

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

***MAINSTREAM, MMT E EMISSÃO MONETÁRIA:
COMO A RELEITURA DE IDEIAS ALTERNATIVAS
TORNOU NECESSÁRIA UMA REVISÃO DA
ORTODOXIA***

MARCIO ARANY DA CRUZ MARTINS FILHO

Matrícula nº 116048708

ORIENTADOR: Prof. Francisco Eduardo Pires de Souza

ABRIL 2020

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

***MAINSTREAM, MMT E EMISSÃO MONETÁRIA:
COMO A RELEITURA DE IDEIAS ALTERNATIVAS
TORNOU NECESSÁRIA UMA REVISÃO DA
ORTODOXIA***

MARCIO ARANY DA CRUZ MARTINS FILHO

Matrícula nº 116048708

ORIENTADOR: Prof. Francisco Eduardo Pires de Souza

ABRIL 2020

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

“Quase sete décadas depois de Gudin, os liberais voltam a comandar a economia. O apego a um fiscalismo dogmático e a um quantitativismo anacrônico pode levá-los, mais uma vez, a voltar para casa mais cedo do que se imagina.”

André Lara Resende

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à minha família, pelo carinho, cuidado e por sempre ter me motivado a estudar e perseguir meus objetivos.

Também gostaria de agradecer ao meu orientador, Prof. Francisco Eduardo Pires de Souza, pelo imenso didatismo e paciência com os quais me orientou ao longo dos dois (curtos) meses em que escrevi esta monografia.

Não poderia esquecer também dos meus colegas do Instituto de Economia, que me acompanharam durante estes quatro anos de curso. *Do lado acadêmico*, gostaria de mencionar especialmente Gabriel Bergamaschi, Gabriela Padilha, Helena Barros e João Pedro Braga, pelas inúmeras ajudas e parcerias ao longo dos cursos.

Por fim, mas não menos importante, agradeço a todos que, direta ou indiretamente, permitiram que eu dedicasse esses quatro anos aos estudos.

RESUMO

O presente trabalho analisa a possibilidade e a desejabilidade do implemento de políticas fiscais financiadas com emissão de moeda. Através da apresentação da Teoria Quantitativa da Moeda como um caso especial da Equação de Trocas e da análise dos pontos de vista da ortodoxia neokeynesiana e da heterodoxia adepta da *Modern Monetary Theory*, busca-se demonstrar que a política de emissão monetária é teoricamente válida e possivelmente desejável de vários pontos de vista teóricos, ao menos em situações extremas. São também analisados os impeditivos operacionais e políticos à implementação dessa política, concluindo-se que, embora alguns ajustes tenham que ser feitos para a operacionalização da emissão monetária e que esta possa ajudar a potencializar ações inflacionistas, a utilização de emissão monetária não representa uma inflexão nos danos que podem ser causados por políticas malconduzidas.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
I. POLÍTICAS ECONÔMICAS E O PRODUTO NOMINAL	10
1.1 EQUAÇÃO DE TROCAS, TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA E INFLAÇÃO.....	10
1.1.1 O senso comum acerca da relação entre moeda e preços.....	10
1.1.2 A Equação de Trocas.....	11
1.2 POLÍTICAS CONVENCIONAIS E A EMISSÃO MONETÁRIA	13
1.2.1 Política Fiscal	13
1.2.2 Política Monetária	15
1.2.3 Política de Emissão Monetária.....	17
II. PREÇOS OU QUANTIDADES?	19
2.1 KEYNES, LERNER E A MMT.....	19
2.2 O <i>MAINSTREAM</i> E A EMISSÃO MONETÁRIA.....	22
III. IMPEDITIVOS OPERACIONAIS E POLÍTICOS	25
3.1 A META DE JUROS	25
3.2 É POSSÍVEL CONTROLAR A EMISSÃO MONETÁRIA?	27
CONCLUSÃO.....	29
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	30

INTRODUÇÃO

Caso tudo caminhe de acordo com as (otimistas) previsões, o Brasil encerrará 2020 fechando com chave de ouro sua nova década perdida. Mesmo entre os economistas que veem os arroubos fiscais do governo Dilma como suficientes para a recessão de quase 10%, é quase unânime a surpresa com a lentidão em que a economia brasileira se recupera.

Com o debate público ainda polarizado entre um grupo que vê as (essenciais) reformas como condição necessária e suficiente para a retomada do crescimento e um outro que as vê como secundárias e enxerga a crise majoritariamente como um problema de falta de demanda, a economia segue patinando.

Na tentativa de se aprofundar nessa questão, André Lara Resende tem feito, desde 2016, uma sequência de artigos revisitando tanto a história do pensamento econômico no Brasil quanto debates teóricos na academia internacional sobre o presente e o futuro da macroeconomia. Mesmo sendo de muito boa qualidade – e a principal inspiração para esta monografia –, o autor peca (política e teoricamente) ao colocar pontos extremamente controversos no centro de sua análise, quando, em muitos casos, eles são desnecessários para que se cheguem às suas importantes e inovadoras conclusões.

Entendendo a importância de propagar essas conclusões ao mesmo tempo em que se evitam polêmicas desnecessárias, o objetivo desta monografia é analisar a possibilidade e a desejabilidade de se permitir que o Estado faça políticas fiscais expansionistas financiadas com emissão monetária¹ – isto é: a possibilidade de o Estado “imprimir dinheiro”² para estimular a economia.

Obviamente não cabe ao escopo desta monografia contribuir em igual nível com este debate, mas a posição tomada ao longo deste texto converge para a necessidade de parar de tratar a emissão monetária como um tabu, a estudando mais profundamente e a entendendo como um instrumento relevante.

1 Daqui em diante, designada como “política de emissão monetária” ou “emissão monetária”, sem distinção.

2 Aspas colocadas, pois, na prática, o governo/banco central não imprime as notas, mas apenas coloca um crédito na conta dos bancos comerciais.

Este texto será organizado em três capítulos, além desta introdução:

O primeiro buscará entender como as políticas econômicas podem impactar o produto nominal. Começaremos criticando a crença de que um aumento na quantidade de moeda leva necessariamente à inflação. A chave para fazer isso será demonstrar que a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) é um caso particular da Equação de Trocas (EQ), que só vale em uma economia com uma produção fixa e a velocidade de circulação constante. Essa, por ser uma identidade (uma igualdade que vale para todas as situações), e não uma teoria propriamente dita (conhecimento especulativo, de caráter hipotético)³, é válida em qualquer situação.

A partir desse entendimento, ficará explícito que o modelo desenhado por Friedman, no qual a velocidade de circulação da moeda (V) é constante e a quantidade produzida (Q) está sempre no seu nível máximo – fazendo com que um aumento da quantidade de moeda (M) gere um aumento de preços (P) na mesma proporção –, é apenas uma dentre várias possibilidades comportadas pela *identidade* $MV=PQ$.

Em seguida, será explicado como as políticas fiscal e monetária funcionam, além de quais requisitos são necessários para que elas gerem um aumento na renda nominal (PQ , ou Y_n). Essas políticas serão comparadas com uma de emissão monetária, e será comentado que essa última tem muito menos condições necessárias para que gere um estímulo na demanda, mas que a divisão deste estímulo entre preços e quantidades deve ser mais bem estudada.

No segundo capítulo, será analisado o efeito de uma emissão monetária no framework da *Modern Monetary Theory* (MMT). Comentarei que, ao conectar a noção keynesiana de que estimular uma economia com capacidade ociosa não é inflacionário com a noção de Abba Lerner de que um Estado que emite sua própria moeda deve se preocupar apenas com a inflação (e não com déficits), a MMT entende que a emissão monetária seja o padrão de condução de política, onde a quantidade de moeda emitida (ou retirada de circulação através de impostos) deveria ser aquela que mantém o equilíbrio de pleno emprego com a inflação controlada.

Também será analisado o efeito de uma emissão monetária no framework do *mainstream* neokeynesiano. A ideia central a ser apresentada é que, mesmo trocando o conceito

3 TEORIA (2020).

de capacidade ociosa da MMT pelo de fricções, a conclusão que o grupo ortodoxo (Gali, Buitier, Turner, dentre outros) chega é semelhante ao da MMT, concluindo que essa é uma ferramenta que deve ser levada em consideração, e que não há impedimento técnico, apenas político, à sua utilização (TURNER, 2016).

No terceiro capítulo, comentarei acerca das críticas teóricas e operacionais à emissão monetária. No primeiro item, o foco será a aplicação da crítica de Kocherlakota (2016) ao caso brasileiro. O seu argumento é que, em um cenário de metas de juros onde os saldos monetários excessivos são remunerados à uma taxa igual à que o Tesouro emite títulos – como é o caso brasileiro –, a emissão monetária teria um custo igual ao de uma política fiscal convencional. Será argumentado que podem ser feitas mudanças que garantam a efetividade da emissão monetária.

Por sua vez, o segundo item terá foco na crítica de Edwards (2019), que associa as políticas populistas financiadas com emissão monetária que ocorreram na América Latina com a MMT, utilizando as mesmas como demonstração de que a MMT já foi testada e resultou em catástrofe. Será comentado que o ponto levantado pelo autor é extremamente relevante, mas que, como não existe nenhum impedimento para que políticas abusivas sejam feitas com o arcabouço institucional atual, a emissão monetária apenas ampliaria o risco inflacionário já existente.

Por fim, concluirei dizendo que a emissão monetária é uma ferramenta não só possível como talvez desejável. Dessa maneira, será possível validar a ideia trazida por André Lara Resende utilizando um ferramental mais alinhado à ortodoxia – retomando o objetivo dessa monografia.

I. POLÍTICAS ECONÔMICAS E O PRODUTO NOMINAL

1.1 EQUAÇÃO DE TROCAS, TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA E INFLAÇÃO

1.1.1 O senso comum acerca da relação entre moeda e preços

André Lara Resende coloca como um ponto crucial da necessidade de se reconstruir a teoria macroeconômica o recente “abandono” da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) dos modelos macroeconômicos. Embora isso seja aceito praticamente como consenso, dizer que houve uma “aposentadoria silenciosa da Teoria Quantitativa da Moeda” (RESENDE, 2020, p.10) parece desnecessariamente exagerado.

É verdade que a defesa do monetarismo capitaneada por Friedman, quando colocada junto com a superinflação brasileira – gerada em boa parte pela relação promíscua entre o Banco Central e os bancos estaduais nas décadas de 1970-80⁴, serviu para consolidar uma repulsa geral frente a políticas expansionistas financiadas com emissão de moeda. E embora seja plenamente compreensível que a memória inflacionária gere essa repulsa, desmistificar a crença de que existe algo que faça com que um aumento na quantidade de moeda leve sempre a um aumento no nível de preços é um ponto fundamental para pensar uma nova macroeconomia.

Explico: embora Friedman tenha construído uma obra refinada, que apresenta sua “reafirmação da TQM” como uma consequência lógica da restrição da Equação de Trocas ($MV=PQ$) de acordo com o comportamento da demanda de moeda observado ao longo do tempo, a mensagem passada a maior parte da população (e persistente mesmo em ambientes universitários) é a de que existe uma verdade apriorística que leva um aumento de moeda a se refletir, necessariamente e em qualquer ocasião, em um aumento de preços.

Conectando isso a uma espécie de “keynesianismo vulgar”, entende-se que o Tesouro deve efetuar gastos (financiados com dívida) em uma recessão para que a economia “ganhe dinamismo”. Essa ideia serviu para consolidar um incorreto senso comum que postula que o

4 Vide, por exemplo a “conta-movimento”, vigente até 1986, que, na prática, obrigava o Banco Central a emitir moeda para cobrir o gasto dos bancos estaduais.

governo pode gastar para estimular a economia (contanto que não entre em insolvência), mas que existe uma assimetria que faz com que qualquer emissão de moeda feita com o mesmo motivo leve inevitavelmente à inflação.

Para mostrar a inconsistência deste argumento, primeiramente temos que entender o que é a Equação de Trocas, para depois exibir a TQM como um caso particular desta e, por fim, demonstrar que ou se assume o caso friedmaniano/clássico em que nenhuma política tem efeito real ou se entende que uma política fiscal pode ser inflacionária assim como uma política de emissão monetária.

1.1.2 A Equação de Trocas

A Equação de Trocas é uma identidade contábil, que relaciona o lado monetário com o lado real da economia. O cerne da sua validade é o entendimento de que, para todo novo bem ou serviço comercializado, ocorrerá a troca deste pelo seu respectivo valor em moeda (ou crédito).

Para partirmos de um exemplo simples, assumamos que, em uma economia fictícia, foram comercializadas em um determinado mês 30 unidades de um determinado produto, pelo preço de uma unidade monetária (ou \$1) cada. Conseguimos inferir facilmente que o produto nominal (ou Y_n) foi $PQ = 1 \times 30 = 30$.

Já o lado MV da Equação, embora também resulte em 30, pode ter várias combinações possíveis entre M e V , dependendo dos costumes e dos arranjos institucionais existentes. Caso esse produto seja comprado de uma vez só, por exemplo, a quantidade de moeda transacionada será 30, e a velocidade (ou a quantidade de vezes que essa moeda será utilizada) será de 1. Assumindo que a economia só tem essas 30 “moedas”, teremos $MV = 30 \times 1 = 30$.

Por outro lado, caso uma unidade desse produto seja transacionada por dia, poderíamos ter uma economia com apenas “uma moeda”, que seria utilizada 30 vezes (resultando em $M = 1$ e $V = 30$), ou “cinco moedas” sendo utilizadas seis vezes cada uma (resultando em $M = 5$ e

$V = 6$), ou qualquer combinação entre esses dois números que, por fim, acabaria resultando em 30.⁵

Embora esse exercício seja bastante resumido, conseguimos tirar dele algumas conclusões. A primeira é que, como uma transação concretizada requer que alguém troque um determinado valor em moeda pelo mesmo valor em produto, a equação $MV=PQ$ sempre será respeitada e, portanto, será uma identidade. Ou seja: a “verdade apriorística” é que MV será sempre igual a PQ , mas *somente isso*.

Consequentemente, podemos concluir que o modelo desenhado por Friedman, no qual a velocidade de circulação da moeda é constante e o a produção (Q) está sempre no seu nível máximo – fazendo com que um aumento da quantidade de moeda (M) gere um aumento de preços (P) na mesma proporção, é apenas uma dentre várias possibilidades comportadas pela *identidade* $MV=PQ$.

Embora esse modelo possa parecer simples e válido à primeira vista, embute a inabilidade de qualquer política feita para tentar aquecer a economia – já que a produção é fixa. Ou seja: assumir os pressupostos da TQM significa entender que nem o Governo nem o Banco Central têm poder para aumentar a produção da economia.

Quando, para comportar as evidências empíricas, flexibilizamos esses dois pressupostos, ficamos diante de outro dilema: um aumento da demanda da economia (MV) pode agora se refletir em qualquer combinação de preços e quantidades (PQ). Dessa maneira, a não ser que se assuma que existe algum motivo (sem relação direta com a Equação de Trocas) que faça com que um impulso de demanda gerado por um aumento na quantidade de moeda ($\uparrow M$) leve apenas a um aumento nos preços ($\uparrow P$) enquanto um impulso resultante de um aumento na velocidade ($\uparrow V$) leve apenas a um aumento na quantidade produzida ($\uparrow Q$), podemos também descartar a assimetria proposta pelo “keynesianismo vulgar”.

⁵ Usei expressões como “30 moedas” ou “cinco moedas” como uma alusão à moeda física, apenas por fins didáticos. Em um mundo onde a moeda é cada vez mais virtual, essa analogia perde um pouco o sentido. Por isso, esta será trocada mais à frente pelo conceito de saldos monetários de Cambridge.

No entanto, o fato de não haver essa assimetria não torna nem a emissão monetária nem as políticas fiscal e monetária convencionais necessariamente desejáveis, pois ainda não sabemos se essas políticas gerarão um aumento na demanda nominal nem se esse aumento na demanda nominal vai se refletir majoritariamente em preços ou quantidades.

Essa desejabilidade será analisada nos itens posteriores, com o próximo buscando explicar como funcionam (podem funcionar) os mecanismos de transmissão das políticas econômicas e os dois subsequentes entendendo a divisão entre preços e quantidades do impacto da emissão monetária à luz do *mainstream* neokeynesiano e da heterodoxia propositora da MMT.

1.2 POLÍTICAS CONVENCIONAIS E A EMISSÃO MONETÁRIA

Antes de prosseguirmos, é interessante fazer duas modificações na forma que visualizamos a Equação de Trocas: exibir PQ como Y_n – isto é, o PIB nominal (o quanto foi transacionado em valor sem levar em conta a inflação em relação a períodos anteriores) e utilizar o artifício da escola de Cambridge para transformar o inverso da velocidade de circulação da moeda na proporção de Y_n que a economia mantém como reservas – isto é: $1/V = k^6$. Dessa maneira, podemos reescrever a ET como $M/k = Y_n$, sem perder o caráter de identidade demonstrado anteriormente.

Além disso, devido à indeterminação à priori do resultado entre preços e quantidades, buscaremos aqui apenas entender quais são os pressupostos necessários para que cada uma das três políticas econômicas gerem um impulso (nominal) de demanda – ou seja, para que aumentem Y_n . Veremos como cada linha de pensamento postula a divisão do aumento de Y_n entre preço e em quantidades nos próximos itens.

1.2.1 Política Fiscal

⁶ Isso é derivado da noção de que a demanda de moeda é equivalente à fração da renda (nominal) que as pessoas desejam manter de reservas – isto é, $M_d = k Y_n$. Assumindo que a demanda por moeda é atendida, e lembrando $Y_n = PQ$, temos que $M = kPQ$. Decorre daí que $1/V = k$.

Nesse primeiro momento, para a análise da política fiscal, assumirei que o Banco Central controla a emissão de moeda e que a política monetária não é interrelacionada⁷ com política fiscal – isto é, que o Banco Central não altera o estoque de moeda em resposta a alterações nos gastos públicos. Embora veremos mais à frente que não é assim que um Banco Central opera hoje em dia, utilizar esse pressuposto é útil para a exposição e não incorre em perda de generalidade do argumento.

Seguindo esse pressuposto, para que um governo execute uma política fiscal expansionista, este deve emitir títulos de dívida pública para arrecadar os fundos que serão gastos para estimular a economia. Com M constante, o único caminho que poderá aumentar Y_n é a diminuição de k – isto é, a diminuição da quantidade de saldos monetários (ou moeda entesourada) que os agentes detêm.

O conceito por trás da efetividade dessa política é que, em uma economia recessiva, os agentes se precavam e deixam o dinheiro entesourado. Quando o Tesouro emite títulos confiáveis (geralmente com taxas de juros ligeiramente mais altas) oferece uma taxa de juros em um título confiável, essas pessoas pegam essa quantidade de moeda e entregam ao governo, que a gasta, gerando $(M/k') > (M/k)$.

No entanto, isso nem sempre é válido. Dentro do caso adotado por Friedman de velocidade constante, por exemplo, o único efeito que tal política teria seria “mudar a moeda de mãos”, não gerando nenhum efeito no produto ou nos preços. E, embora seja uma hipótese bastante polêmica, um aumento dos gastos do Tesouro também poderia ocasionar uma diminuição de Y_n (BATINI, 2014). Isso ocorreria caso a preocupação com a capacidade do governo de pagar sua dívida gerasse um aumento da precaução dos agentes, ocasionando um aumento do entesouramento (k) e, conseqüentemente, um $(M/k)' < (M/k)$.

Resumidamente, podemos dizer que, em um modelo em que o BC controla a emissão de moeda e não reage a uma política fiscal expansionista, esta consegue aumentar a demanda

⁷ Tipicamente, se diz que elas não são independentes. Mas como utilizarei a palavra “dependência” com outra conotação mais à frente, optei pela expressão “interrelacionadas” aqui.

da economia quando faz (normalmente via elevação da taxa de juros) com que os agentes coloquem a moeda entesourada em circulação novamente.

Por outro lado, a prática vem mostrando que um Banco Central não controla o estoque de moeda, mas sim a taxa de juros (no Brasil, a taxa Selic). Ou seja: ao invés de fixar uma determinada quantidade de moeda e aceitar a taxa de juros resultante, o BC fixa uma taxa e se compromete a emitir ou recolher a quantidade de moeda que os bancos comerciais demandarem.

Embora iremos passar à análise da política monetária mais à frente, é importante expor isso agora, pois esse método de atuação do BC muda substancialmente a atuação da política fiscal. Explico: no modelo de quantidade de moeda fixa, a emissão de títulos normalmente concorreria com os investimentos privados, levando a um aumento na taxa de juros. Isso poderia diminuir a eficiência da política fiscal (a aproximando do caso de Friedman), mas o argumento apresentado acima permaneceria válido.

No entanto, quando o BC fixa a taxa de juros, essa pressão nos juros levaria o mesmo a emitir moeda para mantê-la no nível determinado. Dessa maneira, uma política fiscal expansionista poderia ter efeito não somente na demanda por saldos monetários, mas também na quantidade de moeda da economia, gerando $(\uparrow M / \uparrow k)' > (M/k)$. Nesse caso, dizemos que as políticas fiscal e monetária são interrelacionadas, pois a segunda “responde” automaticamente à primeira.

Embora este último caso leve a um aumento automático na quantidade de moeda na economia após um aumento dos gastos do governo, é importante notar que o Tesouro ainda tem que emitir títulos e se endividar para financiar seus gastos. A única diferença é que, com mais moeda na economia, a taxa Selic não aumentaria como em um regime de moeda fixa, “turbinando” o impacto da política fiscal ao não gerar um *crowding-out* dos investimentos privados.

1.2.2 Política Monetária

Entendido os impactos de uma política fiscal, voltaremos nossa atenção à análise da política monetária. De uma maneira simplificada, um Banco Central tem hoje três instrumentos para efetuar política monetária: a taxa de juros das operações de mercado aberto, a taxa de

assistência de liquidez, mais conhecida como “taxa de redesconto” e a alíquota de depósitos compulsórios, que determina a fração da moeda depositada que não pode ser investida.

Em um regime que o BC controla a emissão de moeda, este usa das operações de mercado aberto para colocar (ou retirar) a quantidade de moeda que deseja, adaptando a taxa de juros cobrada dos bancos de modo a cumprir seu objetivo de alteração da quantidade de moeda. Nesse regime, a utilização da assistência de liquidez tem um papel relativamente importante, para evitar que bancos com dificuldades eventuais de caixa não incorram em problemas sérios de liquidez.

Já em um regime de meta para os juros, o BC também usa as operações de mercado aberto, mas dessa vez de maneira oposta: ajusta a quantidade de moeda emitida ou recolhida para perseguir sua meta de juros. Nesse cenário, onde o BC tende a ofertar sempre a quantidade de moeda demandada pelos bancos, a assistência de liquidez se torna menos relevante, embora ainda seja utilizada de maneira pontual.

Vimos que a “escolha”⁸ entre meta de juros ou de quantidade de moeda muda bastante os pressupostos necessários para que uma política fiscal expansionista seja eficaz. No entanto, essa escolha faz relativamente pouca diferença nos funcionamento de uma política monetária expansionista, embora essa tenha mais requisitos para o sua efetividade.

Dessa maneira, ao invés de assumir que o BC simplesmente “injeta” dinheiro na economia, deve-se primeiro verificar se o BC pode diminuir os juros (i.e. se estes não estão em zero), para depois verificar se essa diminuição fará com que os bancos tomem moeda emprestada para, por fim, verificar se essa moeda se transformará em demanda nominal ou se permanecerá entesourada.

Em uma situação comum, ao diminuir os juros, o BC faz com que alguns investimentos que não eram lucrativos passem a sê-lo, aumentando a demanda por moeda. Assumindo que

⁸ Coloco “escolha” entre aspas porque tem se entendido que, na prática, o BC controla apenas a taxa de juros, operando sempre em um regime de meta para os juros.

pelo menos uma parte dessa moeda tomada a mais é realmente gasta (isto é, que k não aumenta proporcionalmente a M), teremos $(M/k)' > (M/k)$, conseqüentemente $Y_n' > Y_n$.

No entanto, em situações fortemente recessivas, o BC pode reduzir as taxas de juros até zero sem ter o efeito sobre a atividade desejado. Situação comum no Japão há décadas e presente nos EUA e UE após a crise de 2008, fez com que seus respectivos BCs comprassem diversos títulos para estimular a economia, em uma sequência de operações chamadas de *quantitative easing* (QE). Embora tenham tido sucesso em aumentar a base monetária (por “cortar” os primeiros dois requisitos), esse aumento forçado de moeda foi quase todo contrabalanceado pelo aumento nas reservas – ou seja: a moeda ficou “parada”.

Essa situação, chamada de “armadilha da liquidez” por Keynes, ocorre majoritariamente em ambientes de grande incerteza. Quando combinada com uma percepção do público de que o aumento da dívida geraria um forte risco de calote, pode atar as mãos dos *policy-makers*, que não conseguiriam fazer com que uma política fiscal ou monetária tivessem efeito sobre a atividade.

É essa situação, cuja possibilidade vem cada vez mais à tona, que ajudou a reacender o debate sobre emissão monetária como uma ferramenta de política. À maneira da análise feita com as políticas fiscal e monetária, os requisitos para o seu funcionamento serão avaliados no próximo item.

1.2.3 Política de Emissão Monetária

Embora existam diversas maneiras nas quais uma política fiscal com emissão monetária possa ser operacionalizada, iremos entendê-la aqui como um gasto do governo financiado com criação de moeda pelo BC sobre a qual o Tesouro não tem nenhuma obrigação futura.

É importante frisar que essa política é não somente um caso de inter-relacionamento entre as políticas fiscal e monetária, mas sim um caso de dependência da política monetária com a política fiscal. Explico: mesmo no regime de meta de juros, onde uma política fiscal expansionista tem seu efeito aumentado pelo método com que o BC opera, o governo não depende do BC para executar essa política. No caso da política monetária, em ambos os regimes, a ausência de dependência é ainda mais óbvia: o governo não tem qualquer ingerência sobre a taxa de juros determinada pelo BC.

Dessa maneira, a emissão monetária só seria efetivada caso ambas as instituições a executassem – notadamente, o BC comprar títulos do Tesouro com emissão de moeda e este por sua vez gastá-las na compra de bens ou serviços.

Vale notar que executar uma política de emissão de reservas apresenta bem menos pressupostos para ser efetiva em aumentar Y_n do que as políticas fiscal e monetária: como o governo não deve emitir títulos para financiar esses gastos, não ocorrerá nem aumento dos juros devido à diminuição de oferta de moeda (ou seja, sem efeito *crowding-out*) nem aumento da dívida, não gerando aumento de entesouramento por preocupação com insolvência futura. Além disso, como o BC tem a garantia que os recursos emitidos serão gastos, a moeda não ficará entesourada, como pode acontecer com uma política monetária convencional. Para colocarmos nos termos que estávamos vendo antes, como a velocidade da nova moeda emitida vai ser no mínimo um (o gasto feito pelo governo), $mv > 0$. Isso gerará $(M/k)' = (MV)' = MV + mv > (M/k)$, sempre.⁹

Vimos até aqui que uma política de emissão monetária é sempre eficaz em aumentar Y_n , e que esta, *a priori*, não apresenta nenhuma assimetria em relação à política fiscal ou monetária convencionais. Isso não quer dizer que emitir moeda e distribuir à população seja desejável ou produtivo em todas as circunstâncias – assim como as políticas convencionais também não o são –, mas que, à maneira destas últimas, deve ser objeto de estudo profundo, sem se basear em dogmas.

Dessa maneira, apresentaremos nos dois próximos tópicos as principais linhas que estudam a possibilidade de implantação dessa política – o *mainstream* neokeynesiano e a MMT. Nosso foco será principalmente entender em quais condições esse aumento de Y_n se refletirá em um aumento dos preços ou das quantidades produzidas.

⁹ Obviamente um aumento das reservas que contrabalanceasse essa emissão faria com que a política fosse ineficaz. No entanto, como isso parece um cenário bastante improvável, optei por não o analisar.

II. PREÇOS OU QUANTIDADES?

2.1 KEYNES, LERNER E A MMT

A Modern Money Theory (MMT) é uma corrente de pensamento pós-keynesiana¹⁰, formada por economistas heterodoxos tais como como Stephanie Kelton, assessora de Bernie Sanders nas campanhas de 2016 e 2020 e Warren Mosler, financista e organizador do blog pró-MMT “Center of the Universe”.

Embora tratem de diversos temas dentro da estrutura analítica que propõem, focarei aqui nas duas ideias que são mais pertinentes ao escopo desta monografia: a proposição de Abba Lerner, que, ao consolidar o balanço do governo com o do Banco Central, afirma que o governo não tem uma restrição orçamentária *per se*, e a de Keynes, que diz que o estímulo da economia abaixo da sua capacidade produtiva não é inflacionário.

Na análise conduzida no capítulo anterior, tratamos o Tesouro e o Banco Central como entidades independentes. Ou seja: o Banco Central emite moeda para a economia como um todo e o Tesouro cobra impostos ou emite títulos na medida necessária para financiar suas atividades, exatamente como uma pessoa ou empresa.

No entanto, ao defender uma visão da história em que a moeda não é uma invenção espontânea dos mercados, mas um título emitido pelo Estado¹¹ que é usado pela sociedade por conveniência, a MMT infere que a divisão analítica entre o BC e o Tesouro não é algo natural, mas uma imposição colocada por uma leitura incorreta acerca do surgimento da moeda.

Dessa maneira, a MMT entende que o Estado necessariamente cria moeda toda vez que faz algum pagamento e a destrói toda vez que recebe um imposto, e apenas emite títulos e cobra taxas para respeitar uma restrição política (além de controlar a demanda agregada). Esse entendimento, que inverte a lógica de operação da política fiscal descrita no item anterior, gera duas conclusões:

¹⁰ Ao menos segundo Lavoie (2013).

¹¹ Aqui defino Estado como a “junção” do Tesouro com o Banco Central.

- 1) Por poder emitir a quantidade de moeda que lhe convir, o Estado não tem uma restrição orçamentária. Dessa maneira, ao invés de se preocupar com os déficits orçamentários como se fosse um agente comum, deveria apenas se preocupar se sua emissão monetária não aqueceria a demanda ao ponto de gerar pressões inflacionárias.
- 2) Qualquer gasto do Estado é uma política de emissão monetária, a não ser que seja contrabalanceado pelo Tesouro ou pelo Banco Central.¹²

Relacionando isso com o tratado no item anterior: o Estado aumenta M toda vez que gasta (e diminui M toda vez que taxa). Dependendo das condições da economia, esse aumento pode se resultar tanto em um aumento de P quanto em um aumento de Q .

Para entender até que ponto o Estado deveria emitir – e se realmente deveria fazê-lo, a MMT retoma o conceito de demanda efetiva construído por Keynes. Este diz que, quando uma economia se encontra em recessão, ocorre um aumento da capacidade ociosa, o que diminui a expectativa de crescimento da economia e faz com que investimentos para a ampliação de capacidade sejam cancelados. A falta desses investimentos, por sua vez, faz com que efetivamente não haja crescimento, gerando um círculo vicioso de recessão.

O argumento prossegue considerando que, como os salários no curto prazo são relativamente rígidos, alguns trabalhadores ficam com os mesmos salários enquanto outros são demitidos para redução de custos, gerando mão de obra ociosa disposta a trabalhar pelo salário vigente. Ou seja, desemprego involuntário. Como esse desemprego decorre de um círculo vicioso de falta de demanda (e não da improdutividade de se colocar mais um trabalhador nas linhas de produção), criar um programa de garantia de trabalho com salários ligeiramente abaixo dos pagos no mercado para empregar os trabalhadores recém demitidos não geraria concorrência com os empregos no setor privado e, portanto, não incorreria em uma pressão nos salários.

Além disso, quando os salários pagos aos trabalhadores desse programa reaquecessem a economia, as vagas perdidas seriam reabertas, gerando a recontração desses trabalhadores e, portanto, uma diminuição na taxa de desemprego e nos gastos com esse programa. Dessa

¹² Ambas as entidades poderiam retirar moeda da economia, através da emissão de títulos, depósitos remunerados ou outros instrumentos.

maneira, o programa de garantia de trabalho serviria como um estabilizador automático da economia, pois os gastos com este diminuiriam conforme a economia se aproximasse do seu “PIB potencial” – evitando um risco inflacionário.

Colocando isso nos termos que vimos anteriormente, o estímulo em Y_n previsto pelo programa se resultaria apenas em aumento de Q , pois quando chegasse próximo do PIB potencial (podendo gerar um aumento de P), o programa não seria mais demandado, não ocorrendo mais emissão monetária.

Assim, ao rejeitar a separação usual entre Tesouro e Banco Central e ao entender que empregar pessoas abaixo do salário vigente não é inflacionário, a MMT postula que o governo pode e deve financiar com emissão monetária um programa permanente de garantia de trabalho.

Esse argumento também pode ser extrapolado para mostrar que outras políticas expansionistas, tais como obras públicas que demandem muito maquinário, podem ser financiadas com emissão de moeda sem que isso seja inflacionário. No entanto, como não gastam apenas com os desempregados, podem gerar pressão nos salários e preços de alguns setores em específico, gerando inflação enquanto ainda existe desemprego.

Isso não quer dizer, no entanto, que tais políticas não devam ser feitas¹³. O ponto é que, ao invés de serem estabilizadores automáticos, poderão gerar pressão nos preços caso não sejam bem regulados, fazendo com que um governo comprometido com a estabilidade de preços reduza os gastos, aumente os impostos ou emita títulos para reequilibrar a economia.

Dessa maneira, embora projetos ambiciosos como o Green New Deal possam ter uma parte do seu financiamento feito com emissão de moeda, a outra parte terá que ser feita via aumento de impostos ou emissão de títulos. E caso esse último seja o método escolhido, a dívida poderá se tornar um problema, caso não haja capacidade ociosa no futuro que permita que essa possa ser debelada com emissão de moeda. Ou seja: ao contrário do entendimento usual, a

¹³ Vide, por exemplo, a defesa do “Green New Deal” feita pela própria Stephanie Kelton et al. (2018) em conjunto com outros acadêmicos.

MMT não nega a problemática dos déficits, mas a restringe às situações em que a economia está próxima no pleno emprego.

Resumidamente, podemos concluir que a MMT defende a emissão monetária¹⁴ como forma de ajuste automático da economia através do programa de garantia de empregos, que manteria sempre o produto em seu nível máximo, sem gerar pressões inflacionárias. No entanto, a emissão monetária também poderia ser utilizada para programas mais amplos de desenvolvimento, respeitadas a “restrição da realidade” (i.e., o PIB potencial) e, no caso do uso de emissão de títulos como meio de financiamento desses investimentos, a trajetória da dívida em um contexto de pleno emprego.

2.2 O MAINSTREAM E A EMISSÃO MONETÁRIA

Embora seja normalmente associada a medidas de austeridade e à TQM, a ortodoxia¹⁵ econômica também tem sido uma proponente da emissão monetária como opção de política. Embora tendam a ser mais conservadores e a defender o uso dessa ferramenta apenas em situações específicas (GALI, 2014; BUTER, 2014), um grupo cada vez maior de economistas ligados ao *mainstream* assume a emissão monetária como política possível e, principalmente em situações recessivas e com taxa de juros zero, necessária.

Para que possamos compreender por que a emissão monetária é uma ferramenta tecnicamente possível dentro do *mainstream*, é importante entendermos como o modelo neokeyniano é construído e suas diferenças e semelhanças em relação aos outros dois modelos já comentados aqui – o monetarista de Friedman e o heterodoxo da MMT.

O ponto de partida do framework neokeyniano é um modelo de Ciclo Real de Negócios (na sigla em inglês, RBC). O RBC busca modelar, através da extrapolação do comportamento de famílias e empresas racionais, como a economia reagiria a diversos choques. Como assume um mercado competitivo, sem fricções para ajuste de preços ou salários, agentes racionais que preveem corretamente o futuro e abstrai do setor monetário, postula que o produto (Q) estará sempre em sua quantidade ótima. Dessa maneira, utiliza esse equilíbrio geral

¹⁴ Ou, seguindo a linha da MMT, defende que a emissão não seja neutralizada com cobrança de impostos ou emissão de títulos.

¹⁵ Aqui utilizada junto a “*mainstream*”, sem distinção.

microfundamentado para determinar os preços relativos e superpõe a quantidade de moeda para determinar os preços absolutos.

Exemplificando: a economia (que está sempre em equilíbrio) produz cinco unidades do produto A e dez do produto B, e o produto A é vendido por duas vezes o preço do produto B. Se com uma determinada quantidade de moeda, o preço de A é 20 e o preço de B é 10, caso essa quantidade de moeda dobre, o preço de A passará a ser 40 e o preço de B passará a ser 20, pois os preços se ajustarão para comportar a quantidade de moeda em circulação.

Uma característica relevante dessa modelagem é que, embora resulte em uma conclusão a princípio igual à de Friedman, os modelos RBC adicionam importantes componentes formais e intertemporais, tendo sido na década de 1980 como uma importante crítica aos modelos monetaristas.¹⁶

Em cima deste modelo, tido como referencial e altamente estilizado (GALI, 2015), são adicionadas fricções e custos de ajustamento. Embora essas fricções variem ao gosto do modelista, tipicamente se concentram em torno de salários e preços relativamente fixos no curto prazo, além de firmas monopolísticas¹⁷. Ao adicionarem estas fricções aos modelos RBC, os modelos nekeynesianos passam não só aceitar a possibilidade de impacto real das políticas econômicas, mas como a defender que podem e dever ser utilizadas para diminuir as oscilações do PIB em relação ao seu nível natural.¹⁸¹⁹

Dessa maneira, ao invés de utilizarem o conceito de demanda efetiva e tratarem como caso geral uma economia normalmente com capacidade ociosa, como faz a MMT, entendem que as fricções são resultados da falta de agilidade de a economia se ajustar ao equilíbrio do

16 Um exemplo interessante é a crítica de Lucas, que mostrou que o pressuposto dos modelos monetaristas de que os agentes ajustam preços de acordo com a inflação passada (e não com o que eles esperam que seja a inflação futura) implicaria que os agentes errariam ano após ano sem corrigir sua trajetória.

17 Isso não quer dizer que a firma é um monopólio, mas que tem algum poder para definir preços (ao contrário de um produtor de commodities, por exemplo).

18 Uma analogia interessante a esse método de modelagem é entender como ponto de partida uma economia completamente “uberizada”, onde os preços e os salários se ajustam imediatamente à demanda¹⁸ e, em cima dos resultados desse modelo, adicionar algumas fricções para que este se torne mais compatível com a realidade da economia como um todo.

¹⁹ É importante frisar que o “PIB *natural*”, termo utilizado pelo *mainstream*, não tem o mesmo significado do “PIB *potencial*” utilizado pela MMT. O PIB natural é entendido com a renda de equilíbrio na qual a economia gravita no longo prazo (MANKIW, 2020) enquanto o PIB potencial é entendido como a capacidade de produção máxima da economia, onde todos os trabalhadores e máquinas estão sendo utilizados. (KELTON, 2019)

RBC. Consequentemente, as intervenções recomendadas têm muito mais uma característica de diminuir oscilações do PIB real em relação ao PIB *natural* do que a de desenhar uma trajetória de maximização da produção da economia.

Partindo da “hipótese da independência”, que diz que a divisão do impacto gerado por uma política entre P e Q depende apenas dos fatores reais, e não do instrumento utilizado²⁰ (TURNER, 2016), fica claro tanto a falta de assimetria afirmada no item 1 quanto a possibilidade do uso de emissão monetária como ferramenta de política econômica.

Tendo isso em mente, é cada vez mais aceita pelo *mainstream* a viabilidade técnica da emissão monetária como ferramenta de política. No entanto, Gali (2016), por exemplo, defende que só seja utilizada essa ferramenta quando todas as outras já tiverem falhado, receoso de vieses inflacionários e descontrole da quantidade de moeda.

Nos próximos dois itens, focaremos nas críticas feitas à emissão monetária: no próximo, analisaremos as críticas teóricas – isto é, da viabilidade desse modelo no framework de política atual – e, no subsequente, às críticas políticas: conseguiríamos evitar que excessos fossem cometidos?

²⁰ Evidentemente o instrumento utilizado alterará a eficácia da política em aumentar Y_n . A hipótese aqui é que, dado esse aumento, a divisão entre preços e quantidades não dependerá deste instrumento

III. IMPEDITIVOS OPERACIONAIS E POLÍTICOS

3.1 A META DE JUROS

Nos itens anteriores, demonstramos que a emissão monetária é possível tanto de um ponto de vista da Equação de Trocas quanto da MMT ou dos modelos ortodoxos atuais. No entanto, não nos debruçamos nos mecanismos operacionais do setor bancário da economia, ponto extremamente importante para a efetividade da emissão monetária e para a diferenciação do seu impacto em relação às políticas mais tradicionais.

Já comentamos no item (3) que o principal instrumento de política monetária em um regime de metas é o controle da taxa de juros do mercado interbancário, através das operações de mercado aberto. O Brasil tem dois importantes sistemas que os bancos usam para trocar reservas entre si: a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP), onde os bancos trocam reservas utilizando Certificados de Depósito Interbancário (CDI), e o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), onde as operações são realizadas utilizando títulos públicos como garantia.

O Banco Central atua no SELIC, fazendo operações lastreadas em títulos públicos para retirar ou colocar moeda em circulação, visando manter a taxa de juros na meta estabelecida. Como, caso a taxa de juros entre esses sistemas fosse diferente, existiria a possibilidade de ganhos de arbitragem ao tomar dinheiro emprestado em um sistema e depositá-lo no outro, a taxa CDI acaba sendo muito próxima à taxa SELIC.²¹

Assuma então que o Estado decidiu fazer uma política de emissão monetária. Como hipótese simplificadora, assumo também que toda a moeda emitida transitará virtualmente, nunca sendo retirada na forma de papel moeda. Quando levamos em consideração que a demanda de reservas pelos bancos é fixa no curto prazo, conforme demonstrado por Borio (2019), toda essa moeda emitida se transformará em excesso de reservas.

Por sua vez, os bancos tentarão se livrar desse excesso de reservas no mercado interbancário, o que pressionará a taxa de juros para baixo. Com uma meta fixa de juros, o BC

²¹ Na verdade, existe tipicamente uma diferença de 0,1 ponto percentual, mas optei por deixá-la de lado.

será obrigado a intervir e retirar essas reservas do mercado, utilizando títulos públicos normalmente indexados à taxa SELIC. Mesmo que o BC opte por utilizar operações compromissadas para retirar o excesso de reservas, o pagamento de juros será igual ao da venda dos títulos públicos propriamente dita, ao menos enquanto essas reservas forem vistas como excessivas pelos bancos.

Dessa maneira, assumindo que o Banco Central não emite moeda para pagar os juros resultantes de uma emissão monetária, esta se transformaria em uma política fiscal simétrica a uma financiada com emissão de títulos. Como o objetivo de uma política de emissão monetária é justamente não incorrer nos problemas e restrições que este meio de financiamento traz, faz-se necessária alguma mudança no método de operação do Estado para que esta política faça sentido.

Uma solução é abandonar o sistema de metas de juros e deixar que as taxas do mercado interbancário cheguem a zero. Fortstater e Mosler (2005), proponentes da MMT, defendem que isso não somente é válido como é também o “natural”. Isso é uma consequência do fato que, em um framework que entende a moeda como fruto do Estado, qualquer política deste é, por natureza, uma emissão (ou contração) monetária.

Turner (2016), por sua vez, defende aumentar a alíquota de reservas compulsórias na medida necessária para contrabalancear a moeda extra emitida. Embora isso fosse significar o fim (ou a diminuição do rendimento) das hoje populares contas remuneradas, é uma solução bem menos disruptiva e de mais fácil aceitação.

Uma terceira possibilidade, trazida por Resende (2020), é alinhar o mecanismo de operação da política monetária à prática do FED, trocando as operações com títulos públicos por contas remuneradas diretamente pelo Banco Central. Embora isso ainda fosse manter a emissão monetária como algo custoso, provavelmente geraria a percepção de um menor risco, fazendo com que o Banco Central pudesse pagar uma taxa menor nos seus depósitos do que o Tesouro paga nos seus títulos.

Resumidamente, podemos concluir que política de emissão de reservas tende a se tornar equivalente a uma política fiscal convencional, caso seja feita mantendo os instrumentos de

operação atuais. No entanto, nada impede que sejam feitas mudanças institucionais para comportar esse novo instrumento, sejam elas mais radicais ou mais conservadoras.

3.2 É POSSÍVEL CONTROLAR A EMISSÃO MONETÁRIA?

Mesmo que as mudanças institucionais necessárias para garantir a diferença de efetividade entre uma política fiscal convencional e uma financiada com emissão monetária sejam colocadas em prática, como conseguiríamos garantir que o poder de emissão extra dado ao Estado não seria utilizado em excesso?

Essa é a crítica colocada por Edwards (2019) que, ao retroceder na história econômica latino-americana, constata que, em diversos casos onde ocorreram políticas expansionistas financiadas com emissão de moeda, o resultado foi alta inflação e crise econômica. Seu artigo é da maior relevância, pois sumariza de maneira clara a catástrofe que a condução irresponsável de política econômica pode ocasionar. No entanto, é importante buscar a separação entre o conteúdo de uma ideia e o seu proponente, assim como entender se a correlação entre o uso de emissão monetária e alta inflação pode ser extrapolada para uma causalidade.

Primeiramente, é importante frisar que o objeto em análise aqui não é a capacidade dos economistas proponentes da MMT em conduzir políticas econômicas, mas a viabilidade teórica e política de se utilizar emissão monetária como um instrumento. Dessa maneira, mesmo que se entenda que os proponentes da MMT não têm capacidade de conduzir qualquer política, isso não inviabilizaria o argumento que vem sendo desenvolvido ao longo deste texto.

Passamos assim ao segundo ponto: colocar a emissão monetária como ferramenta de política, mesmo sendo possível tecnicamente, levaria a um abuso de sua utilização e a um posterior descontrole inflacionário? Podemos prosseguir a análise dividindo a economia em dois possíveis cenários: um em que a taxa nominal de juros de equilíbrio²² é zero e outro em que essa taxa é positiva.

Caso essa taxa seja zero, o Banco Central estará relativamente impotente para fazer políticas expansionistas utilizando instrumentos convencionais, e a economia provavelmente

²² Aqui assumindo o arcabouço ortodoxo.

estará com um problema de falta de inflação – não de excesso. Portanto, a emissão monetária não seria um problema. Justamente por isso, é nessa situação que o *mainstream* (ou, pelo menos Gali (2016)) defende a *possibilidade* da sua utilização.

Já no caso em que a economia esteja com uma taxa de equilíbrio maior do que zero e as políticas convencionais sejam eficazes para aumentar a demanda nominal, a emissão monetária não será uma condição necessária para o descontrole inflacionário, pois estas próprias políticas já poderão gerá-lo. Posto de outra maneira: em uma situação convencional, os *policy-makers* já têm os instrumentos necessários para levar a economia à alta inflação, bastando ter a imperícia de fazer isto. Um exemplo interessante é a alta inflação do governo Dilma Rousseff, caso semelhante (embora menos intenso) aos trazidos por Edwards, e que ocorreu sem emissão monetária.

Por fim, podemos concluir que a possibilidade de pagar gastos públicos com emissão monetária pode ser como “colocar gasolina na fogueira”, potencializando os efeitos maléficos de políticas irresponsáveis. No entanto, isto não é uma condição necessária para a derrocada econômica proveniente de uma condução ruim de política – que provavelmente ocorrerá independentemente de poder ser financiada com emissão monetária ou não.

CONCLUSÃO

Ao longo dessa monografia, pudemos constatar que, ao contrário do senso comum, não há nada intrínseco a uma política de emissão monetária que faça com que esta seja sempre revertida em aumento de preços. Em cima deste conceito, analisamos as visões tanto da ortodoxia quanto da heterodoxia, representadas aqui respectivamente pelos neokeynesianos e pelos proponentes da MMT.

Embora sejam correntes construídas sobre métodos de análise praticamente opostos e costumem dar recomendações de política bastante diferentes, ambas apontam para a possibilidade e desejabilidade do uso de emissão monetária como um instrumento de política, ao menos em situações extremas.

Por fim, analisamos os impeditivos teóricos e políticos à colocação de tal política em prática. Pudemos concluir que, embora alguns ajustes tenham que ser feitos para a operacionalização da emissão monetária e que esta possa ajudar a potencializar ações inflacionistas, a utilização de emissão monetária não representa uma inflexão nos danos que podem ser causados por políticas malconduzidas.

Não é o objetivo desta monografia discutir detalhes operacionais ou oferecer recomendações de política, mas apenas analisar um tema que há muito tempo é tratado como tabu. Não é defendido aqui que a emissão monetária é uma política inegavelmente superior as outras, mas que não há nada que a caracterize como inferior.

Portanto, o que esse texto defende é que estudos mais aprofundados sobre essa ferramenta passem a ser feitos, e que o dogmatismo que a circunda seja deixado de lado, em prol de uma discussão sincera e que considere a emissão monetária como uma política econômica qualquer – porque ela é.

Ao analisar a “controvérsia do planejamento”, André Lara Resende concluiu que, embora Gudin fosse mais técnico e visionário em seus trabalhos do que Simonsen, seu datado framework monetário ajudou a manter o liberalismo em segundo plano até hoje. Como nota o próprio autor na citação que abre esta monografia, a escolha em manter esses dogmas pode, infelizmente, fazer com que esta história se repita.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BATINI, N. et al. **Fiscal multipliers: size, determinants, and use in macroeconomic projections**. International Monetary Fund, 2014.

BORIO, C. On Money, Debt, Trust, and Central Banking. **Cato J.**, v. 39, p. 267, 2019.

_____; DISYATAT, P.; ZABAI, A. Helicopter money: The illusion of a free lunch. **VoxEU.org**, 2016. Disponível em <<https://voxeu.org/article/helicopter-money-illusion-free-lunch>>. Acesso em 01 mar. 2020.

BUITER, W. H. The simple analytics of helicopter money: Why it works-always. **Economics**, v. 8, 2014.

CARVALHO, F. et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Elsevier Brasil, 2017.

EDWARDS, S. Modern Monetary Theory: Cautionary Tales from Latin America. **Cato J.**, v. 39, p. 529, 2019.

Exemplo: TEORIA. Dicionário online Michaelis, 25 abr. 2020. Disponível em <<http://michaelis.uol.com.br/busca?id=vkZ7X>>. Acesso em 25 abr. 2020.

FORSTATER, M.; MOSLER, W. The natural rate of interest is zero. **Journal of economic issues**, v. 39, n. 2, p. 535-542, 2005.

GALÍ, J. The effects of a money-financed fiscal stimulus. **Journal of Monetary Economics**, 2019. Galí, J. (2014). The effects of a money-financed fiscal stimulus.

_____. **Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to the new Keynesian framework and its applications**. Princeton University Press, 2015.

GOMES, I. I. **Helicopter money in a standard new keynesian model: modelling and simulation**. 2017. Dissertação de Mestrado.

KELTON, S. How to Tell When Deficit Spending Crosses a Line. **Bloomberg Opinion**, 2019. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-03-07/deficits-mmt-and-a-green-new-deal>> Acesso em: 25 abr. 2020.

_____. et al. We Can Pay for a Green New Deal. **Huffington Post**, 2018. Disponível em: <https://www.huffpost.com/entry/opinion-green-new-deal-cost_n_5c0042b2e4b027f1097bda5b> Acesso em: 25 abr. 2020.

KOCHERLAKOTA, N. Helicopter Money' Won't Provide Much Extra Lift. **Bloomberg Opinion**, 2016. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/view/articles/2016-03-24/helicopter-money-won-t-providemuch-extra-lift>. Acesso em: 25 abr. 2020.

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.

MANKIW, N. G. **A Skeptic's Guide to Modern Monetary Theory**. National Bureau of Economic Research, 2020. (Working Paper no 26650)

RESENDE, A. L. **Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática**. Portfolio-Penguin, 2020.

_____. **Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas**. Portfolio-Penguin, 2017.

TURNER, A. The case for monetary finance—An essentially political issue. In: **16th Jacques Polak Annual Research Conference, IMF, Washington**. 2015. p. 2.

WRAY, L. R. MMP Blog 48: IS THE JOB GUARANTEE NECESSARY?. **New Economic Perspectives**, 2012. Disponível em: < <https://neweconomicperspectives.org/2012/04/mmp-blog-48-is-the-job-guarantee-necessary.html> >. Acesso em: 25 abr. 2020.