do conceito de soberania monetária¹¹. Na obra anterior, embora o termo não fosse utilizado explicitamente, a ideia de soberania monetária incluía a

¹¹ “um país tem soberania monetária se o Governo tiver a prerrogativa de determinar qual a moeda de conta oficial, de deter o monopólio sobre a emissão do dinheiro emitido na moeda de conta oficial, de impor obrigações não recíprocas (principalmente impostos, mas, também, multas, taxas, tarifas dentre outros) e de decidir o que entregará para realizar pagamentos e transferências ao setor privado” (Dalto, et. al, 2020).

não-conversibilidade; enquanto na segunda obra o autor considera como monetariamente soberano todo Estado que gasta e tributa na moeda que ele próprio emite, incluindo aqueles que prometem conversibilidade (destacando-se aqui a promessa de conversão para uma moeda estrangeira). Com isso, abre-se o espaço para a discussão sobre regimes cambiais e seus impactos sobre as possibilidades de política econômica.

A existência do famoso “trilema” característico do modelo Mundell-Fleming para economias abertas, onde não se pode ter, ao mesmo tempo, regime de câmbio fixo, livre circulação de capitais e autonomia de política monetária (sendo necessário escolher apenas dois dentre esses três), é levado em consideração na referida obra. O autor explica que seria muito difícil para um país fixar sua taxa de câmbio e ao mesmo tempo permitir uma grande mobilidade dos fluxos de capitais, pois a promessa de conversão a uma paridade fixa implica a necessidade de manter um saldo de Transações Correntes superavitário, de modo a possibilitar o acúmulo de reservas internacionais em quantia suficiente para que os agentes externos tenham confiança na capacidade das autoridades manterem a paridade fixa. Em consequência, o governo seria obrigado a conduzir sua política monetária e fiscal de modo a manter um resultado favorável nas contas externas.

Portanto, se um país desejar manter algum espaço para utilizar suas políticas fiscal e monetária conforme os ditames das finanças funcionais, de início ele precisaria escolher entre livre circulação de capitais e regime de câmbio fixo. A imposição de barreiras e medidas de controle sobre os fluxos de capital só é possível até um determinado ponto, de forma que continuaria a ser necessário manter algum acúmulo de reservas internacionais para o país manter a confiança dos agentes na paridade fixa. Quanto maior for a capacidade do país acumular reservas, menor a necessidade de controle de capitais, e vice-versa. Para manter o câmbio fixo, alguma combinação de ambos - de acordo com a capacidade do país ter superávits em Transações Correntes - será sempre necessária na prática.

In practice, many of the trade surplus nations have not freed their capital markets. By controlling capital markets and running trade surpluses, they are able to accumulate a huge “cushion” of international reserves to protect their fixed exchange rate. (WRAY, 2015, p. 129)

Na visão da MMT, a escolha mais simples e que melhor garante a autonomia de política econômica no longo prazo é renunciar ao controle estrito da taxa de câmbio. Na classificação de Wray (2015) dos regimes cambiais de acordo com a preservação de autonomia de política

econômica, o posto mais alto é ocupado pelo regime de câmbio flutuante, o qual preserva a autonomia independentemente da mobilidade de capitais. Em seguida, vem o câmbio administrado (em suas diversas modalidades), onde em geral há menor espaço de política, porém este espaço pode ser ampliado com algum controle sobre a Conta Financeira da Balanço de Pagamentos. Por último, o regime de câmbio fixo é o que entrega menor espaço, pois sempre é preciso manter uma boa quantidade de reservas internacionais, mesmo na presença de controle de capitais.

Apesar desta classificação, Wray (2015, p. 173) reconhece que o regime de câmbio flutuante não necessariamente será sempre a melhor opção e não constitui uma recomendação rígida para todos os países e independente das circunstâncias:

It should be clear from the arguments made in the primer that I believe that floating rates usually *are* in the national interest because they free up domestic policy space. But many nations around the world, especially the developing countries, adopt pegged rates in what they perceive to be their own self-interest.

Compreendendo que muitos países emergentes optam por um regime de câmbio fixo ou administrado em resposta a um desequilíbrio estrutural em suas contas externas, o referido autor avalia que, além da possibilidade de aplicar controle de capitais, existe um leque de políticas que podem ser utilizadas para aumentar sua capacidade de acumular reservas internacionais e assim aumentar o espaço para utilização de política fiscal nestes países:

(...) they can favor policy that generates employment and development without increasing imports (import substitution policies, for example). They can create jobs programs that are labor intensive (so that foreign-made capital equipment is not needed) or programs that provide the output that the newly employed workers need (so that they do not spend their new incomes on imports). Government can favor domestic producers over foreign producers. It can limit its purchases of foreign goods and services to export earnings. It can try to avoid borrowing in foreign currency in order to limit its need to devote foreign currency earnings to interest payments. (WRAY, 2015, p. 217)

De forma geral, podemos dizer que o autor argumenta em favor dos países tentarem conquistar algum espaço fiscal conforme as possibilidades e circunstâncias relativas a cada caso, sem desconsiderar os problemas oriundos do setor externo. Se alguma nação em desenvolvimento julgar que sofre de uma restrição externa tal, a ponto de se ver na necessidade de intervir no mercado cambial para reduzir ou anular oscilações deletérias em sua taxa de câmbio, esta nação deve utilizar as ferramentas disponíveis para tentar expandir seu espaço fiscal, focar na possibilidade de transformações estruturais nas pautas de exportação e de

importação para assim buscar diminuir a própria restrição externa. Dessa forma, com o passar do tempo o país ampliará as possibilidades fiscais ao mesmo tempo que reduzirá o desequilíbrio externo.

Assim, o pensamento neocartalista mantém o entendimento a respeito da relevância dos princípios das finanças funcionais e das verdadeiras possibilidades das políticas fiscal e monetária como ferramentas para atingir objetivos econômicos. Dessa maneira, o reconhecimento de que um governo monetariamente soberano não sofre restrição financeira e não quebra na própria moeda continua sendo encarado como de suma importância para todos os países, desde o emissor de moeda-reserva global (EUA), passando pelos países desenvolvidos e incluindo até aos ditos “emergentes” e subdesenvolvidos que sofrem de restrição externa.

3.2 A Hierarquia Internacional da Moeda e suas críticas

Nos últimos anos, têm surgido uma literatura especificamente voltada para avaliar as relações entre as diversas moedas nacionais dentro do atual Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) e suas consequências para as economias domésticas no que tange as possibilidades de política econômica, impactos no produto, inflação e no desenvolvimento de forma geral. Esta literatura, a qual chamaremos de Hierarquia Internacional da Moeda (HIM), será examinada a partir dos trabalhos de Conti, Prates e Plihon (2014); Palludeto e Abouchdid (2014); Fritz, Paula e Prates (2015, 2018); Vergnhanini e Conti (2017).

A HIM parte de concepções características ao pensamento estruturalista latino-americano a respeito da existência de relações internacionais assimétricas entre países centrais e países periféricos, onde os primeiros se caracterizam pelo elevado grau de desenvolvimento e estrutura produtiva voltada para a produção de bens de alto valor agregado, intensivos em capital, enquanto aqueles se caracterizam pelo baixo grau de desenvolvimento e estrutura voltadas à produção de bens primários, intensivos em mão de obra.

Transpondo essas relações produtivas para a esfera monetária, os países centrais são emissores de moedas que possuem maior aceitação nas transações internacionais, sendo mais demandadas pelos agentes, ou seja, possuem elevada liquidez a nível global. Em contraste, as moedas emitidas pelos países periféricos possuem pouca ou nenhuma aceitação para fins transacionais, e conseqüentemente possuem uma demanda limitada e uma baixa liquidez. Esta diferença, de acordo com os autores da HIM, determinaria uma série de limitações às economias

domésticas dos países periféricos, especificamente no que diz respeito à redução de possibilidades de políticas cambial, monetária e fiscal, o que afetaria os indicadores macroeconômicos e o desenvolvimento de longo prazo destes países.

Na hierarquia monetária identificada pelos autores, o dólar possui o *status* mais elevado, uma vez que somente ele mantém plenamente as três funções típicas da moeda no âmbito internacional, podendo ser tratado como a moeda global propriamente dita. Em seguida, em um segundo patamar aparecem as chamadas *moedas centrais*¹², como o euro, libra esterlina, franco suíço e iene japonês, as quais ainda preservam algumas de suas funções em escala mundial. O terceiro e último patamar é ocupado pelas chamadas *moedas periféricas*, as quais não costumam preservar nenhuma de suas funções internacionalmente. A importância desta classificação é constatar que a liberdade de utilização das políticas econômicas será tanto maior quanto mais alta for a posição da moeda na hierarquia global. Desta forma, os EUA gozariam de completa liberdade; já os países centrais possuiriam, geralmente, um grau de liberdade alto o suficiente para que não se configure como uma restrição externa; enquanto os países periféricos sofreriam de tal restrição.

Apesar de classificadas em conjunto, nem todas as moedas periféricas são iguais, algumas podem possuir um mercado cambial com maior demanda e liquidez que outras; e o mesmo pode ser dito quanto as moedas centrais. De acordo com Conti *et al* (2014), existe uma distinção entre a *liquidez da divisa* e a *liquidez de mercado* das moedas. Algumas moedas periféricas podem possuir mercados cambiais movimentados e de razoável liquidez, no sentido de poderem ser prontamente trocadas por dólares ou outra moeda central, à uma dada taxa de câmbio. Possuem, desta forma, liquidez de mercado. Entretanto, não possuem liquidez da divisa, pois não são utilizadas diretamente em transações internacionais, elas precisam primeiro ser trocadas por dólares ou alguma outra moeda de status superior. É possível para um país aumentar a liquidez de mercado de sua moeda através da desregulamentação financeira e de reformas liberalizantes que facilitem as negociações, reduzam custos transacionais e aumentem o tamanho de seus mercados cambiais. Porém, o mesmo não pode ser dito sobre a liquidez da divisa, a qual é uma característica estrutural da moeda, determinada por fatores majoritariamente exógenos e de longo prazo, relacionados ao grau de importância econômica e geopolítica do país no cenário mundial.

¹² Alguns autores, como Conti (2014), classificam o Euro isoladamente no segundo estágio, à frente das demais moedas centrais e abaixo do dólar. Outros autores incluem ainda o dólar australiano, dólar canadense, e outras moedas no grupo das moedas centrais.

Para um agente internacional se desfazer de um ativo denominado em uma moeda periférica, é necessário primeiro vendê-lo em troca desta moeda e em seguida convertê-la em dólares ou outra moeda central. Isto implica em custos e riscos relacionados à demora, custos de agenciamento, variações cambiais súbitas etc. Portanto, a classificação de uma moeda como periférica significa que sua ausência de liquidez estrutural resulta em maiores custos transacionais e riscos aos agentes internacionais de posse da moeda.

Da mesma forma que no âmbito doméstico os agentes buscam posições mais líquidas em tempos de crise e incerteza, se desfazendo de ativos menos líquidos para adquirir moeda doméstica, nas fases depressivas do ciclo internacional de negócios os agentes procurarão se posicionar em moedas de maior liquidez estrutural em detrimento de ativos menos líquidos. Ocorre, portanto, uma “fuga para a qualidade”, onde os fluxos de capitais saem dos mercados periféricos em busca de maior segurança nos mercados centrais. Em contraste, nos momentos de *boom* do ciclo ocorre um aumento da propensão ao risco, favorecendo a entrada de fluxos de capitais nesses mercados. Conseqüentemente, as taxas de câmbio das moedas periféricas estão sujeitas à maior volatilidade, de acordo com as flutuações cíclicas da economia global e do “humor” dos agentes internacionais.

Desde o fim do sistema Bretton Woods, o SMFI é marcado pela adoção de regimes de câmbio flexíveis, pela abertura dos mercados, desregulamentação financeira e maior mobilidade de capitais. Como resultado, os fluxos de capitais especulativos se tornaram mais volumosos e mais velozes. Esta característica do moderno SMFI acentua ainda mais a volatilidade pró-cíclica dos fluxos direcionados aos países periféricos e das taxas de câmbio de suas moedas. Países centrais estão menos sujeitos à essa volatilidade especulativa por usufruírem de fluxos de capitais mais constantes, em função de possuírem uma estrutura produtiva e um ambiente institucional mais desenvolvidos, conseguindo, portanto, gozar de uma demanda mais estável por suas moedas (CONTI *et al*, 2014).

Neste contexto, muitos países periféricos buscam aumentar a liquidez de mercado de suas moedas através da desregulamentação financeira e de reformas liberalizantes, com o intuito de competir por fluxos de investimento externo para desenvolverem suas estruturas produtivas e conquistarem maior inserção no comércio global. Este movimento pode se configurar como uma faca de dois gumes, uma vez que, no atual contexto de globalização, este movimento tende a atrair uma quantidade elevada de capitais especulativos, que por sua vez aprofundam a vulnerabilidade externa dessas economias, uma vez que a liquidez estrutural que a caracteriza como moeda periférica permanece inalterada. A liquidez de mercado, assim como

as características conjunturais de uma determinada economia periférica, pouco ou nada influenciam no caráter fortemente pró-cíclico dos fluxos de capitais. Isto é, a direção e intensidade destes fluxos seguirão conforme o movimento cíclico global, independentemente das circunstâncias macroeconômicas domésticas do país periférico.

Como resultado, este grupo de países tende a sofrer com uma maior instabilidade e amplitude de variação das suas taxas de câmbio, e tal variação pode configurar uma fonte de instabilidades macroeconômicas. Na fase expansiva do ciclo internacional, a tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio tem impactos negativos sobre os segmentos industriais voltados à exportação. Além disso, a forte entrada de capitais pode levar à contração de um elevado passivo externo líquido, implicando em aumento nas obrigações relacionadas ao pagamento de serviços aos fatores. Enquanto na fase de baixa do ciclo, a desvalorização cambial impacta a capacidade de importação de bens de capitais fundamentais à uma economia em desenvolvimento, bem como a importação de bens de consumo essenciais (CALDENTEY e VERNENGO, 2019). Esse encarecimento dos importados pode impactar os índices de inflação, efeito conhecido como *pass-through*, o qual costuma ser ainda mais intenso em países emergentes (PAULA *et al*, 2015). Também pode resultar em dificuldades para arcar com as obrigações do passivo externo líquido contraído na fase de alta, agora mais onerosas para os agentes domésticos devido ao câmbio desvalorizado. Resumindo, dentre os efeitos negativos da volatilidade cambial em países periféricos, Conti *et al* (2014, p. 25) menciona a “distorção dos preços relativos, o risco de elevação das taxas de inflação, a possibilidade de ocorrência de *currency mismatches*, a redução do horizonte expectacional dos agentes, etc”.

Na visão dos autores da HIM, essa configuração hierárquica das moedas nacionais no SMFI não apenas afeta as taxas de câmbio dos países periféricos, mas também a taxa de juros de suas economias domésticas. Se a taxa de juros for entendida pela ótica keynesiana da preferência pela liquidez, ela pode ser encarada como um prêmio ao agente por renunciar uma posição mais líquida em sua carteira. Transpondo esta visão para o cenário internacional, é natural esperar que as moedas menos líquidas estejam associadas a um prêmio mais elevado, ou seja, as taxas de juros dos países periféricos normalmente devem ser mais elevadas em comparação à taxa de juros dos países centrais (CONTI *et al*, 2014; PAULA *et al*, 2015).

Keynes (1936, capítulo 17) postulou que a remuneração de todo e qualquer ativo em uma economia monetária é determinada basicamente por quatro elementos: i) a variação esperada no preço do ativo (a); ii) a quase-renda esperada (q); iii) o custo de carregamento (c); iv) o prêmio de liquidez (l). Considerando que no cenário internacional a taxa de juros básica

de um país pode ser pensada como a remuneração associada à sua respectiva moeda nacional, então a taxa de juros ótima (aquela que equilibra o mercado de câmbio e torna os rendimentos dos ativos domésticos iguais aos dos ativos internacionais) seria determinada pelos mesmos quatro elementos, onde (a) seria a variação cambial esperada, (q) a taxa de juros básica da economia doméstica, (c) relaciona-se ao grau de abertura externa e mobilidade de fluxos de capital dessa economia, e (l) relaciona-se à liquidez estrutural da moeda, a qual depende de sua posição na hierarquia internacional (PAULA *et al*, 2015).

Para melhor explicar os determinantes do diferencial das taxas de juros entre países centrais e periféricos, Conti *et al* (2014) recorrem à teoria da paridade descoberta das taxas de juros, apenas complementando a tradicional equação adicionando o prêmio pela iliquidez associado à hierarquia internacional de moedas. Assim, os elementos determinantes seriam a variação cambial esperada (VE), a taxa de juros internacional (i^*), o risco-país (RP), e o prêmio pela iliquidez (PI)¹³.

A taxa de juros internacional relaciona-se à preferência pela liquidez da moeda global (dólar) pelos agentes no mercado doméstico (EUA). Isto é, trata-se da taxa de juros básica da economia americana, definida pelo Fed. Já o PI trata-se do prêmio exigido pelo agente internacional por aceitar uma moeda menos líquida que o dólar, portanto refere-se à preferência pela liquidez da divisa. A VE depende tanto de fatores políticos quanto da confiança que os agentes possuem na sua capacidade de previsão da taxa de câmbio, e tal capacidade será menor quanto menor for a liquidez estrutural da moeda. O RP é o prêmio que será exigido pelos agentes por incorrerem em riscos associados à posse da moeda, em que existem basicamente dois tipos: risco político e risco de mercado. O primeiro está relacionado a riscos de mudança no ambiente institucional (impostos, legislação, etc) e ao chamado risco soberano (inadimplência do governo sobre suas obrigações financeiras), enquanto o segundo envolve riscos de variações não esperadas nas taxas de juros e de câmbio. Tais riscos são calculáveis através de probabilidades, diferentemente do prêmio de iliquidez, que por envolver um componente de incerteza não é calculável. Em suma, podemos dizer que o RP se relaciona ao conceito de liquidez de mercado da moeda, e se diferencia do PI, que se relaciona ao conceito de liquidez estrutural.

Portanto, a falta de liquidez estrutural das moedas periféricas são o principal fator que determina a existência de um diferencial de juros permanente entre tais economias e a dos países

¹³ Os autores destacam que não necessariamente concordam com o arcabouço teórico da paridade descoberta de juros, e tampouco estes quatro elementos citados seriam sempre os únicos determinantes das taxas de juros.

centrais; e sua natureza é predominantemente exógena, não podendo ser modificada por reformas de mercado. A mobilidade dos fluxos de capitais internacionais no moderno SMFI implica que esse diferencial de juros não apenas terá uma amplitude maior, mas também uma maior volatilidade das taxas de juros domésticas das economias periféricas (CONTI *et al* 2014; PAULA *et al*, 2015; CONTI e VERGNHANINI, 2017). A razão para isto está no fato de as autoridades monetárias desses países frequentemente necessitarem utilizar a taxa básica de juros como instrumento para atrair capitais ou evitar sua saída, na tentativa de reduzir a volatilidade cambial e assim evitar os efeitos deletérios desta sobre os indicadores macroeconômicos e sobre o desenvolvimento de longo prazo. Desta maneira, os autores da HIM enxergam uma inevitável perda de autonomia da política monetária nesses países.

O famoso “trilema” característico do modelo Mundell-Fleming - já mencionado na seção anterior através da análise da MMT feita por Wray - se transformaria, na visão da HIM, em um “dilema” quando aplicado ao contexto dos países emissores de moeda periférica. Existindo a mobilidade de capitais, já estaria determinada uma perda de autonomia do Banco Central na determinação a taxa básica de juros nessas nações, independentemente do regime de câmbio adotado. Se o regime for de câmbio flexível, os perigos de uma desvalorização cambial abrupta e excessiva, com seus impactos negativos sobre a atividade econômica, seriam preponderantes em subordinar a política monetária à boa saúde do setor externo. Da mesma maneira, em regimes de câmbio fixo a subordinação se dá pelo perigo de uma fuga de capitais, que geraria uma pressão sobre o estoque de reservas internacionais e o conseqüente risco de não conseguir manter a paridade cambial prometida.

Aliado à perda de autonomia na política monetária, alguns trabalhos da literatura HIM, como em Conti e Vergnhanini (2017) e Fritz *et al* (2018), também identificam uma perda semelhante na esfera fiscal. Diante de um elevado fluxo de capitais especulativos, governos ficariam submetidos à disciplina fiscal imposta pelos agentes de mercado. Se os governos de países periféricos tentarem realizar uma política fiscal expansionista, os déficits primários e a trajetória de elevação da dívida pública seriam encarados como um aumento no risco soberano, podendo resultar em rebaixamento de notas ou perda do grau de investimento por agências de *rating*.

Adicionalmente, o estímulo na demanda agregada em decorrência da política fiscal expansionista poderia resultar em aumento das importações e conseqüente déficit em Transações Correntes, o que gera uma expectativa de desvalorização cambial. Assim, através dos canais do aumento no risco-país e da deterioração das expectativas em relação à taxa de

câmbio, existiria o risco de deflagrar uma fuga de capitais, especialmente devido à sua lógica especulativa. Em reação, uma elevação na taxa de juros doméstica pelo BC pode não ser suficiente para conter esta fuga (ou o BC pode avaliar que a elevação necessária seja demasiadamente contracionista), seria necessário aos governos adotarem as medidas de austeridade a fim de conter a demanda e as importações e atendendo aos “anseios” dos agentes de mercado.

Inclusive, nos momentos de expansão do ciclo internacional também haveria, na lógica da HIM, problemas para a realização das políticas monetária e fiscal por parte dos países periféricos. O grande volume de entrada de capitais externos implicaria a necessidade de acumulação de reservas internacionais ao longo dos anos de alta do ciclo, de modo a evitar excessiva apreciação cambial. Para acumular reservas internacionais, o Banco Central realiza a compra de divisas creditando reservas (moeda nacional) no sistema bancário doméstico. Este processo, portanto, causa uma expansão de base monetária, o que resulta em pressão baixista sobre a taxa de juros *overnight* no mercado interbancário. Suponhamos, por exemplo, que o BC pratique um regime de metas de inflação e a taxa de juros vigente foi escolhida com base em regra de Taylor com objetivo de conter a escalada de preços, o BC então se vê na necessidade de defender o patamar vigente, o que implica em realizar a chamada *esterilização*, isto é, a drenagem deste excesso de reservas do sistema através das operações de mercado aberto. Em contrapartida, a necessidade de contínua esterilização implicaria em custos fiscais:

(...) even during the boom phase of the capital flows cycle, the fiscal stance generally is affected adversely. As peripheral emerging economies have to implement foreign reserve accumulation as a defensive and precautionary response to enhance their capacity of restraining speculative attacks in times of capital flows reversals, the need to sterilize the monetary impact of that policy (to counter the downward pressures on the policy rate) results in fiscal costs due the high interest rate differentials (FRITZ et al., 2018, p. 9-10).

Em se tratando de recomendações aos países periféricos, os autores da HIM são contrários àquelas frequentemente vindas de organismos internacionais e de adeptos do *mainstream* econômico, de que estas nações devem realizar reformas liberalizantes que permitam maior mobilidade de capitais, e, como contrapartida, permitir a flutuação cambial como forma de preservar a autonomia de política monetária e de resolver os desequilíbrios do Balanço de Pagamentos. Diante da lógica especulativa dos fluxos de capital, os riscos de variações cambiais intensas e seus impactos sobre a economia doméstica levam a HIM a recomendar que os governos periféricos adotem medidas de controle sobre a Conta Financeira

do Balanço de Pagamentos, impondo barreiras a entrada e saída de capitais visando diminuir o componente especulativo e assim reduzir a volatilidade da taxa de câmbio. Quanto ao regime cambial, a preferência é por algum modelo de câmbio administrado, com intuito de reduzir as oscilações e a amplitude de variação da taxa de câmbio e conduzir as expectativas; para tanto, é necessário que os países busquem acumular reservas internacionais, principalmente na fase expansiva do ciclo global (CONTI *et al*, 2014; PAULA *et al*, 2015; CONTI e VERGNHANINI, 2017).

Como podemos perceber, há substanciais diferenças nas recomendações dos autores da HIM em comparação às da MMT. Enquanto esta assume que o regime de câmbio flutuante é o que permite a maior autonomia das políticas fiscal e monetária, aquela conclui que para economias periféricas o oposto é verdadeiro e recomenda a administração da taxa de câmbio e o controle de capitais. Embora, como destacamos na seção anterior, Wray (2015) reconheça que em face de uma restrição externa os países periféricos podem optar pela intervenção cambial, não há uma opinião taxativa de que esta seria a melhor alternativa. E o autor ainda reitera que tais nações devem buscar reduzir a restrição para se mover em direção à flexibilidade cambial e assim conquistar maior autonomia nas políticas econômicas; ou seja, há uma clara preferência revelada por este regime cambial.

Em contraste, para a HIM existe uma questão estrutural, dada pela hierarquia monetária internacional, que determina a necessidade da administração cambial e redução da mobilidade de capitais pelos países que se encontram em posição inferior na hierarquia, caso queiram ainda preservar algum espaço de políticas fiscal e monetária. Na visão de seus autores, por não perceberem a existência desta hierarquia, os neocartelistas focam quase que exclusivamente na utilização dos princípios das finanças funcionais, o que seria contraproducente para o debate a respeito das escolhas de política nos países periféricos, pois poderia resultar em uma perigosa leniência com a questão externa, gerando efeitos indesejados sobre a atividade econômica e o desenvolvimento destas nações.

3.3 As abordagens HIM e MMT comparadas e uma síntese

Em Wray (2015), sua análise do setor externo parte da premissa de que existe um “trilema”, tal como postulado pelo modelo Mundell-Fleming para economias abertas. Entretanto, este modelo baseia-se em uma concepção de oferta de moeda doméstica exógena, definida pelo Banco Central (MANKIWI, 2010). A explicação acerca da perda de autonomia

monetária (e fiscal) quando um país adota regime de câmbio fixo e livre mobilidade de capitais envolve a variação na oferta monetária quando o Banco Central realiza a intervenção no mercado cambial (por exemplo, compra de divisas decorrente de uma entrada líquida de divisas) e o conseqüente movimento (para baixo) na taxa de juros básica. Em caso de intervenção esterilizadora, o aumento na oferta monetária é cancelado pelas operações de mercado aberto, e com isso a taxa de juros volta ao patamar anterior, porém a consequência é a perda de eficácia da política fiscal, uma vez que sua eficácia em estimular a atividade está atrelada ao aumento na oferta monetária e queda na taxa de juros (KRUGMAN e OBSTFELD, 2009).

Sabemos que na visão da MMT, a oferta de moeda é endógena e a taxa de juros exógena. Portanto, há uma incompatibilidade entre esta visão e a justificativa do trilema dentro do modelo Mundell-Fleming. Se a oferta de moeda é endógena, a esterilização não é uma opção do Banco Central, ela ocorrerá inevitavelmente em decorrência de sua postura em defesa da meta da taxa de juros básica (taxa de juros exógena), a depender das preferências de portfólio dos agentes privados em relação a ficar com moeda ou trocá-la por títulos públicos. A busca dos agentes em rentabilizar as reservas levará, necessariamente, à atuação do BC vendendo títulos e enxugando a liquidez. A postura do BC é acomodatória às preferências do setor privado. Dessa maneira, ao contrário do que presume a visão tradicional acerca do trilema, adotar simultaneamente um regime de câmbio fixo e perfeita mobilidade de capitais não anula *diretamente* a capacidade do Banco Central em manter a taxa de juros na meta. O BC, sendo o único emissor de moeda HPM, tem sempre o poder de colocar a taxa de juros básica no patamar desejado. Porém isso não significa que não haverá consequências.

A dificuldade em preservar a autonomia de política monetária, no caso do câmbio fixo aliado à livre circulação financeira, se dá por conta necessidade de manter uma enorme quantidade de reservas internacionais para evitar um movimento especulativo contra a paridade fixa, uma vez que a taxa de juros desejada pelo BC pode não ser condizente com o equilíbrio no mercado de câmbio. Wray (2015, p. 129) admite a possibilidade de um país ter elevados e constantes superávits comerciais, com conseqüente acúmulo de reservas internacionais em grandes quantidades, a ponto de conseguir manter um câmbio fixo (ou administrado) sem precisar exercer controles sobre os fluxos capitais, mesmo que tal situação seja rara de acontecer na prática. Dessa forma, o autor deixa implícito seu entendimento de que não há uma perda *automática* de independência monetária conforme a visão tradicional do trilema, e sim uma subordinação voluntária da política monetária à política cambial.

Ao examinar alguns escritos de autores ligados à HIM, Gerioni (2020) percebe que existe uma certa ambiguidade na literatura a respeito do entendimento sobre a natureza da oferta monetária e da taxa de juros. Em determinados momentos, os autores parecem seguir premissas semelhantes às do modelo Mundell-Fleming, tratando a oferta monetária como exógena e a taxa de juros como endógena¹⁴; em outros momentos parecem dar a entender que o Banco Central decide como gerir a taxa de juros. Por exemplo, em Conti et al (2014, p. 365) é dito a respeito dos países periféricos que “as taxas de juros serão, provavelmente, um dos principais instrumentos de controle das variações cambiais, o que acentua seu grau de variabilidade”. Neste trecho parece haver o entendimento de que se trata de uma escolha dos Bancos Centrais utilizar a taxa de juros como instrumento para a finalidade citada; porém logo em seguida (p. 366) é afirmado:

(...) ainda que as taxas de juros não sejam utilizadas como instrumento de intervenção nas taxas de câmbio, elas são determinadas em parte por componentes exógenos ao país em questão, reduzindo a margem de manobra das autoridades monetárias domésticas.

Destarte, julgamos que os escritos da HIM não deixam suficientemente claro qual é o real entendimento dos autores quanto ao significado da expressão “perda de autonomia monetária” quando utilizada para explicar a existência do dilema, ao invés do tradicional trilema. Haveria uma verdadeira perda de autonomia, no sentido forte do termo, implicando em uma real incapacidade do BC em definir a taxa de juros básica (tal como preconizado pelo trilema no modelo Mundell-Fleming com oferta monetária exógena e taxa de juros endógena)? Ou a expressão possui um sentido mais fraco, referindo-se ao fato de, diante de prováveis consequências econômicas severas, os Bancos Centrais dos países periféricos irão, na grande maioria das vezes, para não dizer sempre, decidir por subordinar a política monetária à política cambial? Na literatura HIM este ponto não fica claro. Diferentemente, por exemplo, das explicações abaixo dadas por autores simpáticos à MMT:

Particularmente, numa economia com alta mobilidade de fluxos de capital de curto prazo, os graus de liberdade da política monetária se mostram bastante assimétricos. Mas isso em nada altera o fato de que a taxa de juros básica é exógena no sentido de ser uma variável de política econômica. (SERRANO e PIMENTEL, 2017, p. 20)

¹⁴ Na HIM a endogeneidade da taxa de juros estaria ligada à teoria Keynesiana da preferência pela liquidez, constituindo uma espécie de endogeneidade diferente daquela tipicamente presente em modelos neoclássicos, geralmente ligada à teoria dos fundos emprestáveis.

Em todo caso, permanece a questão sobre o grau de autonomia do país em determinar a taxa de juros. Por um lado, é o movimento do fluxo internacional de capital que os colocam restrições severas, enquanto que, por outro lado, é uma decisão do próprio país elevar a taxa de juros para evitar a fuga de capital. (VILELLA, 2019, p. 21)

Esta questão sobre a real perda de autonomia também precisa ser abordada quando se trata da política fiscal. A visão da HIM sobre este tema foi relatada na seção anterior, quando mencionamos que a lógica especulativa dos fluxos de capital obrigaria os governos periféricos a praticarem a disciplina fiscal exigida pelo mercado e suas agências de *rating*, que ameaçam rebaixar o grau de investimento, com risco de deflagrar uma fuga de capitais. Em uma primeira avaliação, percebemos que esta lógica contrasta com um entendimento basilar da própria HIM: a intensidade e direção dos fluxos de capitais internacionais são determinados preponderantemente por características da economia global e suas flutuações cíclicas, e afetam as economias periféricas devido ao caráter estrutural de suas moedas serem posicionadas na parte inferior da hierarquia internacional. Os movimentos financeiros seriam, deste modo, pouco sensíveis a variáveis macroeconômicas conjunturais particulares a uma determinada economia periférica.

Adicionalmente, a ideia de que os agentes estrangeiros, os quais são credores em moeda internacional, estariam preocupados com a capacidade de governos locais pagarem dívidas denominadas em moeda local, nos parece incongruente; assim como a noção de que as agências de *rating* teriam algum poder para determinar o curso dos fluxos financeiros globais, conforme apontaram Serrano e Pimentel (2017, p. 24):

Aqui o argumento é que essas agências avaliam a solidez da capacidade de pagamento dos passivos externos em moeda estrangeira do país (privada e pública) a partir da situação da dívida interna do setor público denominada na moeda nacional. Não é difícil ver a falta de lógica desse critério.

Outro argumento visto na literatura HIM em relação a perda de espaço fiscal, foi o de que mesmo na fase expansiva do ciclo internacional haveria deterioração da situação fiscal em face da necessidade de contínua intervenção esterilizadora por parte dos Bancos Centrais, no esforço de acumular reservas internacionais e impedir uma intensa apreciação cambial. Este argumento parece ignorar o fato de que o acúmulo de reservas internacionais é uma variável mais relevante para a avaliação de risco por parte dos credores internacionais do que as dívidas de um governo periférico denominadas na moeda do próprio país, conforme explica Gerioni:

O aumento da dívida pública ocasionado pela acumulação de reservas internacionais teria um potencial efeito de redução, não de aumento, do *spread* de risco. Isso, porque a capacidade do Estado de realizar pagamentos em moeda estrangeira em nada está relacionada com indicadores de dívida denominada em moeda doméstica. (...) A conclusão, portanto, é que as condições fiscais não têm influência sobre a taxa juro doméstica pois a capacidade de realizar pagamentos em moeda estrangeira depende da própria disponibilidade de reservas em moeda estrangeira relativamente ao passivo externo de curto prazo, não de índices internos de endividamento (ou de déficit) do governo (GERIONI, 2020, p. 122-123)

Outro ponto interessante levantado por Gerioni (2020) sobre esse aspecto da autonomia fiscal, é que diferentemente do que pensam os autores da HIM, não é a condição periférica do país e de sua moeda que determinam a necessidade de praticar a austeridade conforme imposta pela entidade “mercado” e suas agências de *rating*. O que ocorre é uma escolha prévia, por parte das próprias autoridades fiscais e monetárias dos países em questão, de atuarem conforme o princípio das finanças saudáveis (*sound finance*). Ao adotarem este princípio, gera-se a necessidade de agradar os agentes de mercado de modo a evitar a contração de déficits fiscais. O autor então disserta sobre as verdadeiras razões que determinam a atuação das autoridades no sentido de subordinar a política fiscal aos ditames do “mercado”, e enxerga que seriam preponderantes as questões de economia política interna a esses países, no sentido de que as autoridades costumam atuar mais em serviço dos interesses da classe capitalista do que a serviço do interesse público.

Desta maneira, na nossa avaliação dos escritos da HIM, não está clara qual é a visão dos autores em relação ao funcionamento das finanças públicas. Isto é, não sabemos se os autores enxergam a “deterioração fiscal” no sentido de uma restrição orçamentária de natureza financeira, em que os governos ficariam com poucos recursos monetários disponíveis para realizar gastos - como se impostos financiassem os gastos públicos e os governos tivessem que tomar recursos emprestados junto ao setor privado; ou se o entendimento do termo vai de encontro com a noção da MMT de não existência de restrição financeira para um governo que realiza gastos na moeda que emite.

Portanto, pelas razões elencadas, julgamos não ser pertinente falar em perda de autonomia monetária e fiscal nos países emissores de moeda periférica devido a existência da elevada mobilidade de capitais de curto prazo no moderno SMFI. As dúvidas em relação ao tipo de abordagem da HIM, seja a respeito da natureza da taxa de juros (endógena ou exógena), seja quanto a sua visão fiscal a respeito da existência ou não de restrição financeira em gastos governamentais denominados em moeda soberana, resulta em um certo nível de ceticismo em

relação à real validade do proposto “dilema”. Certamente que existem consequências para as economias desses países, as quais de fato configuram uma restrição externa, porém isto não significa que as políticas fiscal e monetária tenham que ser necessariamente subordinadas à política cambial.

As diferenças nas abordagens teóricas entre os autores da HIM e da MMT levam os primeiros a colocarem a política cambial como mais importante para os objetivos de estabilidade e desenvolvimento dos países periféricos do que as políticas fiscal e monetária. O julgamento realizado é que o grau de restrição externa sobre estas nações seria elevado o suficiente para determinar a necessidade de colocar a política cambial no topo de uma “hierarquia” de políticas econômicas. Em contraste, a MMT se posiciona ceticamente quanto à renúncia da possibilidade de pleno emprego no plano doméstico ser a melhor escolha:

All we claim is that with a sovereign, floating currency a government of a developing nation can “afford” to employ all its domestic resources that are willing to work for the domestic currency. Will such a nation be able to import all that it wants? Probably not. Would pegging the exchange rate allow it to import more? Maybe – but then it is very likely that it will have to give up full employment at home (...) Is that a trade-off that is in the domestic interest? I doubt it, but I am not sure. (...) But sovereign countries have lots of policy options available if they do not like those results. Import controls and capital controls are examples of policy options. Directed employment, directed investment, and targeted development are also policy options. (WRAY, 2015, p. 288-289)

O que determinará a avaliação do grau dessa restrição externa será um exame dos efeitos da flutuação cambial nas variáveis macroeconômicas. Este exame compreende variadas discussões teóricas e conjunturais, a respeito, por exemplo, da intensidade do efeito inflacionário *pass-through*, da existência de um hipotético câmbio de equilíbrio que não prejudique nem exportadores nem importadores (e o quanto seria viável ou desejável perseguí-lo), do grau de endividamento em moeda estrangeira dos agentes privados e a possibilidade de insolvência diante de uma desvalorização, do quanto o desenvolvimento do país é dependente de bens de capital importados vis-à-vis a força de seu setor exportador, dentre outros fatores (CALDENTEY e VERNENGO, 2019; GERIONI, 2020; WRAY, 2015). Não há unanimidade nas discussões sobre estes temas entre as diversas linhas de pensamento (mesmo dentro do espectro pós-keynesiano) e, portanto, não há respostas concretas.

Apesar das discordâncias, reconhecemos a importância dos *insights* dos autores ligados à HIM em atentar para questões estruturais que agem sobre os países emissores de moeda

periférica e que determinam algum grau de restrição externa gerador de dificuldades ao manejo das políticas monetária e fiscal. Neste sentido, Vilella realiza uma breve síntese:

Dentro da análise de Wray (1998) a única mudança provocada (pela HIM) 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. (...) É importante fazer algumas ressalvas para evitar imprecisões teóricas. Primeiro, a taxa de juros não é instrumento para equilibrar a balança comercial. Esta já é equilibrada pela conta de capitais (ou variação das reservas) por definição. A taxa de juros é tão somente um fenômeno monetário utilizado sob certas circunstâncias internacionais para evitar flutuações indesejadas do câmbio e das reservas. Segundo, as premissas básicas da MMT se mantêm ainda que incorporado o conceito de hierarquias, são elas: 1) moeda chartalista e 2) nenhum país com moeda soberana fica impossibilitado de saldar débitos na própria moeda. (VILELLA, 2019, p. 19-20)

Portanto, embora seja possível qualificar e discutir, caso a caso, as consequências, vantagens, desvantagens e os limites de utilização dos princípios das finanças funcionais para países periféricos, isto não significa que a intuição neocartalista se invalide no plano teórico, ou mesmo perca utilidade prática. Como não enxergamos a existência de uma perda real de autonomia das políticas fiscal e monetária, não há necessariamente uma subordinação destas à política cambial, cabendo às autoridades de cada país decidir as suas prioridades de acordo com suas circunstâncias particulares. Então, os postulados centrais da MMT a respeito de Estados monetariamente soberanos, tais como a inexistência de restrição financeira, impossibilidade de quebra na própria moeda e, conseqüentemente, a capacidade de controlar o nível de dispêndio de forma a buscar o pleno emprego e estabilidade macroeconômica no plano doméstico, permanecem relevantes mesmo em economias abertas.

Conclusão

Iniciamos este trabalho realizando uma revisão do arcabouço teórico da MMT a partir de um contraste entre duas visões alternativas sobre as origens e a natureza da moeda. A primeira enxerga a moeda como tendo origem em uma mercadoria escassa e cuja função principal é ser meio de troca, enquanto a segunda a vê como essencialmente uma unidade de conta utilizada para registrar débitos e créditos. Estas duas concepções diferentes resultam em interpretações distintas sobre o funcionamento do sistema macroeconômico. A primeira desemboca nos princípios da economia neoclássica, como Lei de Say, Equilíbrio Geral e Teoria Quantitativa da Moeda. Já a segunda abre caminho para os conceitos keynesianos do Princípio da Demanda Efetiva, Preferência pela Liquidez, incerteza e desemprego involuntário.

A MMT parte da visão creditícia da moeda para conceber que o Estado, através da cobrança de impostos, consegue gerar aceitação universal pela moeda que emite. Este entendimento desemboca na sua tese central a respeito da inexistência de restrição financeira para governos que gastam na própria moeda. A partir desta concepção, os neocartelistas recuperam a teoria das Finanças Funcionais, em que o resultado orçamentário do governo deve ajustar-se de acordo com a necessidade de elevar ou reduzir o nível de gasto agregado para que a economia trabalhe próxima ao seu potencial dado pelo pleno emprego.

A exposição das relações entre Tesouro e Banco Central nos modernos sistemas monetários demonstram na prática as intuições das Finanças Funcionais a respeito da interdependência entre as políticas fiscal e monetária. O BC define a taxa de juros de maneira exógena, enquanto a base monetária é determinada endogenamente pelas necessidades de financiamento privado. Impostos e títulos públicos não financiam os gastos do governo; o primeiro serve para gerar demanda pela moeda e os segundos são instrumentos para realizar política monetária e para prover um substituto rentável à moeda.

No segundo capítulo abordamos as indagações de alguns críticos que divergem na visão sobre as políticas fiscal e monetária. A discussão procedeu-se pressupondo uma economia fechada e com governo. De modo geral, as críticas giraram em torno da hipótese da consolidação entre Tesouro e Banco Central adotada pela MMT. As respostas dos autores neocartelistas fazem referência à Teoria do Circuito Monetário, numa tentativa de integrar o Estado à abordagem da moeda endógena. Três modelos de circuito com três níveis diferentes de realismo e abstração são apresentados, com o objetivo de expressar que a consolidação faz sentido tanto do ponto de vista teórico quanto nas suas implicações práticas. Concluimos que a

integração do Estado à lógica circuitista é bem sucedida em atestar a validade da tese de que o governo gasta criando moeda e não enfrenta restrição financeira.

No terceiro capítulo entramos no cenário de uma economia aberta. Primeiramente mapeamos a evolução quanto ao tratamento deste assunto nas duas principais obras de Wray que expõem os princípios da MMT. Percebemos que foi conferida uma maior atenção à questão na obra mais recente, e nela foi reconhecido que o setor externo pode configurar uma fonte de instabilidades e limitações à atuação das políticas econômicas no plano doméstico, em especial aos países emergentes e subdesenvolvidos. Entretanto, o autor ressalta a possibilidade de preservar a liberdade das políticas fiscal e monetária adotando um regime de câmbio flexível.

Em seguida, apresentamos a literatura HIM, a qual identifica uma assimetria entre as moedas no plano global, que determinam a presença de uma hierarquia monetária, onde o dólar ocupa a posição mais elevada, seguido das moedas centrais emitidas por países desenvolvidos e, por último, as moedas emitidas por países periféricos. A ausência de liquidez das moedas periféricas significa uma tendência estrutural a um desequilíbrio externo e à instabilidade das taxas de câmbio, em função da volatilidade dos fluxos de capitais externos. Isto implica que estes países estariam sujeitos a um dilema (ao invés do tradicional trilema), onde a presença de mobilidade de capitais já determina uma perda de autonomia nas políticas monetária e fiscal independentemente do regime de câmbio adotado.

Identificamos algumas ambiguidades nas afirmações dos autores da HIM em relação a sua abordagem da taxa de juros e da moeda. Argumentamos que uma perda de controle do Banco Central sobre a taxa de juros não condiz com a perspectiva da moeda endógena. Mantemos o entendimento de que tanto o Banco Central quanto o Tesouro preservam sua capacidade de definir a taxa de juros de curto prazo e de utilizar o orçamento público de acordo com os princípios das finanças funcionais, respectivamente, independentemente das consequências para as contas externas.

Entretanto, reconhecemos que estas consequências não devem ser ignoradas e, portanto, a contribuição da HIM em identificar uma restrição externa de caráter estrutural é relevante. Nossa opinião é de que uma avaliação a respeito do escopo e severidade desta restrição para cada caso particular é o que determinará se a política cambial deve ter prioridade sobre as demais políticas econômicas ou não. Este ponto foi deixado em aberto, podendo ser tema para novas discussões. De qualquer forma, não enxergamos a existência de uma rígida hierarquização das políticas econômicas para países periféricos, de forma que a priorização

ainda se trataria de uma escolha a ser feita pelas autoridades. Por isso entendemos que a tese central da MMT possui validade como descrição de um caso geral.

Referências Bibliográficas

AGGIO, Gustavo de Oliveira; ROCHA, Marco Antônio da. Dois momentos para a teoria cartalista da moeda—De Knapp a Goodhart. *Revista Economia*. v. 10, n. 1, p. 153-168, jan/abr 2009.

ARESTIS, Phillip; SAWYER, Malcolm. *A Handbook of Alternative Monetary Economics* Cheltenham: Edward Elgar, 2006

BELL, Stephanie. Do Taxes and Bonds Finance Government Spending? *Journal of Economic Issues*. v. 34, n. 3, p. 603-620, 2000.

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.

BOUGRINE, Hassan; SECCARECCIA, Mario. Money, taxes, public spending, and the state within a circuitist perspective. *International Journal of Political Economy*. v. 32, n. 3, p. 58-79, 2002

CESARATTO, Sergio. The state spends first: Logic, facts, fictions, open questions. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 39, n. 1, p. 44-71, 2016.

CESARATTO, Sergio. Initial and final finance in the monetary circuit and the theory of effective demand. *Metroeconomica*, v. 68, n. 2, p. 228-258, 2017

CONTI, Bruno Martarello De; 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. 341-372, 2014.

DALTO, Fabiano A. S. [et al.] *Teoria Monetária Moderna – MMT: a chave para uma economia a serviço das pessoas*. Fortaleza, Nova Civilização, 2020.

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

FIEBIGER, Brett. [et al]. *Modern Monetary Theory: A Debate*. Working Paper n. 279, 2012.

FRITZ, Barbara; PAULA, Luiz Fernando de; PRATES, Daniela M. *Center and Periphery in International Monetary Relations: Implications for macroeconomic policies in emerging economies*. Working Paper n. 80, 2015.

FRITZ, Barbara; PAULA, Luiz Fernando de; PRATES, Daniela M. Global currency hierarchy and national space: a framework for peripheral countries. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, v. 15 n. 2, 2018, p. 208–218

FULWILLER, Scott; BELL, Stephanie; WRAY, L. Randall. *Modern Money Theory: a response to critics*. Disponível em: SSRN 2008542. 2012.

GERIONI, Enzo Matono. *A Macroeconomia do Pleno Emprego na Periferia*. Orientadora: Simone Silva de Deos. 2020. Tese de Doutorado (Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2020.

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 AE. The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy*, v. 14, n. 3, p. 407-432, 1998.

GRAZIANI, Augusto. *The Monetary Theory of Production*. Cambridge University Press. 2003

INNES, A. Mitchell. What is Money?. In: WRAY, L. Randall. *Credit and State Theories of Money: The Contributions of A. Mitchell Innes*. Edward Elgar Publishing, 2004. c.2, p. 14-49.

JORGE, Caroline Teixeira; BASTOS, Carlos Pinkusfeld Monteiro. Analysis of Brazilian National Treasury Primary Auctions in the 2000s: an MMT interpretation. *Texto para Discussão*, n. 14, IE-UFRJ. 2019. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>>.

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt-Brace & World, Inc. 1964

KEYNES, J. M. *Treatise on Money*: v. 1: The Pure Theory of Money. Palgrave Macmillan. 1971

KEYNES, J. M. *The collected writings of John Maynard Keynes*. Ed. D. E. Moggridge. v. 21, *Activities 1931–1939: World Crises and Policies in Britain and America*. London: Macmillan. 1982.

KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice. *International Economics: Theory and Policy*. 8ª ed. Pearson. 2009.

LAVOIE, M. The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique. *Journal of Economic Issues*, v. 47, n. 1, p. 1-32, 2013.

LAVOIE, M. *Introduction to Post-Keynesian Economics*. Palgrave Macmillan, 2006

LERNER, Abba P. Functional finance and the federal debt. *Social research*, p. 38-51, 1943.

MANKIWI, N. Gregory. *Macroeconomia*. 7ª ed. LTC. 2010

PAHIM, Rafael Caminha. *Teoria Monetária Moderna: A soberania do Estado acerca da moeda em uma economia monetária de produção*. Orientadora: Fernanda Oliveira Ultremare. 2019. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2019.

PALLUDETO, Alex; ABOUCHEDID, Saulo. A hierarquia de moedas e a relação centro-periferia revisitada. *Anais do 42º Encontro Nacional de Economia-Anpec*, Natal, 2014.

PARGUEZ, A. A Monetary Theory of Public Finance: The New Fiscal Orthodoxy: from plummeting deficits to planned fiscal surpluses. *International Journal of Political Economy*. v. 32, n. 3, p. 80-97, 2002

PRATES, Daniela Magalhães. Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post-Keynesian approach. *Textos para discussão IE/Unicamp*, n. 315, 2017.

RESENDE, André Lara. Consenso e contrassenso: Déficit, dívida e previdência. *Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças (IEPE/CdG)*, Rio de Janeiro, v. 47, fev. 2019. Disponível em: <<http://iepecdg.com.br/publicacoes-e-leituras/#tab-2>>. Acesso em: 13 Nov. 2020.

REZENDE, Felipe Carvalho de. The nature of government finance in Brazil. *International Journal of Political Economy*, v. 38, n. 1, p. 81-104, 2009.

SERRANO, Franklin.; PIMENTEL, Kaio. Será que “acabou o dinheiro ”?: financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 21(2), p. 1-29, 2017.

SMITH, Adam. *The Wealth of Nations: An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. University of Chicago Press, 1977.

SUMMA, Ricardo; SERRANO, Franklin. Dissenso ao contrassenso do novo consenso de Lara-Resende: a alternativa da macroeconomia da demanda efetiva. *OIKOS*, Rio de Janeiro, v. 18, n. 1, p. 55-69, 2019.

TYMOIGNE, Éric.; WRAY, L. R. Modern Money Theory 101: A Reply to Critics. *Levy Economics Institute Working Paper*, v. 778, 2013.

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, 2017.

VERNENGO, Matías; CALDENTEY, Esteban Pérez. Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional Finance in Developing Countries. *Political Economy Research Institute*, Working Paper, v. 495, 2019.

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

WRAY, L. Randall. "Introduction to an alternative history of money." *Levy Economics Institute*, Working Paper, v. 717, 2012.

WRAY, L. Randall. *Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. 2a ed. New York: Palgrave Macmillan, 2015.

WRAY, L. Randall et al. *Understanding modern money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.