

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

NESTOR AUGUSTO SCHAEGLER

É A TEORIA MONETÁRIA MODERNA UM POMO DA DISCÓRDIA?

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

Porto Alegre

2022

NESTOR AUGUSTO SCHAEGLER

É A TEORIA MONETÁRIA MODERNA UM POMO DA DISCÓRDIA?

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

Porto Alegre

2022

CIP - Catalogação na Publicação

SCHAEDLER, NESTOR AUGUSTO
É A TEORIA MONETÁRIA MODERNA UM POMO DA DISCÓRDIA?
/ NESTOR AUGUSTO SCHAEDLER. -- 2022.
65 f.
Orientador: ANTONIO ERNANI MARTINS LIMA.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2022.

1. TEORIA MONETÁRIA MODERNA. 2. ECONOMIA
PÓS-KEYNESIANA. 3. FINANÇAS PÚBLICAS. 4. POLÍTICAS
MONETÁRIA E FISCAL. 5. DÍVIDA PÚBLICA. I. LIMA,
ANTONIO ERNANI MARTINS, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

NESTOR AUGUSTO SCHAEGLER

É A TEORIA MONETÁRIA MODERNA UM POMO DA DISCÓRDIA?

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

Aprovação: Porto Alegre, em 05 de outubro de 2022.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima – Orientador

Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht

Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva

AGRADECIMENTOS

Quero homenagear minha mãe Maria Teresa (*in memoriam*),
que teve uma humilde vida de trabalhadora irrequieta
nas lides do lar, lá nos confins do interior inominado,
perdido nas roças inférteis de um lugar esquecido.
Foi ela que me aconselhou a buscar o mundo,
a aprender com o passado, mas superá-lo,
para descobrir através do conhecimento
o caminho do novo que
estava lá fora.

De seu filho, Nestor

RESUMO

Em anos recentes, a Teoria Monetária Moderna (TMM) vem sendo destacada na mídia. Vários economistas a consideram mais como um manifesto político do que uma teoria econômica genuína. Embora tenha obtido espaço no setor financeiro e no meio político, também tem sofrido fortes críticas de economistas e políticos conservadores e, inclusive, de setores com visão heterodoxa. Os aspectos contraditórios do espectro de críticas sugerem que talvez haja uma compreensão superficial ou errônea da sua doutrina. Ou, talvez, se trate apenas de uma corrente que defende uma prática política diferente, que dê mais ênfase a certos aspectos da presença do Estado na economia. Alegam alguns que a TMM não prega a formulação de políticas de governo que tendam a acumular déficits fiscais ou que haja uma mudança radical da forma como o Banco Central de um país se deva relacionar com o Tesouro, para obter um financiamento direto para os investimentos públicos. Economistas e políticos conservadores, porém, argumentam que a despreocupação ou até a negligência da TMM com a austeridade fiscal levará um país para a inviabilidade ou para uma hiperinflação. Embora o autor manifeste sua opinião na conclusão, a expectativa é que a apresentação das propostas para a política fiscal e monetária, assim como a discussão dos argumentos a favor e contra ela, permitam ao próprio leitor concluir se a TMM é ou não é uma “maçã da discórdia”, um assunto menor, mero gerador de controvérsias ou, ao contrário, se realmente é capaz de promover grandes avanços no desenvolvimento dos países.

PALAVRAS-CHAVE: Teoria Monetária Moderna (TMM). Economia pós-keynesiana. Cartalismo. Finanças funcionais. Inflação. Crescimento econômico. Finanças públicas. Políticas públicas. Dívida pública. Déficit fiscal. Política fiscal. Política monetária.

CLASSIFICAÇÃO JEL: B22. E12. E31. E32. E42. E50. E61. E62. H60. O1. O4.

ABSTRACT

In recent years, Modern Monetary Theory (MMT) has been highlighted in the media. Many economists regard it as more of a political manifesto than a genuine economic theory. Although it has gained space in the financial sector and in the political environment, it has also been heavily criticized by conservative economists and politicians, and even sectors with an unorthodox view. The contradictory aspects of the spectrum of criticism suggest that there may be a superficial or misunderstanding of their doctrine. Or, perhaps, it is just a current that advocates a different political practice, that places more emphasis on some aspects of the State's presence in the economy. Some argue that the MMT does not advocate the formulation of government policies that tend to accumulate fiscal deficits or that there is a radical change in the way a country's Central Bank should relate to the Treasury, in order to obtain direct financing for public investments. Conservative economists and politicians, however, argue that MMT's lack of concern or even negligence with fiscal austerity will lead a country towards nonviability or hyperinflation. Although the author expresses his opinion in the conclusion, the expectation is that the presentation of the proposals for fiscal and monetary policy, as well as the discussion of the arguments for and against it, will allow the reader to conclude whether or not the MMT is an “apple of discord”, a minor whim, generating controversies or, on the contrary, if it is really an issue capable of promoting great advances in the development of countries.

KEYWORDS: Modern Monetary Theory (MMT). Post-Keynesian economics. Chartalism. Functional finance. Inflation. Economic growth. Public finances. Public policy. Public debt. Fiscal déficit. Fiscal policy. Monetary policy.

JEL CLASSIFICATION: B22. E12. E31. E32. E42. E50. E61. E62. H60. O1. O4.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	13
3	BASES TEÓRICAS DA TMM	16
3.1	As contestações à teoria dominante	16
3.2	Moeda, câmbio, política monetária e política fiscal	19
3.3	Inflação e política de pleno emprego	27
4	CRÍTICAS À TEORIA MONETÁRIA MODERNA	34
4.1	A reação conservadora à TMM	34
4.2	As ponderações de Nicholas Gregory Mankiw	37
4.3	Paul Robin Krugman refuta axiomas da TMM	43
4.4	As três contestações de Lawrence Henry Summers	46
4.5	O “caminho do meio” de Olivier Blanchard	47
4.6	Thomas Sargent e a história das hiperinflações	50
4.7	Uma enquete na comunidade de economistas	53
5	CONCLUSÃO	57
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	62

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Curva de Laffer	43
Figura 2a – Pesquisa sobre a TMM – Pergunta A (respostas).....	59
Figura 2b – Pesquisa sobre a TMM – Pergunta A (respostas ponderadas)...	59
Figura 2c – Pesquisa sobre a TMM – Pergunta B (respostas)	59
Figura 2d – Pesquisa sobre a TMM – Pergunta B (respostas ponderadas)....	59

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BC – Banco Central

BCB – Banco Central do Brasil

EUA – Estados Unidos da América

MMT – Modern Monetary Theory

TMM – Teoria Monetária Moderna

TQM – Teoria Quantitativa da Moeda

1 INTRODUÇÃO

Por que a escolha do título “É a Teoria Monetária Moderna um pomo da discórdia?” para a monografia? Da mitologia grega, conhecemos a lenda do pomo de ouro. Durante o casamento de Peleu e Tétis, no Olimpo, apareceu Éris, a deusa da discórdia, que não havia sido convidada, e acabou com a alegria dos festejos, ao entregar uma maçã de ouro aos convivas, com a mensagem “para a mais bela”. Com esse repto, a confusão estava armada. As três deusas de maior poder, Hera, Afrodite e Atena, se lançaram a disputar a distinção. Nem Zeus quis julgar a causa, e passou a tarefa a Páris, um simples mortal, que era filho do rei Príamo, de Troia. Já se conhece a sequência do que ocorreu: a disputa das deusas, a proposta aceita por Páris, o consequente rapto de Helena e os fatos posteriores que mobilizaram exércitos na Hélade, relatados por Homero na *Ilíada* e na *Odisseia*, que causaram a Guerra de Troia.

A maçã de ouro dessa lenda passou a ser conhecida como “pomo da discórdia”, um termo que se usa para designar algo que promove acirradas disputas entre as pessoas. Os temas que geram as controvérsias não são necessariamente relevantes, assim como a mensagem que acompanhou a maçã de ouro lançada por Éris, que teve por objetivo unicamente estimular a vaidade pessoal das deusas. Porém, essa disputa sobre uma questão tão menor, uma mera fatuidade, adquiriu tais proporções que culminou com uma guerra que opôs exércitos, causou a morte de milhares de pessoas e destruiu o reino de Troia.

A monografia aborda a Teoria Monetária Moderna (TMM), que é muito recente e trata sobre o dinheiro: de como o dinheiro surge e de como ele é usado no ciclo econômico. Sabe-se de sua importância na vida moderna. É uma das maiores invenções do gênio humano. As regras que o controlam não são absolutas e imutáveis, pois são fruto da política dos homens, isto é, são uma obra humana. Quer dizer que elas obedecem a interesses, que podem favorecer uns em detrimento de outros. Quer-se que essas regras sejam feitas em prol de toda a sociedade, do bem comum e do bem-estar geral, pois o dinheiro está presente no dia a dia de todas as pessoas. Ele é de capital importância nas sociedades. Está na motivação de quase todas as guerras, na promoção da paz, no desenvolvimento dos países e nas grandes conquistas humanas.

Uma invenção tão importante e tão antiga como o dinheiro, no entanto, tem ainda muitos aspectos incompreendidos. Daqui em diante, a abordagem sobre o dinheiro será efetuada estritamente sob o ponto de vista macroeconômico, e abordará o ciclo de vida do

dinheiro emitido pelo Estado, desde sua criação até sua extinção. O Estado, sendo um ente soberano responsável pelo bem-estar de seus cidadãos, “cria” o dinheiro. É comum que se ouça que o dinheiro é um bem escasso. No entanto, a Teoria Monetária Moderna (TMM) assegura que a escassez de dinheiro é dependente de uma decisão política, e que seu caráter de escassez pode mesmo ser uma “inverdade”, fabricada para favorecer as classes dominantes. Uma afirmação dessas é de pasmar! É isso possível? Levantar uma questão dessas hoje - muitos séculos após a adoção do dinheiro na economia em substituição ao mero escambo, e séculos após a atribuição de sua criação ao Estado - causa estranheza, e com razão! Como entender que, após tantos anos, ainda temos uma dúvida tão básica sobre algo tão elementar, mas tão visceralmente fundamental para a vida social?

O que diz a Teoria Monetária Moderna? Ela vem trazer algo realmente novo, revolucionário, ou não traz? Ela inova ou cria princípios ou conceitos fundamentais originais, antes despercebidos? Cabe esclarecer se as reações, às vezes violentas, que contra ela ocorrem, são por desconhecimento do que está sendo discutido, ou por preconceito sobre o que ela professa. As razões dessas desavenças bem podem ser fatuidades, incompreensões de parte a parte ou frutos da ignorância sobre o assunto. Por essas razões, houve a escolha do título com os vocábulos “pomo da discórdia”, como alusão ao evento mitológico que ocorreu no Olimpo. As críticas recíprocas que opõem ortodoxos e heterodoxos podem ter algum fundamento, mas, parece haver certos pontos obscuros que ambos os lados ou procuram acobertar, ou não se dispõem a discutir, por qualquer razão. Uma das intenções da monografia é elucidar a procedência dessa suspeita.

A TMM, embora não citada explicitamente como teoria nova, é chamada de “moderna”. Para a grande maioria das pessoas, leigas ou não, pode parecer uma teoria nova, até com ares de “revolucionária”. Parece ser um exagero, tanto de quem a defende, como de quem a combate. A TMM é realmente um “pomo da discórdia”? Se sim, é em grande parte o fruto de ignorância, preconceito e bloqueio mental dos contendores de ambas as partes ou isso realmente se funda em alguma contradição teórica? Indícios há, em um juízo preliminar, de que há divergências na interpretação de alguns princípios, que advêm de disputas meramente políticas e ideológicas.

Um dos objetivos da monografia é que o leitor possa obter uma resposta para a pergunta: se as soluções propostas pela TMM são mesmo assim tão fáceis, tão óbvias, tão evidentes, por que ninguém ainda as adotou com sucesso?

Como se pode entender que ideias tão opostas sejam propostas para problemas tão grandes que estão aí a provocar crises por mais de três séculos e ninguém conseguiu resolvê-los? Será que a solução proposta pela TMM é tão simples, tão óbvia, uma verdadeira ideia salvacionista? Não é de crer que assim seja, pois tantos cérebros de grande quilate já pensaram esses problemas e não adotaram esse caminho tão trivial, tão fácil. Entender minimamente como soluções tão opostas são propostas para problemas tão grandes e persistentes do capitalismo moderno constitui um grande desafio e é um dos objetivos que aqui se busca.

A Teoria Monetária Moderna quer desfazer os mitos criados em torno do dinheiro, propondo-se a explicar como ele é criado e destruído e o que ocorre nesse ínterim. Ela alega que, infelizmente, o dinheiro adquiriu uma mística de ser externo ao Estado e à sociedade, quase como se tivesse um espírito autônomo. Afirma ter a solução para resolver os problemas econômicos que impedem ou retardam o desenvolvimento dos povos. Quer atingir o duplo objetivo de alcançar o pleno emprego com a estabilidade de preços, algo que o Banco Central de qualquer país também quer.

A TMM argumenta que os preços podem ser mantidos estáveis, não à custa da miséria dos desempregados, mas por meio de emprego aos desempregados dispostos a trabalhar. A TMM alega que vivemos sob um regime de austeridade e de medo do déficit público. Afirma que isso é uma perversidade, sustentada para manter privilégios de grupos que se beneficiam da distribuição desigual dos recursos finitos disponíveis (KELTON, 2020).

No meio político dos Estados Unidos, a teoria ganhou projeção com a proposta do *Green New Deal* (“novo acordo verde”), de autoria da deputada democrata por Nova York, Alexandria Ocasio-Cortez, com o apoio declarado do senador democrata, Bernie Sanders, que disputou com Hillary Clinton, em 2016, a indicação para concorrer à Presidência dos Estados Unidos. O economista Edmar Bacha assinala que a congressista democrata Ocasio-Cortez cita frequentemente a teoria como uma alternativa viável para orientar as decisões da economia dos Estados Unidos (BACHA, 2019).

Veja-se a importância desse tema. O que a TMM tem a nos dizer? Ela tem os pés no chão, ou acredita em uma miragem? Stephanie Kelton, uma das mais importantes defensoras dessas ideias nos Estados Unidos, usa expressões de impacto, denunciando que há mitos que nos impedem de enxergar o nosso verdadeiro poder. Alude indiretamente à estrutura da frase histórica de Karl Marx no *O Manifesto Comunista*, quando ela escreve que nada temos a perder, exceto as restrições que nós mesmos nos impomos, sem razão (KELTON, 2020).

E o que dizem os economista de nosso tempo? Parece que até há pouco eles não se manifestavam, ou como forma de desdenhar a TMM ou porque não queriam expor-se a combatê-la, por alguma razão. Recentemente, porém, com a notoriedade que a TMM começou a conquistar no meio político e acadêmico, expoentes do “mainstream”,¹ do conservadorismo, da ortodoxia e do monetarismo, como N. Gregory Mankiw, Paul Krugman e outros economistas saíram a campo para combater os argumentos da teoria. Afinal, trata-se de um tema tão importante para todas as pessoas e todos os países, que não pode passar em branco!

No Brasil, o tema passou a ganhar destaque e divulgação na imprensa quando André Lara Resende publicou vários artigos no jornal *Valor Econômico*. Ele foi um dos principais formuladores do Plano Real e obteve seu título de PhD no MIT. André Lara Resende, além de suas credenciais acadêmicas, possui grande experiência no setor público e também no ambiente privado, pois foi presidente do BNDES, ex-diretor do Banco Central e sócio fundador do Banco Matrix.

Os princípios gerais da TMM constituem tema de pesquisa no Brasil há pelo menos duas décadas. Um dos núcleos pioneiros nesses estudos é o Instituto de Economia da UFRJ, com o professor Carlos Bastos Pinkusfeld. Também se destacam outros centros, como a UFPR, com o professor Fabiano Dalto e a UNICAMP, com a professora Simone Deos. Existem várias teses, dissertações e artigos acadêmicos publicados no site <https://mmtbrasil.com>. Como será visto logo adiante na revisão bibliográfica, há alguns poucos livros publicados no Brasil sobre o tema, dentre eles, o primeiro manual de Teoria Monetária Moderna em língua portuguesa, de Fabiano A. S. Dalto *et al*, de 2020.²

O objetivo mais amplo da monografia é apresentar ao leitor informações básicas a respeito da visão da TMM sobre a economia, ressaltando o que ela traz de novo em relação ao pensamento dominante (“mainstream”), as justificações para as mudanças teóricas propostas e os benefícios delas advindos. A monografia abordará o tema em três capítulos centrais. O capítulo 2 encarregar-se-á de efetuar uma revisão bibliográfica sobre a teoria, desde suas

¹ Em Economia, entende-se por “mainstream” o conjunto de ideias de diversas escolas de pensamento consideradas ortodoxas ou de tradição neoclássica. Os seus modelos são baseados no conceito de escassez dos bens, no papel regulador do Estado, na procura pela maximização da utilidade e na racionalidade do agente ao efetuar escolhas.

² DALTO, Fabiano A. S. & GERIONI, Enzo M. & OZZIMOLO, Julia A. & DECCACHE, David & CONCEIÇÃO, Daniel M. **Teoria Monetária Moderna** – MMT: a chave para uma economia a serviço das pessoas. Fortaleza: Editora Nova Civilização, 2020.

origens, nos Estados Unidos, e sua chegada no Brasil, efetuando uma resenha da literatura fundante da TMM.

No capítulo 3, serão expostas as bases teóricas da TMM, segundo os seus principais defensores, abordando os títulos macroeconômicos principais, como a política monetária, a política fiscal, o câmbio, os problemas da inflação e do pleno emprego. No quarto capítulo dar-se-á voz aos críticos da TMM, concentrando novamente nos principais aspectos macroeconômicos do capítulo anterior, onde aparecem as opiniões de ortodoxos e heterodoxos, com ênfase nos seus dois princípios basilares: (a) a impossibilidade de um governo de Estado soberano ir a “default” em sua própria moeda e (b) a possibilidade recorrente de cobrir os déficits mediante a emissão monetária.

Como são muitos os autores que têm opiniões sobre a TMM, a favor e contra, apresenta-se a síntese de alguns poucos economistas de renome que cobrem temas paradigmáticos, privilegiando sempre o que se entende que sejam os argumentos mais racionais, quer pela técnica econômica, quer pela experiência histórica. Procura-se omitir questões acadêmicas e políticas que pouco ou nada acrescentam para o esclarecimento do leitor, já que este é o objetivo primordial.

Embora o autor da monografia manifeste no final sua opinião sobre as questões propostas acerca da originalidade da TMM e da validade de seus princípios, pretende-se que o próprio leitor tenha uma resposta às questões formuladas na introdução desta dissertação, com base nos fundamentos defendidos pela TMM, nos argumentos contrários de seus críticos, nos estudos empíricos já feitos, e, na medida do possível, na racionalidade de postulados da ciência econômica.

Zeus, que era o deus de todos os deuses do Olimpo, era conhecido por sua sábia prudência. Ele recusou-se a arbitrar a questão suscitada pelo “pomo da discórdia”, escolhendo Páris para fazê-lo. Percebeu que o repto lançado pela deusa intrigante era uma mera veleidade para satisfazer as vaidades das outras deusas e pô-las em conflito, e ele, Zeus, astutamente se subtraiu ao julgamento. Quem teve que fazê-lo foi Páris, um mortal.

Também aqui na Terra, no mundo real, na vida prática dos homens, é importante desenvolver a capacidade do discernimento, para efetuar um julgamento sobre coisas, fatos e teorias. Para isso, é necessário efetuar a análise de argumentos pró e contra e ponderá-los com as próprias convicções. Por isso, se o leitor, ao final desta dissertação – complementando-a, se necessário, com fontes adicionais de seu interesse – sentir-se à vontade para responder e justificar uma resposta às perguntas feitas, e puder traçar os paralelos dessa discussão com o “pomo da discórdia” da mitologia grega, alvissaras, o autor ficará satisfeito!

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Os livros e artigos relativos à Teoria Monetária Moderna foram escritos majoritariamente por pessoas de visão heterodoxa. No Brasil, o mais destacado economista que escreveu sobre o tema é André Lara Resende. Recentemente, no início de 2020, foram lançados dois livros sobre o tema: uma tradução do livro de Warren Mosler, até então inédito por aqui e outro livro escrito por diversos professores (Fabiano A. S. Dalto e outros), de várias Universidades do País, ambos editados pela Editora Nova Civilização, de Fortaleza.

No âmbito internacional, as primeiras ideias que surgiram na mídia foram de Randall Wray, o mentor original da TMM, na primeira década dos anos 2000. Ele se baseou em predecessores de mais longa data, os defensores da teoria dos Cartalistas e os das Finanças Funcionais, ambas da primeira metade do século passado. As ideias de Keynes que permeiam por todas essas correntes, já são bem conhecidas (AGGIO & DA ROCHA, 2009; WRAY, 2003 e 2015).

A Teoria Monetária Moderna ainda é pouco conhecida, inclusive nos meios acadêmicos. Surgiu há mais de 20 anos, mas é praticamente desconhecida no Brasil e mesmo nos Estados Unidos. Seu berço é a Universidade de Missouri, em Kansas City, Missouri, nos Estados Unidos. A TMM sintetiza ideias da *Teoria do Dinheiro do Estado* de Georg Friedrich Knapp (mais conhecida como Cartalismo) e da *Teoria do Crédito do Dinheiro* de Alfred Mitchell-Innes, as propostas de *Finanças Funcionais* de Abba Lerner (1943), as visões econômicas de Hyman Minsky sobre o sistema bancário e as ideias de Wynne Godley (KELTON, 2020; KNAPP, 1924; RESENDE, 2017a, 2017b, 2019a e 2019b).

A popularização da TMM ocorreu mais recentemente, quando o economista heterodoxo Randall Wray escreveu seu livro *“Trabalho e moeda hoje”* (disponível em português).³ Com essa obra, ela se tornou mais conhecida da opinião pública, especialmente nos Estados Unidos. Houve a tradução para o português, por José Carlos de Assis (WRAY, 2003 e 2015). Outro divulgador é Warren Mosler, com seu livro *“As sete inocentes fraudes capitais da economia”* (disponível em português). Em junho de 2020, o livro de Stephanie Kelton, *The Deficit Myth* tornou-se um “bestseller” do *New York Times*. Não há ainda tradução para o português. As ideias desses autores serão abordadas adiante.

³ O título original da obra é *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*.

Embora os alicerces da TMM se baseiem nas teorias Cartalistas de Knapp, lançadas no início do século passado e na Teoria das Finanças Funcionais de Abba Lerner, também de meados do século passado, ela ficou adormecida até o advento das crises econômicas dos anos 1980, com a escalada da inflação, baixo crescimento, aumento das dívidas públicas e níveis crescentes de desemprego nos países. Um substrato importante da Teoria Monetária Moderna se baseia na doutrina de Keynes e de seus seguidores e sucessores, novos keynesianos e pós-keynesianos, que propugnam por um maior papel do Estado no fomento do desenvolvimento econômico. Todas essas teorias que foram usadas para fundamentar a TMM são conhecidas e já publicadas, e foram objeto de acalorados debates ao longo de muitos anos.

No Brasil, o defensor pioneiro dessas ideias, como dito antes, foi o economista André Lara Resende. Surgiram outros nomes, que se tornaram conhecidos através de artigos e livros sobre o tema, alguns bem recentes, como Fabiano A. S. Dalto e Júlio Cesar de Aguiar. No meio acadêmico brasileiro, a TMM foi objeto de pesquisas de uma equipe da UFRJ, especialmente Franklin Serrano, Carlos Bastos Pinkusfeld e Ricardo Summa.

Com a popularização crescente dessas ideias na mídia impressa, falada e televisionada, as pessoas mais ligadas aos temas da economia passaram a ficar curiosas e muitas começaram a buscar respostas para uma série de dúvidas a respeito do orçamento e das finanças públicas. Os seus defensores enfatizam que o cerne da TMM não é o aumento irresponsável dos gastos públicos, mas a funcionalidade das finanças, a qualidade da tributação e dos gastos do Estado, em áreas vitais para o bem-estar social, como infraestrutura para a geração de renda à população e investimentos em setores sensíveis como o meio ambiente, a saúde, a educação e a segurança pública (DALTO, 2020; RESENDE, 2019a).

Segundo Edmar Bacha (outro economista brasileiro que apoia alguns princípios da teoria), a TMM passou muito tempo relegada ao mundo acadêmico, e, ainda assim, discutida apenas em universidades e revistas de pouco prestígio nos Estados Unidos (BACHA, 2019). Ela ganhou força quando Stephanie Kelton, da Universidade de Stony Brook, foi a Washington para assessorar o senador Bernie Sanders. Este político disputou com Hillary Clinton a candidatura presidencial do Partido Democrata nas eleições de 2016.

Ao tornar-se pauta do Partido Democrata dos Estados Unidos, a teoria chamou a atenção de nomes influentes do pensamento econômico norte-americano, que “partiram para um impiedoso ataque”. Bacha cita três deles: Paul Krugman, Nobel de Economia; Larry Summers, presidente emérito da Universidade Harvard e ex-secretário do Tesouro norte-americano; e Kenneth Rogoff, também da Universidade de Harvard (BACHA, 2019).

A TMM é uma extensão natural das ideias Cartalistas, das Finanças Funcionais e da doutrina de Keynes. Há críticas várias de economistas de renome, cujas opiniões não se pode desprezar, pois eles certamente têm algo importante a dizer, como Paul Krugman e Nicholas Gregory Mankiw. Quanto a uma possível orientação ideológica da TMM, geralmente os seus defensores apressam-se em explicar que ela é apenas uma descrição de operações de crédito e de débito, de pagamentos e de receitas entre o setor público e o setor privado de uma economia e negam que haja preferências por orientações políticas.

O que a TMM pretende é ser uma alternativa ao pensamento dominante. Alegam seus defensores que o pensamento do “mainstream” tem proposições inconsistentes com a realidade do funcionamento do sistema monetário real do mundo de hoje. Da mesma forma, em sua maioria, afirmam que ela não é uma teoria nova, e sim, uma nova abordagem sobre a macroeconomia, embora já tivesse sido defendida por grandes pensadores, que foram marginalizados pelo “mainstream” (DALTO, 2020).

É nessa mesma linha de pensamento que Stephanie Kelton apresenta a teoria em seu livro, *The Deficit Myth* (“O Mito do Déficit”), ainda não traduzido para o português. Kelton descreve os princípios fundamentais da TMM, no afã de construir uma economia mais benéfica em prol das pessoas. Ela esclarece que a teoria não é uma teoria nova, e sim, uma leitura apartidária através da qual é descrito o nosso sistema monetário, da forma como ele realmente funciona. Faz uma verdadeira apologia dessa nova visão, acreditando tratar-se de uma revolução copernicana que nos oferece um horizonte inimaginável de oportunidades para a sociedade.

3 BASES TEÓRICAS DA TMM

3.1 As contestações à teoria dominante

Para servir de fio condutor para uma apresentação da base teórica fundante da TMM, uma boa escolha é analisar os postulados de um dos principais livros que foi escrito acerca do tema, que é o de Warren Mosler, com título “As sete inocentes fraudes capitais da economia” (MOSLER, 2020).⁴ Nessa obra, ele toma emprestado do economista John Kenneth Galbraith a noção de “fraude inocente” para compor o título. Seu propósito é identificar e contestar sete mitos econômicos que estão presentes no conhecimento comum das pessoas sobre economia.

O termo “conhecimento comum” é empregado pelo autor para referir-se ao saber das pessoas leigas, que não costumam questionar conceitos básicos da economia, pois os aceitam como verdades incontestáveis ou do senso comum. Acontece, porém, que muitos economistas também desconhecem essa realidade. Mosler pretende mostrar que essas crenças – sejam inocentes ou não, quer frutos da ignorância ou da má-fé - não passam de inverdades. Procura explicar didaticamente o que realmente ocorre na economia cotidiana, recorrendo a fatos e exemplos de sua vida profissional.

Uma das fraudes básicas que Mosler aponta é a afirmação amplamente arraigada nos cursos acadêmicos que as finanças do governo são assemelhadas às finanças do orçamento equilibrado de uma família. Diz-se que é necessário primeiramente arrecadar receitas, mediante a tributação ou a tomada de empréstimos, para só depois efetuar gastos públicos. O texto procura desmontar alguns sentidos comuns, que diz serem errôneos. O mito de que o orçamento do governo seria como um orçamento doméstico é desmentido pelo simples fato de que o Governo soberano emite a moeda fiduciária, enquanto as famílias são apenas usuárias da moeda. Em termos de uso da moeda, são agentes até opostos.⁵

Essa analogia, criticada por Mosler, que se faz às vezes entre as finanças do governo e as finanças de uma família, realmente não pode ser feita assim, de forma rasteira, porque o governo tem a prerrogativa de imprimir dinheiro, se for de um país soberano. Dessa forma,

⁴ Warren Mosler não é um ilustre desconhecido. Fez seu nome como investidor, conselheiro de presidentes da república, governadores e congressistas. O autor é um dos pais fundadores da TMM nos EUA e uma pessoa que não é da academia.

⁵ Na prática atual, o Resultado Primário Orçamentário = $(G + Ig) - T$, isto é, o consumo do governo (G) mais o investimento do governo (Ig) antecedem a receita tributária do governo (T), de forma que um superávit primário sempre terá sinal negativo $(G + Ig) < T$, assim como um déficit primário sempre terá sinal positivo $(G + Ig) > T$.

um país jamais irá à falência em sua própria moeda. Isso se aplica inclusive a países emergentes, desde que eles emitam sua própria moeda e tenham um regime de taxas de câmbio flutuantes. A maioria dos defensores da TMM usa esse argumento, o que, de fato, não é uma inverdade (DALTO, 2020; KELTON, 2020; RESENDE, 2019a e 2019b).

Mosler critica o mito de que o déficit orçamentário é algo sempre muito ruim. Considera que essa afirmação é um disparate, quando se trata de uma nação soberana que emite a sua própria moeda. Estas nações, onde se inclui o Brasil, não estão sujeitas a qualquer restrição financeira em gastos efetuados na moeda nacional que emitem. Não existe um limitante operacional que condicione o volume de gastos com a receita tributária. A propalada “insolvência” do Estado não pode ocorrer, alega ele. É uma rematada bobagem, pois o governo não necessita da receita tributária para poder gastar.

Aqui, as afirmações de Mosler entram em um terreno movediço. Os ortodoxos não concordam com isso, pois a emissão desenfreada de moeda para cobrir débitos, causa grandes problemas na economia, a iniciar pela inflação (KRUGMAN, 2019; MANKIW, 2020). De fato, aí reside o cerne da questão: se a emissão causa ou não inflação é uma resposta que pode fulminar os fundamentos da TMM, ou robustecê-los. Entra aí em discussão a teoria monetarista, atacada em seus fundamentos. Ver-se-á isso, um pouco adiante.

Sabe-se que, por ser o déficit orçamentário um dos pontos fulcrais que sustenta o discurso da Teoria Monetária Moderna, ele é objeto de ojeriza do “mainstream” e da ortodoxia econômica. Mosler procura mostrar didaticamente que esse déficit é uma adição à poupança do restante da economia, pois aumenta diretamente e na mesma proporção a poupança de ativos financeiros do setor não-governamental, constituído pelas famílias e empresas. Sustenta que a prova disso pode ser feita por uma demonstração algébrica elementar (AGGIO, 2019; DALTO, 2020).⁶

Argumenta também que a alegação de que déficits orçamentários oneram o futuro de nossos filhos também esconde inverdades, quando a afirmação é feita “de pronto”, sem explicações. É preciso explicar o que se quer dizer com isso, pois essa afirmação, feita assim,

⁶ Simbolizando por (Tr) as transferências recebidas pelas famílias e (J) os juros por elas recebidos do governo e (I) o investimento feito pelas firmas, será válida a expressão $(Y-C-T+Tr+J) - I \equiv (G-T+Tr+J) + (X-M+FLREX)$. FLREX é a diferença entre os fluxos de rendas enviadas ao exterior e as recebidas do exterior. O termo $(Y-C-T+Tr+J)$ representa a poupança das famílias. Subtraindo deste termo o investimento I das firmas, ter-se-á a poupança do setor privado: famílias + firmas. O 1º termo do lado direito representa o balanço financeiro do setor público. O último termo da equação representa o balanço financeiro do resto do mundo, ou balanço das Transações Correntes. Dessa equação, deduz-se que a soma dos déficits de um ou mais setores deve ser igual ao superávit do(s) outro(s) setor(es). Daí advém a conclusão de “*que o déficit do setor público permite ao setor privado acumular riqueza financeira líquida e compensa perda de riqueza financeira privada quando há déficit em transações correntes.*” (DALTO, 2020)

de forma rasa, pode servir a propósitos enganosos. É uma afirmação falsa, portanto, afirma Mosler.⁷

Não é necessário também que um país soberano necessite de poupança para então poder efetuar investimentos. É o inverso que é a verdade, conforme já demonstrara Keynes. O investimento aumenta a renda, que, por sua vez, aumenta a poupança. É uma completa inversão da causalidade do binômio “investimento *versus* poupança” da economia clássica, insiste ele.

O déficit orçamentário do governo não reduz necessariamente a poupança de uma economia. Não existe essa vinculação obrigatória, sustenta Mosler. É uma falácia dizer que a poupança deve preceder ao investimento, afirma o autor. Ele se apoia na causalidade do investimento gerando a poupança e não o contrário. Se, para poder gastar é necessário ter renda, conclui o autor, é de se concluir logicamente que o gasto público tem que ser anterior aos impostos, que geram a renda pública. Conclui que essa inversão aniquila a ideia de que o Governo precisa primeiro arrecadar para depois despender (MOSLER, 2020; RESENDE, 2019a e 2019b).

Uma decorrência dos postulados da TMM até aqui elencados é um ataque direto àquelas pessoas que afirmam que a Previdência Social está falida. Se forem verdadeiros esses postulados, não se poderia jamais afirmar algo assim, pois ela é custeada na moeda nacional de um país soberano. Outra afirmação similar que claudica é que o déficit da balança comercial cria um desequilíbrio insustentável, que destrói a produção de um país e aniquila os empregos para seus cidadãos. Se for uma afirmação categórica, sem explicações e condicionantes, seria uma rematada inverdade, para enganar os “inocentes”, como acusa a TMM.

Mosler pretende mostrar que, como uma decorrência lógica da derrubada desses mitos, não é definitivamente ruim que déficits mais elevados gerados hoje representem uma tributação mais pesada no futuro (MOSLER, 2020). Como se vê, essas afirmações ou negações de Mosler são verdadeiros golpes no fígado dos ortodoxos da economia. Ressalta Mosler que as fraudes citadas podem não ser intencionais, para não acusar de má-fé todas as pessoas que nelas acreditam. Alega que são simplesmente mitos, e não são verdades no nosso mundo real.

⁷ A equação que define a variação percentual da dívida pública com o PIB será discutida brevemente no final do item 3.2 adiante.

3.2 Moeda, câmbio, política monetária e política fiscal

A grande novidade que a TMM diz trazer é que o dinheiro é mera unidade de conta, criada pelo Estado. A moeda não é uma mercadoria! É apenas uma unidade de conta! Essa visão é defendida desde a primeira metade do século passado, nas obras de Knapp (1924), Keynes (1930) e Abba Lerner (1947).

Os gastos públicos sempre criam dinheiro, enquanto os títulos da dívida pública o destroem. Os títulos são emitidos com o objetivo de regular a taxa de juros, que é determinada pela política do governo. O governo emite títulos com o objetivo de drenar as reservas em excesso, para que a taxa de juros não caia indefinidamente no curto prazo. No Brasil, é vedado ao Banco Central (BCB) emitir dívidas próprias, pois os títulos só podem ser emitidos pelo Tesouro.

Quando o governo realiza gastos, o Tesouro introduz novas reservas no sistema bancário, enquanto que, ao recolher tributos, o Tesouro retira reservas do sistema bancário. Assim, os déficits públicos injetam mais reservas no sistema bancário, o que tenderia a abaixar as taxas de juros. Para mantê-las no nível desejado, são emitidos novos títulos pelo Tesouro. As operações do Tesouro, neste caso, são equivalentes às operações do BC quando este retira reservas excessivas do sistema bancário.

Com base nessa sequência de operações do Tesouro e do BC com os bancos, a TMM afirma que o aumento do déficit público tende a provocar reduções nas taxas de juros de curto prazo e isso só não ocorre porque o BC intervém ou o Tesouro emite títulos públicos. Se essa intervenção reguladora não ocorresse, a taxa de juros de curto prazo tenderia a zero com o aumento dos déficits públicos. Esse argumento é usado pela TMM para contestar a afirmação do “mainstream” no sentido de que o governo está sujeito, como as famílias e as firmas, à restrição orçamentária.

Para a teoria dominante, o financiamento de déficits do governo acarretaria elevação na taxa de juros e não a sua diminuição. A TMM sustenta que nem os tributos, nem a emissão de títulos públicos financiam os gastos do governo. O gasto público implica sempre emissão de moeda, na forma de crédito nas contas dos bancos privados. Parte desta moeda emitida é destruída pela tributação e pelo mecanismo de ajuste junto aos bancos privados pela emissão de títulos públicos (DALTO, 2020).

O déficit público é um aumento na renda e na riqueza financeira líquida do setor privado, sustenta a TMM. Quando o governo entra em superávit em suas contas, é certo que o setor privado está com déficit. Além do governo e do setor privado, se somarmos as contas

com o resto do mundo, teremos três setores. É facilmente demonstrável que o superávit de qualquer um destes três setores requer que pelo menos um dos outros dois esteja em déficit. Também é dedutível que o setor privado não é capaz de gerar riqueza líquida para si mesmo (DALTO, 2020).

A moeda é endógena, segundo a TMM. Ela é criada pelos bancos e outros agentes sem que seja necessário que haja depósitos prévios e que haja reservas. Se mais reservas forem necessárias, os bancos possuem linhas diretas de crédito para obtê-las com o Banco Central. Quando a moeda é endógena, a taxa de juros necessariamente será exógena, porque somente o Banco Central detém o monopólio das reservas, fornecendo-as ao sistema bancário, quando necessário, ou, recebendo-as em troca da emissão de títulos do governo (DALTO, 2020).

A discussão sobre o papel da dívida pública (D) e sua variação (ΔD), a influência da taxa de juros (i), o efeito da tributação (T) e a variação da base monetária ($\Delta M0$) é fulcral para entender as divergências de entendimento entre o “mainstream” e a TMM, razão pela qual será analisada com mais vagar, com base na expressão que segue (DALTO, 2000):

$$G + iD = T + \Delta M0 + \Delta D \quad (1)$$

O lado esquerdo da expressão mostra os gastos do Governo (G) e os gastos com os juros da dívida pública (iD), enquanto que do lado direito constam a tributação (T), a variação da base monetária ($\Delta M0$) e a variação da dívida pública (ΔD), em um determinado período de tempo. Com essa estrutura algébrica, o déficit ou superávit primário será dado por $(G - T)$, enquanto o déficit ou superávit público global será dado por $(G + iD - T)$.

Por exemplo, se em determinado período o governo gastou $G = \$100$, pagou $\$10$ como juros pela dívida pública, recolheu $\$80$ com tributos e a despesa pública durante o período diminuiu $\$5$ ($\Delta D = -5$), a variação da base monetária deve ter sido de $+\$35$ (aumentou a base monetária: $\Delta M0 > 0$, com sinal positivo). O superávit primário, nesse caso, foi de $(T - G) = \$80 - \$100 = -\$20$ (ou o déficit primário foi de $(G - T) = \$100 - \$80 = \$20$). O superávit público global foi de $T - (G + iD) = \$80 - (\$100 + \$10) = -\30 (ou o déficit público global foi de $\$30$).

Em face à expressão (1) acima, o que dizem os neoclássicos sobre o déficit público? E o que dizem os defensores da TMM? A equação expressa uma relação entre entradas e saídas de recursos, em determinado período de tempo, usando como referência o Governo. Essa expressão aproxima-se a uma tautologia. Ela representa adequadamente uma operação algébrica de variáveis de fluxo e de variações positivas e negativas (incrementos ou decrementos) que sempre terão que satisfazer a igualdade, como ela está posta. Onde está, então, o motivo da controvérsia? Ora, não se acha nem na natureza das parcelas e nem na

expressão matemática que as relaciona entre si, e sim, na precedência de uma(s) sobre outra(s), ou seja, na causalidade. Discute-se o que é causa e o que é efeito.

Segundo a TMM, os economistas neoclássicos enxergam equivocadamente o processo da seguinte maneira: se houver déficits públicos ($G + iD > T$), eles devem ser financiados por aumentos na dívida pública (ΔD) ou por emissão de moeda ($\Delta M0$). Se ocorrer o aumento da dívida pública ($\Delta D > 0$), os déficits provocarão o aumento das taxas de juros (i), com o que a dívida pública atingirá um patamar insustentável. Neste ponto extremo, o Governo daria um calote, pois o setor privado recusar-se-ia a continuar com o financiamento da dívida. Se a solução escolhida fosse a de monetizar a dívida emitindo moeda, em vez de um calote na dívida pública, ter-se-ia o surgimento ou o recrudescimento de um processo inflacionário.

A TMM, por sua vez, afirma que o gasto público ($G + iD$) é sempre financiado com emissão de moeda ($\Delta M0$), geralmente na forma de reservas que são creditadas no sistema bancário privado. *“Contudo, a tributação e o ajuste de portfólio dos agentes privados fazem com que parte da moeda criada pelos gastos públicos seja destruída, seja pelo pagamento de impostos ou pela conversão em títulos de dívida pública”* (DALTO, 2020). Recorde-se que a destruição de reservas ocorre toda a vez que títulos públicos são comprados do Tesouro ou do BC, como também quando os tributos são pagos pelo contribuinte.

A TMM condensa o cerne dos dois entendimentos antagônicos ao dizer que a visão convencional enxerga a fórmula $G + iD - T = \Delta M0 + \Delta D$ como a restrição orçamentária do Governo - que é uma relação *ex-ante* - e que a Teoria Monetária Moderna a vê como resultado *ex-post* do balanço setorial. O lado direito da fórmula expressa quanto do déficit do Governo ($G + iD > T$) os agentes privados desejam manter na forma de papel-moeda ou reservas ($\Delta M0$) e quanto desse déficit desejam manter na forma de dívida pública (ΔD).

Para a TMM, as parcelas T , $\Delta M0$ e ΔD não representam as formas de financiamento do Governo e sim, o processo da política fiscal, pois o financiamento dos gastos públicos é sempre feito mediante criação de moeda, que é creditada na reserva dos bancos. Enquanto a tributação destrói parte dessas reservas, a venda de títulos se ajustará à demanda dos bancos para reduzir o excesso de reservas, de tal forma que $\Delta M0$ será a variação de reservas que os bancos desejam ou o papel-moeda que o público deseja manter (DALTO, 2020, p. 90).

Para evidenciar a relação causal que defende, a TMM argumenta que os agentes privados só conseguem pagar tributos e adquirir títulos públicos se antes receberem pagamentos na moeda do Estado. Ainda que os agentes privados possam criar meios de pagamentos privados - como, por exemplo, mediante depósitos à vista - eles não conseguem criar meios de pagamentos de tributos e de títulos públicos.

Toda essa argumentação tem por objetivo demonstrar que o Governo, quando emite sua própria moeda soberana, não sofre restrições financeiras, ao contrário do que alegam os economistas da corrente convencional. Para os defensores da TMM, esse é o erro fundamental dos neoclássicos e dos economistas ortodoxos em geral, quando transpõem para um governo soberano uma condição restritiva que só se aplica a agentes (públicos e privados) que não emitem sua moeda, pois estes realmente, sim, sofrem essas restrições, pelo fato de que precisam financiar seus déficits em moeda que é emitida por terceiros.

A prerrogativa de o Estado ser o emissor de sua própria moeda soberana é uma condição *sine qua non* da validade da doutrina da TMM. Em uma economia fechada, em que não existem fluxos de moeda, bens e serviços com o mundo externo, essa condição basta. Quando se considera, porém, uma economia aberta ao mundo, há a possibilidade de haver limitações para a liberdade da atuação estatal, advindas do regime de câmbio adotado e dos passivos formados em moeda estrangeira. Isso ocorre quando o País está vinculado a promessas de conversão da moeda doméstica em estrangeira ou em metais preciosos, como o ouro. Uma promessa de conversibilidade é uma decisão soberana e autônoma do Estado e passa a ser uma obrigação internacional que deve ser cumprida, tendendo a reduzir em algum grau a sua soberania monetária.

Adotar um ou outro regime de câmbio é uma decisão de cada Estado, e depende de muitos fatores, que não serão discutidos na monografia. Ao longo da história, dependendo da época e das circunstâncias de cada país, já houve vários regimes de câmbio. O padrão-ouro foi o mais difundido regime de câmbio fixo, que perdurou por quase 100 anos. Ao padrão-ouro lastreado no metal depositado em cada país seguiu-se o padrão-ouro lastreado no dólar dos Estados Unidos da América, chamado de padrão dólar-ouro, que subsistiu até 1971.⁸ O país que adota o câmbio fixo deve acumular reservas suficientes para dissipar qualquer desconfiança sobre sua capacidade de cumprir a conversão de moedas na paridade vigente.

Como o país acumula essas reservas? Por dois modos: ou obtém superávit nas transações correntes com o mundo externo ou toma empréstimos no exterior. Obter superávit em transações correntes no balanço de pagamentos depende da estrutura da economia nacional e dos fluxos de renda líquida para dentro e para fora do país. Mexer nessa conta não é algo que se faz de uma hora para outra! Esse saldo positivo pode ser construído ao longo do tempo, mediante políticas austeras de ordem fiscal e monetária, geralmente para inibir as

⁸ No dia 15 de agosto de 1971, Richard Nixon, presidente dos Estados Unidos, anunciou um plano econômico que cortava a paridade do dólar americano com o ouro, ou seja, a sua conversibilidade nesse metal. Desde então, o sistema monetário mundial tendeu a usar regimes de câmbio com moedas de flutuação livre.

importações. O ônus de importar menos pode representar maior desemprego e menor crescimento da economia. Um superávit sustentável em transações corrente não é um “*fiat lux*” emanado da vontade do governo.

Obter empréstimos de outros países para prover um estoque de reservas cambiais significa criar dívidas em moedas não emitidas pelo próprio País, com um possível risco de não conseguir honrar as dívidas no futuro. Resta uma alternativa: alterar a paridade do câmbio, mediante desvalorização da moeda doméstica. Isso também tem repercussões, não só nas importações, que ficam mais caras, mas também na confiança sobre a capacidade de o País honrar a conversibilidade de moedas. A suspeita generalizada pode gerar uma espiral de desconfiança e esgotar ainda mais rapidamente as reservas cambiais. No extremo, haveria a falência, a declaração de insolvência, a bancarrota ou a moratória internacional.

A análise dessas alternativas para o provimento de reservas visando à conversão de moedas mostra que a opção de um país pelo regime de câmbio fixo tende a restringir sua soberania monetária. A TMM defende, por isso, regimes de câmbio com regras flexíveis, para não limitar essa soberania. Os outros regimes são de diversos graus de flexibilidade. Num extremo há o regime de câmbio flutuante puro sem restrições e no outro extremo pode-se citar a dolarização (Equador, como exemplo). Em posição intermediária, cita-se o regime de bandas cambiais, já adotado no Brasil. Não serão analisados em detalhes por fugirem do escopo da monografia.

O *currency board* é um caso extremo de câmbio fixo, no qual o Governo garante a conversibilidade a uma taxa fixa, de forma que a emissão de moeda doméstica está condicionada à entrada de moeda estrangeira em montante equivalente à paridade adotada.⁹ O regime de *currency board*, embora rígido, é mais flexível que a completa dolarização da economia, pois ainda permite a mudança da taxa de conversão. No caso de dolarização pura, não existe a moeda doméstica e inexistente, portanto, a soberania monetária.

Outro aspecto relevante com relação à soberania monetária que é enfatizado pela TMM é a possibilidade de que estrangeiros adquiram no mercado doméstico títulos da dívida pública ou outros ativos financeiros. Isso ocorre em quase todas as economias modernas.¹⁰ Como esse fato pode afetar a política macroeconômica doméstica? É possível que,

⁹ O regime de *currency board* foi adotado pela Argentina, com paridade peso:dólar de 1:1 durante a década de 1990. Como o país vizinho não conseguia obter elevados superávits em transações correntes, ficou seriamente limitada a emissão de moeda doméstica, acarretando sérios problemas para sua economia. A moeda, que normalmente flutua endogenamente, ficou limitada por uma decisão de ordem política. Governos locais da Argentina chegaram a criar moedas próprias para lidar com a escassez de moeda doméstica nacional (DALTO, 2020).

¹⁰ Em 2017, os não residentes detinham 12,1% da dívida pública brasileira (DALTO, 2020, p. 141).

dependendo do volume dessas transações, uma mudança de preferência de grande quantidade de títulos da dívida pública nacional por ativos em moeda estrangeira cause o aumento das taxas de juros e depreciação cambial. Isso realmente pode ocorrer, mas, mostra-se que esses movimentos podem ser neutralizados pela ação interventora do BC.

As obras de André Lara Resende, livros e artigos publicados na mídia impressa nacional, explicam de forma simples os princípios que constituem o cerne da TMM. Sustentam que as ideias da TMM despertaram muita celeuma por serem frontalmente contrárias ao “*core*” da macroeconomia neoliberal e seu corolário de política, amplamente esposado no Brasil, que vem preconizando uma redução ao máximo da participação do Estado na economia (RESENDE, 2019a).

A TMM desafia as crenças convencionais sobre a forma como o governo interage com a economia, a natureza do dinheiro, o uso de impostos e a importância dos déficits orçamentários. Essas crenças, dizem os seus adeptos, constituem resquício da era do padrão-ouro, que foi definitivamente sepultada por Richard Nixon em 1971. São ideias anacrônicas, incorretas, inúteis e desnecessárias. Pior que isso, diz que elas impedem ou limitam o desenvolvimento dos países (RESENDE, 2019a).

A TMM é usada em debates políticos para argumentar a favor de uma legislação progressista, como a instituição de um sistema de saúde universal e outros programas públicos, para cujo financiamento os governos afirmam que não têm dinheiro. No âmbito internacional, parece haver uma percepção crescente de que a teoria macroeconômica está em crise, tanto pela insuficiência de seus diagnósticos, como pela ineficácia das políticas que prescreve. Um marco dessa desconfiança foi uma total incapacidade de antever a chegada da crise de 2008 (RESENDE, 2019a).

Em “A crise da macroeconomia” André Lara Resende escreve que, sobretudo a partir da crise dos *subprime* nos EUA, de 2008, nos países desenvolvidos, a macroeconomia convencional deixou de funcionar. As economias avançadas exibem taxas de inflação abaixo das metas, mesmo após a injeção de enormes quantidades de moeda. Um exemplo é a economia japonesa, que tem uma dívida pública acima de 200% de seu PIB, com juros que chegam a ser negativos, e não tem dificuldades em refinanciá-la. Ajuda a explicar também o rápido crescimento da economia chinesa, liderada por um extraordinário nível de investimento público e com alto endividamento (RESENDE, 2019a). Como explicar isso? Ele pretende ter a resposta correta ao afirmar categoricamente que o Estado soberano que emite sua moeda fiduciária, ao efetuar pagamentos cria moeda e ao receber pagamentos a destrói.

Esse balancete contábil é criticado pelos monetaristas e é alvo de diversas ressalvas (KRUGMAN, 2019; MANKIW, 2020).

Chega-se aí a um novo divisor de águas: a moeda é endógena, como insiste a TMM, ou não? Para a teoria, ela é criada e destruída na medida em que a atividade econômica e a riqueza financeira se expandem ou se contraem. O primeiro pilar do novo paradigma macroeconômico, a sua pedra angular, é a compreensão de que moeda fiduciária contemporânea é essencialmente uma unidade de conta, uma mera unidade de referência para contar ativos e passivos em um balancete. Sua quantidade no mercado não afeta a economia. A economia, sim, ao ocorrer uma expansão ou uma contração, afeta a quantidade de moeda circulante (RESENDE, 2017b, 2019a e 2019b). É o longo e clássico debate entre heterodoxos e monetaristas, que vem lá do século XIX, entre bulionistas e antibulionistas e entre a Escola da Moeda e a Escola Bancária.

A tributação, no ponto de vista da TMM, só existe porque o governo quer reduzir a despesa do setor privado. Se o governo quer efetuar gastos, ele necessita abrir um espaço nas contas para isso, pois, se não o fizer, ele pressionará a capacidade de oferta. Isso não contradiz o que foi afirmado antes, que o governo não tem restrição financeira. Aí a TMM reconhece o fato de que, se não houvesse tributos, os gastos do setor público e do setor privado, sem controle, gerariam pressões inflacionárias (DALTO, 2020; RESENDE, 2019a).

O terceiro pilar que sustenta a TMM é que o Banco Central fixa a taxa de juros básica da economia, o que resulta na determinação do custo da dívida pública. Desde os anos 1990, sabe-se que os bancos centrais não controlam a quantidade de moeda e nenhum dos chamados “agregados monetários”, mas sim a taxa de juros. Essa taxa é o principal instrumento de que dispõe o Banco Central para o controle da demanda agregada (AGGIO, 2019; SERRANO & SUMMA, 2019).

O gasto do governo cria a moeda, e não a disponibilidade de moeda que viabiliza o gasto do governo. Há uma inversão de causalidade aqui, novamente. Alega a TMM que é uma ideia errônea dizer que a expansão de reservas bancárias, ou da base monetária, é que leva os bancos a emprestar e a criar moeda. Pelo contrário, é o aumento dos empréstimos dos bancos que força o aumento de reservas bancárias ou da base monetária (DALTO, 2020; KELTON, 2020).

Para Resende (RESENDE, 2017a) e os defensores da TMM, a teoria monetária quantitativista sempre inverteu o sentido da causação no circuito monetário. A concepção de que a moeda é um estoque, que circula a uma determinada “velocidade-renda”, para comprar

o produto interno a um determinado nível de preços, implica que o governo, assim como os bancos, tem que adquirir moeda para poder emprestar e gastar. Isso não é assim, afirma ele!

A teoria do Cartalismo, recuperada pela TMM, professa que o sentido da causalidade é o inverso, não é da moeda para a despesa agregada, mas sim da despesa agregada, pública e privada, para a moeda. A moeda é endógena, pois é o aumento da despesa agregada que força a expansão da moeda, e não a expansão da moeda que provoca o aumento da demanda agregada. Atente-se novamente à inversão da causalidade para o pensamento ortodoxo (RESENDE, 2017a, 2019a e 2019b). Essas ideias são da Teoria Cartalista, de Knapp, publicadas em 1924 (KNAPP, 1924). Os ortodoxos concordam parcialmente com essas afirmações, fazendo sérias ressalvas quanto à sua generalização, alegando que a economia “*sui generis*” do período entre as duas guerras mundiais até pode ter contribuído para a aceitação das mesmas (KRUGMAN, 2019; MANKIW, 2020).

Para a TMM, o banco central dos países (ou os bancos centrais) não controla(m) as reservas bancárias, ou a base monetária. Para fazê-lo, eles teriam que abandonar o controle da taxa de juros. Por isso, o banco central fixa essa taxa básica de juros sobre as reservas e administra a demanda por moeda. Afirma Resende que essa inversão de causalidade é uma verdadeira revolução na maneira de pensar a moeda, e que a forma como isso é ensinado hoje nas escolas é um erro (RESENDE, 2017a, 2017b, 2019a e 2019b). Resende defende ainda que o Banco Central fixe juros abaixo da taxa de crescimento da economia. Segundo ele, tal medida acarretaria a diminuição da dívida pública, sem a necessidade de aumento dos impostos.

Nota: esta última afirmação de Resende tem base na equação abaixo, que expressa a variação do percentual da dívida pública em relação ao PIB, $[\Delta(D/Y)]$, onde D é a dívida pública e Y é o produto da economia (PIB), em função dos gastos do governo (G), da arrecadação tributária (T), e das taxas de crescimento dos juros (r) e da economia (g). Se a taxa de juros permanece abaixo da taxa de crescimento da economia (g), isto é, se $(r - g) < 0$, o termo $[(r - g) * D/Y]$ tenderá a diminuir o termo do lado esquerdo da equação, isto é, $\Delta(D/Y)$ tenderá a diminuir, para $(G - T)/Y$ constante.¹¹

$$\Delta (D/Y) = (G - T)/Y + (r - g) (D/Y)$$

¹¹ A taxa de juros (r) a que se refere Resende é a taxa de juros real. O Banco Central tem o poder de estabelecer a taxa de juros nominal da economia e não a taxa de juros real, pois esta depende da variação dos preços ou da expectativa de inflação. É importante que o leitor tenha presente que o cenário considerado por Resende é o de preços estáveis ou variação nula da inflação.

Por isso, se $r < g$, o percentual da dívida pública em relação ao PIB tenderá a cair, *ceteris paribus*, e o governo não necessitará aumentar a tributação, para um mesmo volume de gastos (G). A afirmação de Resende é, portanto, verdadeira. A mesma identidade que é expressa pela equação acima será a base da argumentação da escolha do “caminho do meio” por Olivier Blanchard no item 4.5 adiante.

3.3 Inflação e política de pleno emprego

A inflação é motivo de grande controvérsia entre a ortodoxia econômica e as correntes de pensamento em que se fundamenta a TMM. Estas correntes discordam quando é afirmado pura e simplesmente que a expansão da moeda causa inflação. Asseguram que a inflação é essencialmente uma questão de expectativas, porque expectativas de inflação provocam inflação. Se houver credibilidade no governo, as expectativas serão estáveis e não haverá inflação. Tal afirmação, contundente para os ortodoxos, causa alvoroço e representa uma “mexida no vespeiro” (KRUGMAN, 2019; MANKIW, 1992, 1985 e 2020).

André Lara Resende enfatiza, contudo, que do ponto de vista macroeconômico, se o governo gastar mais do que retira da economia via impostos, aumentará a demanda agregada. Aumentando esta, se a economia estiver perto do pleno emprego, corre o risco de causar desequilíbrios e provocar pressões inflacionárias. Ainda que o governo não esteja sempre obrigado a equilibrar receitas e despesas, a forma como o governo conduz a política fiscal, é da mais alta importância para o bom funcionamento da economia e o bem-estar da sociedade (RESENDE, 2019b).

Não se pode dizer que não haja restrições aos gastos públicos, pois a inflação é uma restrição real. Mas, um país soberano pode recorrer aos impostos. O aumento de impostos torna o dinheiro mais escasso. No entanto, se o setor privado perder muito poder de compra porque o peso dos impostos é excessivo, a economia estanca. Por isso, saber quanto, quem e como tributar se torna uma questão de sabedoria.

Existem dois grupos de teorias sobre a inflação: o grupo da teoria convencional, que se baseia na teoria quantitativa da moeda (TQM) e o da teoria do conflito distributivo. Para a primeira, a inflação é fenômeno monetário, que surge quando a emissão de moeda é superior ao produto potencial da economia. Este produto potencial é a situação hipotética da capacidade de produção da economia em que há uma determinada taxa de desemprego (ou certo grau de utilização da capacidade instalada) tal que deixe a taxa de inflação constante. Se

o produto real da economia for superior ao produto potencial, a inflação começa a acelerar; se estiver abaixo, começa a desacelerar.¹²

Para atingir esse equilíbrio, tem que haver na economia um “estoque de desempregados” de tal forma que a inflação fique constante. Esta taxa de desemprego é a NAIRU “*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*” ou, em português, “Taxa de Desemprego Não Aceleradora da Inflação”. Para a Nova Síntese Neoclássica, esta é a teoria mais aceita para explicar a inflação. O principal instrumento usado pela autoridade monetária é a definição da taxa de juros básica. O regime de metas de inflação usado no Brasil é um exemplo dessa política.

A segunda abordagem, a do conflito distributivo, é considerada a mais coerente com a Teoria Monetária Moderna (DALTO, 2020; MITCHELL & WRAY & WATTS, 2019). Segundo esse modelo, as empresas quando precificam seu produto, adicionam um fator de *mark-up*¹³ incidente sobre o custo unitário de produção. A expectativa da demanda e a relação existente entre o produto agregado, o número de pessoas empregadas e a produtividade do trabalhador, determinam a demanda total por trabalhadores. Nessa fórmula, o custo unitário de produção é inversamente proporcional à produtividade do trabalho.

O salário real, que determina o poder de compra, é o resultado do salário nominal dividido pelo nível de preços. O salário real dependerá, portanto, da produtividade do trabalhador e da distribuição da renda na economia, dada pelo *mark-up*, pois este fator determina quanto da renda auferida pela firma é repartido entre salários e lucros.¹⁴

As políticas usuais de combate à inflação buscam a redução da demanda agregada, o que tende a reduzir novos investimentos e a aumentar o desemprego, fortalecendo a posição dos empregadores na negociação com os trabalhadores. A TMM chega a admitir que, em condições específicas, a inflação fundamentada na teoria do conflito distributivo pode comportar-se segundo uma curva de Phillips, que mostra um *trade-off* entre inflação e desemprego (DALTO, 2020).

¹² Cabe esclarecer ao leitor que a inflação é tida como um fenômeno tipicamente monetário quando ela está em níveis elevados, pois, quando está baixa, há outros fatores de custo que geram uma inflação de oferta, que podem vir a se tornar mais relevantes.

¹³ *Mark-up* é o fator multiplicador que incide sobre o custo total do produto ou serviço para formar o preço de venda. Nele estão incluídos os impostos, taxas, despesas administrativas, despesas financeiras e o percentual de lucro desejado. É uma metodologia de precificação com base no custo, que cobre teoricamente todos os custos e adiciona a margem de lucratividade desejada pela empresa. Por exemplo: se o custo de produção de um bem for R\$10,00 e o *mark-up* for de 85%, o preço de venda será de $R\$10,00 \times 1,85 = R\$18,50$.

¹⁴ Além da dicotomia de empresários *versus* trabalhadores no conflito distributivo, há outra que envolve de um lado o setor público (que tributa) e o setor privado (que quer maximizar a renda disponível).

Na teoria do conflito distributivo, as variações de preços ocorrem ou por variações no fator de *mark-up*, ou por causa dos custos salariais ou por efeito de mudanças na produtividade das firmas. Como os fatores de *mark-up* e os índices de produtividade são relativamente constantes no curto prazo, a variação de preços deve-se em especial às variações dos custos dos salários e das matérias-primas. A rigor, além do empresário e do trabalhador, há outros três atores nesse conflito – o Estado, os credores e o setor externo.

O primeiro desses novos atores, o Estado, é muito relevante, pelo seu poder de impor tributos e “criar” o dinheiro, o que pode fazer com que as empresas tentem repassar esses novos custos para os consumidores; os credores, por sua vez, querem receber juros sobre os capitais que emprestaram às empresas, o que pode acarretar o aumento de preços dos bens produzidos, e, finalmente, o setor externo - constituído pelos agentes que residem no exterior - tem que ser pagos em moeda estrangeira pelos serviços que prestam ou pelos bens que o País deles importa. Aí entra em cena o câmbio, pois desvalorizações da moeda doméstica tornam as importações mais caras. Se o produto importado fica mais caro, as empresas domésticas podem elevar os preços internos dos produtos similares nacionais, sem risco de perda de mercado.

A TMM critica a forma como a política tradicional neoclássica controla a inflação, mediante a manipulação da taxa de juros básica da economia. Sustenta que para o “mainstream” há uma incompatibilidade entre pleno emprego e estabilidade de preços. Para perseguir a estabilidade dos preços é necessário manter um “estoque de trabalhadores desempregados como âncora da estabilidade” (DALTO, 2020). A TMM propõe manter simultaneamente o pleno emprego e a estabilidade de preços. Manter uma parcela da força de trabalho desempregada para reduzir o poder de barganha dos trabalhadores implica, segundo ela, uma solução com duas faces indesejáveis: o ônus social do desemprego e a geração de um produto da economia aquém do que é possível obter.

Quais são as estratégias de controle da inflação que a TMM propõe como alternativas? São duas: a desindexação de contratos, para inibir a propagação da corrente de reajustes, e políticas de renda que controlem variações de preços e salários nas fontes, mediante a criação de câmaras de negociação tripartite (patrões, empregados e governo). A política de rendas exigiria elevada coordenação social e grande representatividade dos grupos em negociação.¹⁵ Lerner, já em 1977, propunha várias opções para contornar o problema: criação de tributos

¹⁵ Nada fácil, diga-se isso, já desde agora! O assunto será retomado logo adiante, na parte 4, que aborda as críticas à TMM.

para empresas recalcitrantes; mercados organizados para permissões de elevação de salários e mercados de direito de aumento da receita nominal de empresas (DALTO, 2020).

Além dessas estratégias, a cartada de maior cacife defendida pela TMM é “a política do empregador de última instância”. Trata-se de estabelecer um salário-piso na economia, que viria a tornar-se uma referência na iniciativa privada. O salário seria periodicamente reajustado pelo Estado, e passaria a ser uma variável fundamental na economia para inibir o conflito distributivo. O papel de empregador de última instância caberia ao Estado, pois ele garantiria a qualquer indivíduo uma oportunidade de emprego.¹⁶

Sustenta a TMM que nos anos seguintes à Segunda Guerra Mundial, o consenso macroeconômico dominante buscou o pleno emprego, através do investimento público. Porém, a partir dos anos 1970, houve uma queda da demanda efetiva, e com isso o mecanismo usado para estabilizar os preços foi o enfraquecimento das demandas dos trabalhadores. Para controlar a inflação, os gastos públicos foram reduzidos e as taxas de desemprego aumentaram. Para reverter esse quadro, a TMM propõe a estratégia de buscar o pleno emprego “*utilizando a capacidade financeira ilimitada do Governo para contratar trabalhadores desempregados... O salário pago no programa se tornaria âncora para todos os outros preços da economia e garantiria a estabilidade de preços, evitando, ao mesmo tempo, os custos sociais do desemprego*” (DALTO, 2020).

Nessa mesma linha, com relação ao setor externo e ao câmbio, a TMM reconhece que estes fatores podem afetar os preços internos, promovendo um movimento espiral de câmbio-preço. Isso afeta especialmente os países que tenham elevado déficit na conta de Transações Correntes ou que possuam elevados passivos externos em moeda estrangeira. Recomenda a TMM, portanto, três medidas de precaução aos países com moedas de baixa aceitação internacional: evitar a formação de grandes passivos no exterior; promover o acúmulo preventivo de reservas cambiais e adotar o regime de câmbio flexível (DALTO, 2020, p. 206).

A Teoria Monetária Moderna propõe uma verdadeira pedra de toque para a moderna economia capitalista. Conciliar a estabilidade monetária com pleno emprego é um desiderato ambicioso que daria uma solução para o que é provavelmente o maior dilema econômico atual. Marx já vaticinava em sua Crítica da Economia Política que o capitalismo necessita um desemprego estrutural para sobreviver.¹⁷ Assevera a TMM que Keynes, já em 1936, com a

¹⁶ Essa experiência nunca foi posta em prática, conforme informa uma referência muito recente, que é a obra de DALTO *et al*, publicada em 2020.

¹⁷ Marx cunhou o termo “exército industrial de reserva”, que corresponde à força de trabalho que excede às necessidades da produção. Para que o sistema de produção capitalista funcione e garanta a continuidade do

publicação da sua Teoria Geral, demonstrou que o investimento e o consumo privados não seriam capazes de regular a demanda agregada, como pretendia Jean Baptiste Say¹⁸ e os neoclássicos que continuam a adotar seu ponto de vista. Keynes teria demonstrado que a intervenção estatal é necessária para assegurar a estabilidade com medidas anticíclicas.

No mundo da economia dos neoclássicos a oferta determina a demanda agregada, enquanto que Keynes demonstrou que a Lei de Say tem que ser invertida, pois é a demanda agregada que determina a oferta e a renda que equilibram a economia. Esse entrelaço intelectual sobre a causalidade entre a demanda e a oferta tem marcado a economia do Ocidente no último século. Nessa arenga, a TMM alinha-se com Keynes (DALTO, 2020).

Em ambientes com instabilidade econômica, quando aumenta a preferência pela liquidez, tende a ocorrer o entesouramento de ativos líquidos pelos proprietários, com a consequente redução no investimento em ativos reais, assim como um escasseamento das fontes de financiamento aos potenciais investidores. Quanto menores os investimentos, menores as oportunidades de vendas de mercadorias e geração de lucros, o que faz o investimento tornar-se menos atraente, realimentando a tendência de contração da economia. Num cenário de incertezas, o prêmio da liquidez aumenta. Numa crise de deflação de preços financeiros, é necessária a intervenção das autoridades econômicas. O ciclo depressivo se realimenta e só se consegue sair dele com a ajuda do Estado.

A demanda agregada em geral só volta a crescer com a injeção de recursos públicos, pois, dificilmente ela se recupera somente com os gastos privados. O investidor privado só recoloca dinheiro em novos investimentos quando vislumbra oportunidades de lucro palpáveis no horizonte, e os bancos só retomam a oferta de crédito quando houver sinais claros de que os tomadores eventuais consigam pagá-los.

Toda essa ladainha, de que a demanda e a renda “puxam” a oferta, ao contrário do que prescreve a Lei de Say, é repetida exaustivamente pelos keynesianos e pelos que compartilham de suas ideias. A TMM alinha-se também a este entendimento. Felizmente, diz ela, há governos com moeda soberana que podem gastar e emprestar, sem risco de falirem. O que os entes privados – as famílias e as firmas – não podem fazer, sob pena de perdas patrimoniais, o Estado pode. Os consumidores somente podem gastar mais se receberem antes

processo de acumulação, é necessário que haja permanentemente uma fração da população ativa desempregada. Esse contingente de desempregados atua, segundo a teoria marxista, como um elemento inibidor das reivindicações dos trabalhadores, para manter os salários mais baixos.

¹⁸ Say enunciou a lei que leva seu nome: “A oferta cria a sua própria demanda”.

maior renda. O Estado, este sim, ele pode consumir, investir e aplicar, mesmo que isso subtraia recursos de seu próprio patrimônio (DALTO, 2020).

Em momentos de contração da demanda agregada, por meio da política fiscal, o Governo pode expandir seus gastos, mediante compra de bens e de serviços, ou indiretamente, abrindo diminuindo suas receitas tributárias ou efetuando transferência direta de renda aos consumidores. Através da política monetária, consegue influir no mercado de créditos de reservas aos bancos. Lembrando que o déficit público representa um aumento da riqueza privada, a injeção de riqueza líquida na economia, oriunda dos cofres públicos, aumenta a resistência a crises financeiras desestabilizadoras.

Na esteira dessa lógica, a TMM considera um erro crasso demonizar o déficit público, pois é ele que robustece o sistema privado e o “enriquece”. A rigor, como demonstram as equações tautológicas vistas em capítulo anterior, se há um déficit público, ou o setor privado ou o setor externo, ou ambos, enriqueceram. Para a TMM, os déficits públicos fortalecem a saúde financeira do sistema privado (DALTO, 2020).

A expansão econômica no sistema capitalista é acompanhada de um progressivo endividamento do setor privado, e a intervenção estatal, causando déficits públicos, neutraliza esses efeitos negativos. Essas são as lições aprendidas com a expansão econômica febril da década de 20 do século passado nos Estados Unidos, que entrou em colapso na “quinta-feira negra” de 1929, com a quebra da Bolsa de Nova York.

Para que o Estado possa desempenhar essa função estabilizadora na economia capitalista, ele deve ser independente para praticar sua política fiscal e monetária. Isso significa que ele não pode estar limitado por compromissos que restrinjam sua soberania. O Estado soberano deve poder emitir sua própria moeda e não pode ficar à mercê de balanços desfavoráveis com o setor externo, pelo câmbio ou passivo no exterior. O poder público, diferentemente das famílias e das empresas do setor privado, não fica submetido à existência prévia de meios de pagamento para efetuar gastos e investimentos. Em resumo, o que a TMM prega e o que constitui o seu cerne doutrinário é que os déficits públicos são estabilizadores, especialmente quando há variações desestabilizadoras no setor privado (DALTO, 2020).

Resende pergunta sobre o que precisamos fazer para promover o pleno emprego e o crescimento? Lembra o autor que a primeira prescrição de Lerner, de 1943, quando formulou a primeira lei das finanças funcionais é que o governo deve manter a economia no pleno emprego e estimular o crescimento, mediante a política fiscal. O que se deve olhar de perto é o limite da capacidade de oferta da economia, para não gerar pressões inflacionárias. Outra prescrição de Lerner, segundo Resende, considerada a segunda lei das finanças funcionais, é

que os tributos e os gastos públicos não podem ser vistos sob o aspecto financeiro, e sim, de acordo com a relação custo *versus* benefício que trazem em si (RESENDE, 2019a e 2019b).

4 CRÍTICAS À TEORIA MONETÁRIA MODERNA

4.1 A reação conservadora à TMM

Os adversários da TMM atacam-na usando as mesmas afirmações dos que com ela simpatizam: que ela não é teoria nova e nem sequer é uma teoria e sim, uma (re)invocação das ideias reformistas de John Maynard Keynes, que acentua a importância do estímulo governamental na economia e o controle pelo lado da demanda no mercado. Ela sofre acirradas críticas da ortodoxia às proposições que faz.

Os conservadores argumentam que parece não existir uma forma fácil de fazer desaparecer uma dívida nacional simplesmente apertando teclas de computador no Federal Reserve ou no Banco Central. Se assim fosse, por que os governos acumulam dívidas? Por que não imprimir toda a dívida e pronto, está tudo resolvido? Os defensores podem responder e provavelmente o farão dizendo que isso nunca foi feito porque é uma escolha política, que não interessa à corrente dominante. Stephanie Kelton chega a afirmar que a austeridade é ideológica, no que é seguida por vários políticos democratas e trabalhistas dos Estados Unidos e da Inglaterra (KELTON, 2020).

O que se constata é que a sustentação da TMM está fundada em alguns credos, que servem como verdadeiros axiomas. São eles: o governo pode emitir moeda sem limitações; que pode tributar o setor privado para não pressionar a oferta e gerar inflação, e que a inflação é fruto de meras expectativas e não da quantidade de moeda em circulação. A inflação só ocorreria se a capacidade de oferta for atingida. Como essa afirmação é fulcral para a validade do cerne da TMM, merece uma olhada mais de perto.

As críticas mais relevantes que são feitas à TMM são as que atacam seus fundamentos. A primeira delas é o conceito de que os governos podem sempre criar dinheiro para financiar gastos. Essa ideia é enganosa, pois não basta ao governo ter essa capacidade, pois o desempenho do país depende do produto e da renda reais da economia. O Estado precisa de credibilidade e capacidade de financiar os seus gastos, ao menos no modelo capitalista. Se o modelo não for o capitalista, estar-se-á falando de um regime diferente, a ser definido ainda: centralizado, de planificação central, ou até de um Estado totalitário, quem sabe? Aliás, Stephanie Kelton fala de um Estado onde este é o empregador de última instância, garantindo um emprego a todos os cidadãos? Esse não é o Estado real do mundo capitalista de hoje.

Os gastos, mesmo ilimitados, não são uma solução abrangente. Há problemas como desemprego ou inflação crescente que não podem ser tratados com essa prerrogativa estatal de emitir mais dinheiro. Quer que haja escassez de recursos produtivos ou quer que haja pleno emprego, os governos ainda terão que depender da tributação para controlar a inflação.

Outra crítica é que a visão da TMM sobre a inflação é simplista e até ingênua, segundo alguns críticos. Os seus adeptos dizem que havendo capacidade ociosa, o governo pode criar dinheiro sem causar inflação. Essa afirmação desconhece que a inflação aparece muitas vezes antes de esgotar a capacidade produtiva de um país, haja vista os vários exemplos históricos que já o demonstraram. Isso será abordado por Mankiw no item 4.2 adiante. A inflação também pode ser causada pelo aumento de custos. Os controles que a TMM propõe, quando aborda os problemas da inflação causada por conflitos distributivos, são meramente teóricos, são idealizações, que dificilmente funcionarão no mundo real do capitalismo de hoje.

Uma questão fundamental no controle da base monetária é a questão do uso de impostos. A TMM argumenta que as taxas de impostos devem ser alteradas para controlar a inflação. Isso, no mundo real, tem que ter viabilidade política. Os políticos podem não querer aumentar os impostos apenas para reduzir a inflação e os cidadãos e as firmas não aceitarão a imposição de mais impostos, ao bel-prazer do Estado. Afinal, a maioria dos Estados do Ocidente são democracias representativas e o governo depende do voto dos eleitores. Se o governo não estiver sujeito ao crivo da aprovação dos cidadãos, estar-se-á falando de um regime que não é o Estado democrático representativo capitalista.

Se o governo recorrer a empréstimos, ele terá que pagar juros, além de pagar o principal. Tomar sempre mais empréstimos para cobrir obrigações não pagas pode e vai esbarrar em pelo menos uma de duas realidades: a insolvência ou a inflação (alta ou mesmo hiper). Quando o governo incorre em déficits orçamentários altamente inflacionários, ou dá calote em sua dívida ou os títulos dos investidores perdem gradativamente seu valor, corroídos pela inflação. Isso ocorreu com vários países em desenvolvimento, que subestimaram o risco de uma inflação descontrolada ao tomarem empréstimos mais elevados. Lembra-se aqui que um governo precisa ter credibilidade: dar calote ou usar a inflação para corroer o valor dos títulos, a destrói. Se não tiver credibilidade, como o governo venderá títulos e a que juros poderá colocá-los?

Paul Krugman e outros usam os termos “evangelismo”, “fervor revolucionário”, “auto-evidência”, “simplificação” etc. para adjetivar a doutrina da TMM. Parece que seus princípios são axiomas, que prescindem de demonstração e de justificação. As afirmações muitas vezes parecem categóricas, peremptórias, verdades absolutas, sem condicionais e sem

contraditório. Parecem às vezes ter um caráter messiânico, salvacionista, de verdades que são *per se* autojustificadas, ao estilo de proclamações populistas de partidos políticos ou de movimentos carismáticos.

A TMM não se preocupa com a inflação antes de efetuar os gastos. Se estes gastos forem excessivos e vierem a criar problemas inflacionários – e isso somente é preocupação da TMM depois de gastar o dinheiro - ela propõe efetuar os ajustes mediante a política tributária. Fácil? Tirar dinheiro de circulação mediante a imposição de impostos é tão fácil assim? Essa inversão lógica na precedência das ações do governo soa mal: é como se a TMM desencorajasse o governo a ter um orçamento equilibrado e de ser financeiramente responsável antes de efetuar gastos. O governo primeiramente gasta; se isso criar problemas depois, ele cobra impostos para tirar dinheiro de circulação (dos contribuintes).

Há dívidas que somente são verificadas em condições anticíclicas em uma economia. Isso é um problema para a forma com que a TMM enxerga a política monetária. Quando uma economia passa por um ciclo de expansão, o déficit nacional geralmente é secundário. Mas, ele pode tornar-se um problema financeiro de vulto com o qual os governos têm que lidar quando a economia entra em período recessivo. Nesse cenário, simplesmente imprimir mais dinheiro pode não ser uma solução adequada.

Se os déficits públicos crescentes forem acompanhados por taxas de juros também crescentes uma inflação pode virar uma hiperinflação, rapidamente. Ocorrem aumentos contínuos de preços, de forma cada vez mais rápida, até ficarem fora de controle. A moeda nacional, em consequência, perde seu valor dia após dia, também rapidamente. Ambos podem contribuir para uma crise econômica ou colapso. Os exemplos da Venezuela e Zimbábue são emblemáticos: ambos os países contaram com a impressão de moeda para lidar com problemas econômicos, e, em ambos os casos redundou em hiperinflação severa e crise financeira.

As críticas à TMM partem não somente de economistas conservadores, ortodoxos, do “mainstream”, mas também de economistas da escola keynesiana e neokeynesiana. Entre estes estão Paul Krugman e Lawrence Summers, por exemplo, entre vários outros do próprio Partido Democrata dos Estados Unidos. Muitas das críticas são também compartilhadas por autoridades do sistema monetário, como o presidente do Federal Reserve, Jerome Powell, e Kenneth Rogoff, ex-economista-chefe e diretor de pesquisa do Fundo Monetário Internacional, entre outros.

Os proponentes da TMM apontam com frequência o exemplo da economia japonesa, que tem uma relação dívida/PIB de cerca de 250%, como uma confirmação de sua tese de que

os déficits não importam. Para esclarecer a impropriedade desse exemplo, os economistas Mark Greenan e David Weinstein, lembram que o Japão conseguiu evitar uma crise fiscal com a estratégia de baixo crescimento de seus gastos com pensões sociais e assistência médica, e, por outro lado, aumentou seus tributos sobre valor agregado. O Banco Central do Japão manteve durante várias décadas as taxas de juros de curto prazo perto de zero, e as de longo prazo muito baixas também. Não fosse isso, os custos dos juros teriam subido rapidamente (HARTLEY, 2022).

Na tentativa de compor um mosaico, o mais abrangente possível, da natureza das críticas à TMM, foi feita uma seleção de alguns economistas, uns conservadores, outros heterodoxos, apresentados a seguir.

4.2 As ponderações de Nicholas Gregory Mankiw

Uma análise sobre a TMM é feita por Nicholas Gregory Mankiw, professor da Universidade de Harvard. Escreveu um artigo em dezembro de 2019 com título *Skeptic's Guide to Modern Monetary Theory* (MANKIW, 2019).¹⁹ Mankiw é um economista conservador. Já atuou como conselheiro econômico para alguns políticos republicanos. Foi diretor do Conselho de Consultores Econômicos (CEA) à Presidência da República, na gestão de George W. Bush (2003-2005). Trabalhou com Mitt Romney em 2006 e nas campanhas presidenciais de 2008 e 2012. Uma obra sua muito conhecida no meio acadêmico é *A Contribution to the Empirics of Economic Growth*, escrito juntamente com David Romer e David Weil e publicado em 1992 no *Quarterly Journal of Economics* (MANKIW & ROMER & WEIL, 1992).

Mankiw se dispôs a descobrir o que realmente é a TMM. Ele próprio reconhece que seu trabalho investigativo foi facilitado porque em 2019 a Red Globe Press publicou um novo livro, intitulado *Macroeconomia*, escrito por três proponentes da TMM: William Mitchell e Martin Watts (ambos da Universidade de Newcastle, Austrália) e L. Randall Wray (Bard

¹⁹ O trabalho foi publicado na *American Economic Association (AEA)*, em janeiro de 2020. Mankiw (Trenton, 3 de fevereiro de 1958) é um economista dos Estados Unidos. Na Universidade de Harvard, leciona Introdução à Economia. Estudou economia na Universidade de Princeton e no MIT. Os seus trabalhos sobre Economia e política econômica são publicados em periódicos acadêmicos como *American Economic Review*, *Journal of Political Economy* e *Quarterly Journal of Economics*, bem como em publicações destinadas ao público mais amplo, como o *The New York Times*, *Boston Globe* e *The Wall Street Journal*. No Brasil, é conhecido por causa da tradução de dois livros universitários de Economia: *Introdução à Economia* e o volume de nível intermediário *Macroeconomia*.

College) (MITCHELL & WRAY & WATTS, 2019). Como já se sabe, a TMM começa atacando a ideia de que haja uma restrição orçamentária do governo sob um sistema de moeda fiduciária. De acordo com esses três autores, a abordagem-padrão, que relaciona o valor presente da receita tributária ao valor presente dos gastos do governo e a dívida do governo, é enganosa.

A TMM tem como pilar de sua argumentação que o emissor de uma moeda não enfrenta restrições financeiras. Um país que emite sua própria moeda nunca pode ir à bancarrota, isto é, não pode nunca tornar-se insolvente na moeda doméstica. Ele pode efetuar todos os pagamentos à medida que as obrigações vencem. Para a maioria dos governos, não há risco de inadimplência na dívida do governo. Nesse ponto, Mankiw, como economista conservador, já manifesta certo desconforto. É óbvio que isso é verdade, diz ele, pois um governo de país soberano, emissor de moeda própria, sempre pode imprimir mais dinheiro quando vence alguma obrigação. Mas, isso não pode significar que o governo está liberado de quaisquer restrições.

Mankiw aponta três razões para discordar: no sistema monetário atual, com juros pagos sobre as reservas, qualquer dinheiro impresso pelo governo para pagar uma fatura provavelmente acabará no sistema bancário classificado como “reservas”, e o governo, através do FED precisa pagar juros sobre essas reservas (MANKIW, 2019). Quando o governo imprime dinheiro para pagar uma conta, é como se ele fizesse um empréstimo. O dinheiro pode ficar eternamente na rubrica de “reserva”, mas os juros continuam incidindo e acumulando. Se um defensor da TMM argumentar que os juros podem ser pagos mediante a impressão de mais dinheiro, convém lembrar o risco de provocar-se uma espiral, pois a base monetária estará constantemente expandindo, a demanda agregada aumentará por causa do efeito-riqueza e, eventualmente, aparecerá a inflação (SERRANO & PIMENTEL, 2017).

A segunda razão que faz Mankiw discordar da premissa básica da TMM é que se os juros sobre as reservas criadas não forem pagos ou se forem insuficientes, a expansão da base monetária aumentará os empréstimos bancários e a oferta monetária. As taxas de juros cairão e com isso haverá novas pressões para impulsionar a demanda agregada e a inflação. A terceira razão é que o aumento da inflação reduz a quantidade real (não a nominal) de moeda demandada. Essa queda nos saldos de dinheiro real, por sua vez, limita os recursos (reais) que o governo pode captar via criação de moeda (MANKIW, 2019).

Recorde-se aqui que existe uma curva de Laffer para a senhoriagem (ver figura abaixo), o que se aprende nos cursos de Macroeconomia (BLANCHARD, 2001). Se o governo age como se não houvesse restrição para a emissão de moeda, como assevera a

TMM, “*pode rapidamente se encontrar do lado errado desta curva de Laffer, onde a capacidade de imprimir dinheiro tem pouco valor na margem.*” Nessas circunstâncias, o governo estará frente de um dilema. Apesar de sua capacidade de gerar mais dinheiro, mas com pouco margem na receita de senhoriagem, o governo pode acabar inadimplente. Não que ele não possa emitir mais moeda! Pode sim, pode emitir mais moeda, mas estará com sua cabeça sob uma “Espada de Dâmocles”, tendo que decidir entre a inadimplência ou a iminente hiperinflação (MANKIW, 2019).²⁰

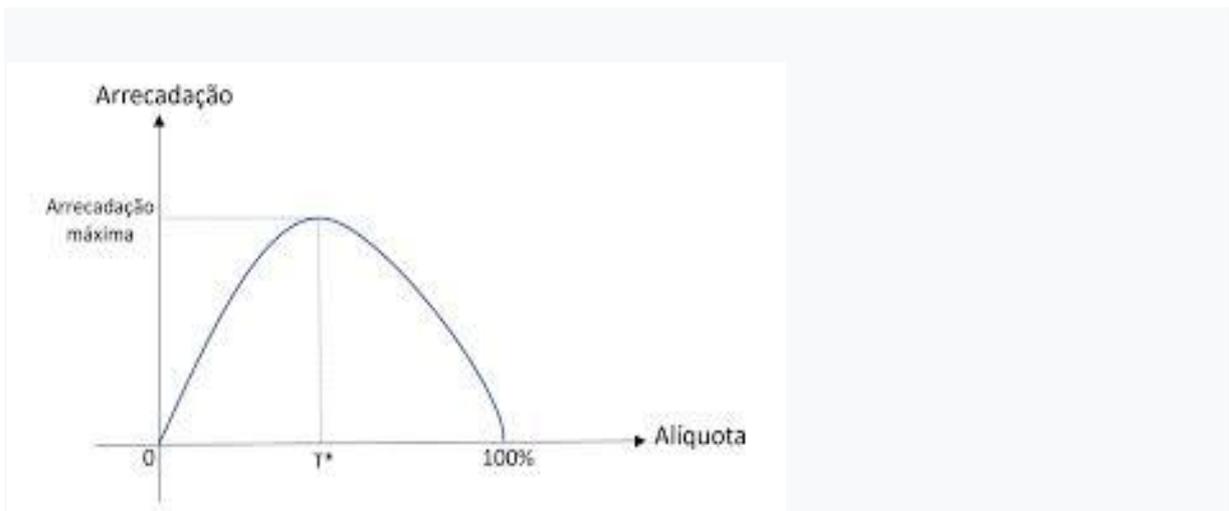


Figura 1 – Curva de Laffer Fonte: (BLANCHARD, 2001)

Nesse ponto, Mankiw declara sua adesão à teoria da inflação defendida pelo “mainstream”, baseada na Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Na sua forma mais simples, ela diz que uma alta taxa de emissão monetária gera inflação. Os proponentes da TMM questionam essa conclusão, afirmando que não existe uma proporcionalidade simples assim entre aumentos na oferta monetária e aumentos no nível geral de preços. Mankiw argumenta contra essa objeção, citando dados históricos dos EUA: desde 1870, os dados decenais disponíveis indicam que a correlação entre a inflação e o crescimento da moeda foi de 0,79. Neste momento, cabe uma pequena nota para ressaltar que esse argumento de Mankiw é de importância crucial (MANKIW, 2019).

²⁰No curto prazo, um aumento da taxa de crescimento da moeda nominal pode levar a uma pequena mudança nos saldos monetários reais. No entanto, ao longo do tempo, a mesma taxa de crescimento da moeda nominal produzirá cada vez menos senhoriagem. Assim, o governo não consegue financiar um déficit a uma taxa constante de crescimento da moeda nominal. O efeito Tanzi-Oliveira descreve o impacto da inflação real na arrecadação de impostos. (Extraído do capítulo 23 do livro *Macroeconomia*, de Olivier Blanchard, 2. ed, Rio de Janeiro: Campus, 2001.)

Além dessa correlação forte entre emissão monetária e inflação, existe outro risco: a demanda por dinheiro pode ficar instável. O crescimento monetário futuro esperado pode influenciar a inflação atual quando as pessoas olharem para o futuro. Vários fatores, além da política monetária, influenciam a demanda agregada e a inflação. Os bancos centrais têm como meta as taxas de juros no curto prazo e a inflação no longo prazo e os agregados monetários desempenham um papel pequeno. Diz Mankiw, finalmente, que essas ideias, comprovadas por fatos históricos, reforçam a teoria quantitativa do dinheiro, em vez de refutá-la (MANKIW, 2019; MENDONÇA, 2011).

Para os proponentes da TMM a inflação decorre de um conflito entre as relações de poder dos trabalhadores e do capital (conflito de classes), mediados pelo governo em um sistema capitalista. Para eles, a inflação fica fora de controle quando os trabalhadores e os capitalistas lutam para reivindicar uma parcela maior da renda nacional. Sustentam que as políticas de renda e diretrizes políticas do governo para salários e preços seriam uma solução para evitar uma inflação elevada.

Mankiw discorda da visão que vincula a inflação com a luta de classes (conflito distributivo), e não concorda que o governo, através de seus controles na economia, possa fazer com que o dinheiro sirva de árbitro nessa luta. Reafirma que é o crescimento excessivo em demanda agregada, muitas vezes devido à política monetária, que gera a inflação (MANKIW, 2019).

Essa ideia também se coaduna de certa forma com o que diz a própria TMM. Esta admite que tanto os gastos privados como os do governo podem ser inflacionários, quando estimulam o crescimento da demanda agregada acima da capacidade real da economia de absorvê-la. Mas, eles (da TMM) alegam que isso só aconteceria se as economias estivessem em pleno emprego. Argumentam na sequência, que uma situação de pleno emprego é rara nas economias capitalistas, de sorte que esse cenário é mais hipotético do que real. Como as empresas trabalham quase sempre com uma produção aquém de sua capacidade máxima, e, muitas vezes, com elevada taxa de desemprego, a TMM considera a hipótese de que um aumento da demanda venha a gerar inflação uma contingência muito remota (MANKIW, 2019).

Para minar esse argumento da TMM, Mankiw lança mão das conclusões de um trabalho elaborado na década de 1970, por economistas novos keynesianos sobre desequilíbrio geral da economia.²¹ Essas teorias partiam de salários e preços dados e

²¹ As duas referências que exploram bem o tema são as de Robert J. BARRO e Herschel GROSSMAN no artigo “*A general disequilibrium model of income and employment*”, publicado no **American Economic Review**,

buscaram compreender a alocação de recursos nos casos em que mercados falhavam. Segundo essas teorias, a economia pode se encontrar em um dos vários regimes, dependendo de quais mercados estão experimentando excesso de oferta e quais mercados estão experimentando excesso de demanda. O regime que mais interessou aos pesquisadores foi o chamado “regime keynesiano”, no qual tanto o mercado de bens quanto o mercado de trabalho apresentam excesso de oferta (MANKIW, 2019).

No “regime keynesiano”, o desemprego surge porque a demanda de trabalho é insuficiente para assegurar o pleno emprego com os salários vigentes e a demanda por mão de obra é baixa porque as empresas não podem vender tudo o que desejam aos preços vigentes; e a demanda pela produção das empresas é baixa porque muitos clientes estão desempregados. É o caso de recessões que resultam de um círculo vicioso de demanda insuficiente (MANKIW, 2019).

Na década de 1980, novas pesquisas foram feitas com o objetivo de explicar o reajuste salarial e de preços. Foram exploradas várias hipóteses. Entre as várias hipóteses levantadas havia a de que as firmas com poder de mercado enfrentam custos de menu para alterar preços; a de que as empresas pagam seus salários de eficiência de trabalhadores acima do nível de equilíbrio de mercado para promover a produtividade do trabalhador; a de que os formadores de salários e preços se desviam da racionalidade perfeita; e que existem complementaridades entre rigidez real e nominal (YELLEN, 1984; MANKIW, 1985; AKERLOF & YELLEN, 1985; BLANCHARD & KIYOTAKI, 1987; BALL & ROMER, 1990).

Essa segunda pesquisa mostrou que, quando as empresas têm poder de mercado, elas cobram preços acima do custo marginal, portanto, sempre querem vender mais a preços vigentes. Se a maioria das empresas tem algum poder de mercado, então os mercados de bens normalmente estão com excesso de oferta. Essa teoria do mercado de bens é muitas vezes casada com a teoria do mercado de trabalho com salários acima do equilíbrio, como o modelo de salário-eficiência (MANKIW, 2019).

Como resultado das pesquisas, constatou-se que o “regime keynesiano” de excesso de oferta generalizado não é apenas um resultado possível para a economia, mas é o resultado típico, o mais provável. Em vista dessas pesquisas, Mankiw lança sua conclusão: quando a

TMM alega que as economias normalmente operam com capacidade produtiva ociosa, isso significa que elas estão geralmente no “regime keynesiano” de excesso de oferta generalizado. Nesse aspecto, a TMM está concordando com as conclusões dos novos keynesianos (MANKIWI, 2019).

Cabe fazer uma pausa agora e relembrar a distinção entre o nível natural de produção e de emprego e o seu nível ideal, um conceito que se ensina nos cursos de macroeconomia. O nível natural é aquele em que a economia se encontra em média na maior parte do tempo, e para o qual ela se dirige no longo prazo, enquanto o nível ótimo é aquele que maximiza o bem-estar social. Quando o excesso de oferta generalizado é a norma, devido ao excessivo poder de mercado, o nível natural está abaixo do nível ideal (ótimo).

A inflação tende a aumentar quando a produção e o emprego excedem seus níveis naturais, mesmo que eles permaneçam abaixo de seus níveis ideais. Isso, porque os agentes que definem os preços não buscam a maximização do bem-estar social. Eles buscam a maximização do bem-estar privado, e o fazem colocando os preços-alvo (“mark-up”) acima do seu custo marginal. Esses são conceitos básicos de macroeconomia (BLANCHARD, 2001).

É nesse ponto que os economistas da TMM divergem dos novos keynesianos. A TMM pode argumentar que os formuladores de políticas devem ter como objetivo o ótimo. Se os definidores de preços estão frustrando essa meta ao aumentar os preços, os formuladores de políticas do governo poderiam resolver esse problema usando diretrizes ou controles de preços. Um economista novo keynesiano admitiria que, em um mundo de grande poder de mercado, a definição privada de preços não é “o primeiro melhor”. Mas, ao mesmo tempo que envolver o governo na definição de preços pode melhorar a alocação de recursos do ponto de vista da teoria simples, a complexidade da economia e a história dos controles de preços sugere que essa solução não é prática (CAMPOS, 2016; MANKIWI, 2020).

Mankiw resume no final sua posição, que difere das inferências radicais da TMM. Se é verdade que o governo sempre pode imprimir mais dinheiro para pagar suas faturas, isso não o livra das limitações impostas ao seu orçamento intertemporal. Concorda que a economia normalmente opera com excesso de capacidade, no sentido de que a produção da economia muitas vezes fica aquém de seu ideal. Mas, essa conclusão não significa que os formuladores de políticas raramente precisam se preocupar com as pressões inflacionárias.

Mankiw concorda que em um mundo de grande poder de mercado a fixação de preços pelo governo pode melhorar a definição de preços privados. Essa dedução não implica que os governos reais nas economias podem aumentar o bem-estar, imiscuindo-se

amplamente no processo de fixação de preços. Conclui que a TMM contém alguns núcleos de verdade, mas as prescrições de suas políticas mais inovadoras não coincidem logicamente com suas premissas (MANKIW, 2019).²²

4.3 Paul Robin Krugman refuta axiomas da TMM

Paul Krugman é outro economista que fez contribuições ao tema em discussão, elaborando críticas à TMM. É professor de Economia e Assuntos Internacionais da Universidade de Princeton. Foi laureado com o Prêmio Nobel de Economia em 2008.²³ Sua linha de pensamento coaduna-se com os princípios neokeynesianos. Embora concorde com algumas posições de teóricos da TMM, tem se oposto fortemente à teoria.

Em um artigo de 2011 publicado no *New York Times*, Krugman alertou que a economia dos EUA veria uma hiperinflação se esta fosse posta em prática e os investidores se recusassem a comprar títulos americanos. Seu argumento é muito parecido com um dos usados por Mankiw, a respeito da senhoriagem. Diz: *“Faça as contas, e torna-se claro que qualquer tentativa de extrair demasiado de senhoriagem – mais do que alguns por cento do PIB, provavelmente – conduz a uma espiral infinita de inflação ascendente.”* E acrescenta: *“Na verdade, a moeda é destruída. Isto não aconteceria, mesmo com o mesmo déficit, se o governo ainda pudesse vender obrigações.”*²⁴ Um pouco adiante, no mesmo artigo, continua: *“... embora possa ser literalmente verdade que um governo com sua própria moeda não possa falir, ele pode destruir essa moeda se perder credibilidade fiscal.”*

Para Krugman, a TMM parece ser praticamente a mesma coisa que a doutrina de “finanças funcionais” de Abba Lerner, teoria surgida em 1943, na qual diz não acreditar totalmente, embora tenha algumas virtudes.²⁵ O seu argumento é simples e direto: é verdade que os países dependem da moeda fiduciária que controlam e se não tomam empréstimos em outra moeda, não enfrentam nenhuma restrição de dívida, porque podem sempre imprimir

²² A sentença final de Mankiw a respeito das ideias da Teoria Monetária Moderna está resumida nessa frase conclusiva do artigo citado: *“Put simply, MMT contains some kernels of truth, but its most novel policy prescriptions do not follow cogently from its premises”* (MANKIW, 2019, p. 8).

²³ Paul Robin Krugman é um economista dos Estados Unidos. É autor de diversos livros. É colunista do *The New York Times*. É geralmente considerado neokeynesiano.

²⁴O título do artigo é *“MMT, again”*, publicado em 15 de agosto de 2011. Consultar a bibliografia.

²⁵Seu artigo *“What’s wrong with Functional Finance”* (ver bibliografia) tem por subtítulo *“The doctrine behind MMT was smart but not completely right”*.

mais dinheiro para cobrir as suas obrigações. Krugman adverte, porém, que aí reside uma falha da TMM. Trata-se de uma restrição inarredável, que é a inflação (KRUGMAN, 2019).

Abba Lerner publicou sua obra em 1943. Para aqueles anos, que se seguem à década de 1930, essa visão era inteligente, diz Krugman. O medo de que a economia voltasse, após o final da II Guerra Mundial, à mesmice pavorosa daqueles anos 30 de profunda crise, deu espaço para o surgimento de novas ideias. Era atrativo encontrar caminhos fora do pensamento fiscal convencional. De tempos em tempos, quando se atravessa períodos longos de demanda deprimida, mesmo sob baixas taxas de juros, essas ideias recuperam seu alento novamente.²⁶

Krugman afirma que Lerner negligenciou o compromisso do equilíbrio entre a política monetária e fiscal e que também não considerou adequadamente as limitações técnicas e políticas dos aumentos de impostos e dos cortes nos gastos. Essas restrições são problemáticas e foram subestimadas, diz Krugman. Lerner também não fala sobre as dificuldades políticas para alcançar os superávits necessários. Isso não é tão simples como parece, adverte o economista (FULLBROOK, 2020; KRUGMAN, 2019).

Lerner postulava que a taxa de juros deveria ser fixada no nível que produz “o nível mais desejável de investimento”, e que a política fiscal deveria então se ajustar para alcançar o pleno emprego nessa taxa de juros. Krugman desafia: “Qual é a taxa de juros ideal?” Provavelmente, Lerner não responderia essa pergunta, porque nos anos 1930 o limite inferior era zero e a economia permaneceu estagnada, mesmo assim.

Krugman considera que as “finanças funcionais” são descuidadas em sua discussão sobre política monetária. Há que se enxergar a realidade, de como as coisas acontecem no mundo real: o “trade-off” político determina os impostos e os gastos e a política monetária ajusta a taxa de juros para obter o pleno emprego sem estimular a inflação. Por isso, não existe um nível de gastos deficitários determinado, pois cortes nos impostos ou aumento de gastos públicos tendem a conduzir a taxas de juros mais elevadas. O governo deve fazer uma escolha, uma avaliação de custo-benefício entre as alternativas (KRUGMAN, 2019).

²⁶ Paul Krugman faz aí uma alusão à crise econômica da Grécia, que perdurou por vários anos na década de 2010. Teve seu início a partir do final do ano de 2009, quando várias agências de classificação de risco alertaram sobre o crescimento do déficit público grego – aumento de suas dívidas e redução de sua arrecadação – colocando em dúvida sua capacidade de pagar a dívida externa. O risco de uma moratória poderia afetar toda a União Europeia. O plano de austeridade adotado cortou gastos públicos, com redução de benefícios (como a aposentadoria), cortes em salários, aumento de impostos e demissões em órgãos públicos. Diante disso, a população grega entrou em choque.

Se a taxa de juros for inferior à taxa de crescimento sustentável da economia, a dívida não será um grande problema. Mas, se ocorrer o oposto, quanto maior for a razão dívida/PIB, mais rapidamente - *ceteris paribus* - essa razão crescerá. E pode tornar-se rapidamente uma “bola de neve”. No mundo real, existe um limite para uma dívida pública. E logo ali! Um dos limites é a riqueza total. Na medida em que a dívida aumenta, as pessoas esperarão retornos cada vez maiores para sustentá-la. Vai chegar o momento em que o governo será obrigado a gerar superávits primários (sem juros) grandes o suficiente para limitar o crescimento da dívida. Lerner, embora reconheça que se pode chegar a esse ponto, continua acreditando que o governo pode sempre administrar esses superávits. Isso é irreal! Ele esquece os efeitos de elevadas e crescentes alíquotas de impostos! E também parece desconhecer a dificuldade política de alcançar os superávits necessários.

Krugman dá um exemplo numérico para ilustrar seu argumento. Supondo-se que se chegue a uma dívida igual a 300% do PIB, e que a taxa de juros fique 1,5 ponto percentual acima da taxa de crescimento. Então, para estabilizar a relação dívida/PIB seria necessário obter um superávit primário igual a 4,5% do PIB. Embora não seja impossível, atingir tal resultado é algo quase impensável nas sociedades modernas. O governo teria que efetuar reduções nos benefícios sociais básicos da população (Previdência Social, SUS) e aumentar ainda mais os impostos. Isso tudo, todo esse sacrifício social, para apenas cobrir o serviço da dívida, sem investir nada em novos programas! Isso é irreal, afirma Krugman.

Para concluir - sem esquecer que há contribuições positivas das Finanças Funcionais para a economia – o autor não a considera uma doutrina “axiomaticamente verdadeira”, discordando tanto da teoria de Lerner quanto da TMM que nela se apoiou (KRUGMAN, 2019).

Cabe a esta altura lembrar que há vários outros ortodoxos que consideram as contribuições teóricas das Finanças Funcionais de Abba Lerner como importantes para a ciência econômica, mas advertem que não se pode chegar aos limites da simplicidade. A capacidade de o governo tributar ilimitadamente e formar seus superávits tem limites práticos, num mundo real em que há governos representativos e democráticos. Quem vai suportar esse ônus político? É uma ingenuidade pensar que o governo pode gastar e tributar indiscriminada e ilimitadamente sem que haja uma reação das pessoas (KRUGMAN, 2019; MANKIWI, 1985 e 1992).

4.4 As três contestações de Lawrence Henry Summers

Lawrence (Larry) H. Summers foi secretário do Tesouro dos Estados Unidos da América no último ano e meio da presidência de Bill Clinton. Estudou no Instituto de Tecnologia de Massachusetts e em Harvard. Após sair do governo Clinton tornou-se presidente da Universidade Harvard. Tem um currículo diversificado no setor público e na iniciativa privada. Está ligado historicamente ao Partido Democrata dos Estados Unidos.²⁷

Da mesma forma que fez Krugman, Summers reconhece que em tempos difíceis da economia, marcados por estagnação e juros baixos, naturalmente surgem espaços para repensar os tabus tradicionais da política fiscal. Foi o que aconteceu com a TMM, que rotula como “uma economia do lado da oferta” do nosso tempo. Ele a vincula a uma ala progressista, que está mais à esquerda do Partido Democrata norte-americano, e dirige aos seus defensores críticas contundentes. Enxerga-os como oportunistas que “*estão aproveitando a possibilidade de um almoço grátis para oferecer maneiras politicamente atraentes de sair das dificuldades econômicas*” (SUMMERS, 2019).

Sua opinião é que a Teoria Monetária Moderna é falaciosa em vários níveis: primeiramente, ao sustentar a perspectiva de que, de alguma forma, ao imprimir dinheiro, o governo possa financiar seus déficits a custo zero; em segundo lugar, afirma que o governo não consegue evitar a inadimplência simplesmente imprimindo mais dinheiro, pois a história de vários mercados emergentes mostra que esse é o caminho para a hiperinflação; e, em terceiro lugar, o financiamento dos déficits governamentais pelo banco central, provavelmente causaria o colapso da taxa de câmbio, com o conseqüente aumento da inflação, das taxas de juros de longo prazo devido à inflação, fuga de capitais do país, encarecimento das importações etc.

Larry Summers contestou a TMM em três de seus sustentáculos teóricos fundamentais. Seus ataques a essas novas ideias são incisivos. Considera-as uma simplificação pueril e um exagero, quando eles querem fazer acreditar que o governo pode gastar mais sem impor qualquer ônus a alguém. Na economia atual, o governo paga juros sobre qualquer dinheiro novo que é emitido, pois esse se converte em reservas no Banco

²⁷ Enquanto trabalhava para o governo Clinton, Summers desempenhou um papel de liderança na reação dos Estados Unidos à crise econômica de 1994 no México, à crise financeira asiática de 1997 e à crise financeira russa. Ele também foi influente na privatização das economias dos estados pós-soviéticos, e na desregulamentação do sistema financeiro dos EUA. Após sua saída de Harvard, foi consultor de importantes instituições financeiras. Voltou ao serviço público durante o governo de Barack Obama, atuando como diretor do Conselho Econômico Nacional dos Estados Unidos, de janeiro de 2009 a novembro de 2010. Summers também trabalhou no setor privado e escreveu em grandes jornais, como colunas de opinião para o *The Washington Post*.

Central (ou Federal Reserve). Há moeda em circulação, mas como ela sempre pode ser depositada em um banco, sua quantidade não é controlada pelo governo. Mas, é de se lembrar que mesmo déficits financiados por dinheiro fazem com que o governo incorra em dívidas.

Em segundo lugar, Summers afirma que não é verdade que os governos possam simplesmente criar dinheiro novo para pagar todas as dívidas vencidas e evitar a inadimplência, pois se esquecem que esse é o caminho da hiperinflação. Há um limite para a quantidade de receita que pode ser aumentada por meio impostos inflacionários. Se esse limite for excedido, ocorrerá hiperinflação.

Em terceiro lugar, para Summers, esses teóricos esquecem que a economia moderna é aberta ao mundo. Depender do financiamento dos déficits governamentais pelo Banco Central leva ao colapso da taxa de câmbio. Isso, por sua vez, leva ao aumento da inflação, aumento das taxas de juros de longo prazo por causa dessa inflação, maiores prêmios de risco, fugas de capitais, menores salários reais, menores importações, baixo crescimento etc.

Seu conhecimento da história econômica invoca os exemplos do governo Mitterrand, na França, em 1981, e do governo Schröder, na Alemanha, em 1998. Ambos cederam aos apelos de abordagens políticas “fáceis” do tipo propalado pela TMM e foram forçados a voltar a trás. Recorre também aos exemplos da Inglaterra e da Itália, que tiveram que recorrer ao Fundo Monetário Internacional em meados da década de 1970, por causa da dependência excessiva das finanças inflacionárias. Os tempos mudaram e essas soluções miraculosas não deveriam mais encontrar eco na economia racional (SUMMERS, 2019).

É interessante observar que Larry Summers é ligado tradicionalmente ao Partido Democrata dos EUA e que a TMM encontra sua maior ressonância política na ala esquerda progressista deste mesmo partido.

4.5 O “caminho do meio” de Olivier Blanchard

A TMM prega a remoção das restrições de dívida ao endividamento do governo pelas Finanças Funcionais. No entanto, eles divergem de Abba Lerner em um ponto significativo, pois rejeitam a relevância da política monetária para a inflação.

Existem várias correntes na Economia que têm visões distintas de como lidar com o déficit público. Resumidamente, há três visões acerca da dívida pública e de como reduzi-la: além da inadimplência do governo, que é um caso extremo, a dívida pode ser reduzida: 1) diminuindo os déficits fiscais; 2) por meio de maior crescimento econômico; e 3) usando

bancos centrais para imprimir dinheiro e monetizar dívidas. Os economistas tradicionais, o “mainstream” ou ortodoxia tendem a preferir a primeira abordagem, enquanto que os defensores da TMM preferem a terceira alternativa.

Olivier Blanchard, que foi presidente da American Economic Association (AEA) em 2018, tem preferido chamar a atenção para a segunda alternativa, que ele considera como sendo frequentemente negligenciada. Como Blanchard optou pelo “caminho do meio”, naturalmente fez algumas concessões à visão da TMM, mas manteve uma visão ortodoxa com relação à existência de um limite no endividamento. Sua opção é, portanto, promover o crescimento da economia “fora da dívida pública”. Começou seu discurso presidencial da AEA dizendo que a dívida “pode não ser tão ruim”, vislumbrando um potencial das economias de sair dela sem grandes abalos (BLANCHARD, 2019).

Blanchard abordava a situação da economia dos EUA, considerando que ainda existe amplo espaço fiscal até atingir limites significativos que possam chegar a comprometer a sua sustentabilidade. Embora sua palestra tendesse a legitimar gastos com déficit mais elevado, reconhece que ainda há um limite para empréstimos. Seus argumentos para defender uma maior tolerância à dívida também se baseiam em dados de caráter histórico. Observa que após a II Guerra Mundial, o crescimento real do PIB norte-americano (g) sempre foi superior às taxas de juros reais (r). Demonstra-se que quando $g > r$ (ou $r - g < 0$), é relativamente fácil sair da dívida, pois as receitas tributárias prevalecem sobre o crescimento dos juros reais.²⁸

Sabe-se da dificuldade pela qual passou a economia dos EUA durante toda a década de 1930, quando acumulou um estoque elevado de dívidas. Veio a II Guerra Mundial e o déficit aumentou ainda mais, devido ao esforço de guerra e à preocupação de manter a Europa fora da influência da URSS. A superação desse gigantesco déficit só foi possível graças ao crescimento acelerado nas décadas posteriores ao final do conflito, e não foi obtido por impostos e nem por cortes em gastos públicos. O crescimento real do País foi superior à evolução das taxas de juros reais durante quase todo o restante do século XX. Com isso, a relação dívida/PIB ficou abaixo dos 100% (BLANCHARD, 2019).

Estudos mostraram que a dívida não pode crescer persistentemente a taxas superiores ao crescimento econômico do país. Para níveis mais elevados de dívida como fração do PIB, essa razão benéfica entre juros reais e crescimento real na verdade diminui. Esse é o chamado “efeito Blanchard”, quando $r - g < 0$ (ou $g > r$).²⁹ As nações conseguem crescer “fora da

²⁸ Ver a equação que expressa a variação do % (dívida/PIB) ao final do item 3.2:

$$\Delta(D/Y) = (G - T)/Y + (r - g) (D/Y)$$

dívida” até que atinjam entre 50% e 100% do PIB. Isso depende de cada país, e os Estados Unidos provavelmente podem tolerar o déficit até o limite superior (100%) dessa margem, porque o dólar norte-americano é a moeda de reserva mundial.

O Tesouro dos EUA pode tomar empréstimos a taxas mais baixas que os outros países, devido à segurança e à liquidez decorrentes de possuir a reserva mundial de moeda. Mais cedo ou mais tarde, porém, os custos dos juros da dívida chegam a tal ponto que se igualam às receitas. Nesse cenário, os investidores porão em dúvida a capacidade de solvência e se recusarão a comprar títulos ou emprestar mais ao governo. Mesmo que as taxas de juros fiquem próximas de zero, ou mesmo negativas – o que tenderá a retardar o colapso - a inflação irá aumentar e, se isso acontecer, subirão também as taxas de juros e os custos dos juros da dívida pública. O caso dos EUA provavelmente é o exemplo onde essa tolerância com a dívida seja a maior possível entre o conjunto de nações, estando todas as outras com restrições maiores. Esse aspecto da perda de confiança do investidor parece escapar à TMM.

O “efeito Blanchard” explica porque há um crescimento mais baixo em razões mais elevadas de dívida/PIB, dificultando ao país a saída do ônus da sua dívida. Embora os pontos exatos do início e do final dessa margem (entre 50% e 100% referidos há pouco) ainda sejam motivos de discussão, o que os dados empíricos mostram é que essa relação inversa existe e pode ser demonstrada com casos concretos.

O próprio Blanchard reconheceu essas restrições em uma crítica à TMM, declarando que o déficit - a menos que seja muito pequeno - não pode ser totalmente financiado por meio da criação de dinheiro sem juros, sem levar a uma alta inflação ou à hiperinflação. A posição do economista é um “caminho do meio”, a segunda entre as três opções disponíveis para lidar com a dívida pública. Vê-se que contrasta com a opção da TMM, que prefere a terceira, onde o banco central imprime sempre mais dinheiro e o governo monetiza as dívidas.

Essa contribuição de Blanchard estabelece um limite para o déficit público, condicionando uma das premissas fundamentais da TMM. Perceba-se que ele faz concessões à TMM ao admitir que até certo nível um déficit público possa vir a ser salutar para a economia, mas não abre mão da existência de um limite superior tolerável, em um ponto que se situa entre 50% e 100% da razão dívida/PIB.

²⁹ Para maiores informações sobre o “efeito Blanchard”, recomenda-se consultar o artigo do “Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB)” intitulado “*CBO: Debt remains unsustainable with $r < g$* ”, de 6 de junho de 2019. CBO é a sigla para Congressional Budget Office dos Estados Unidos da América.

4.6 Thomas Sargent e a história das hiperinflações

Uma das alegações centrais da TMM é que os bancos centrais podem imprimir dinheiro sem desencadear níveis perigosos de inflação, pois esta é para eles um fenômeno político, e não monetário. Além de ignorar considerações macroeconômicas teóricas - dizem seus opositores - essa afirmação pode ser posta, pelo menos em dúvida, com a lembrança de alguns casos de elevadas inflações ou hiperinflações que ocorreram em passado não muito remoto, com sérias consequências para seus países. Thomas J. Sargent documentou alguns desses casos em sua obra de 1982, intitulada *The Ends of Four Big Inflations*. Sargent pesquisou os casos das hiperinflações da Áustria, Hungria, Polônia e Alemanha de Weimar durante a primeira metade do século XX.

O propósito, ao lembrar esses acontecimentos, é mostrar que a mera impressão de mais dinheiro e a monetização crescente de dívidas, ainda que estas estejam em parte denominadas em moeda local, gerou o colapso financeiro de grandes países. É possível e até recomendável em certas circunstâncias imprimir mais moeda para fazer face às obrigações do Estado, mas isso sempre tem um limite. Qual é esse limite? Há discordâncias a respeito, mesmo dentro das fileiras dos ortodoxos. Mas, que há um limite, há!

A Áustria e a Hungria, outrora pertencentes ao Império Austro-Húngaro, foram reduzidas em território e em influência após a Primeira Guerra Mundial. Os Estados sucessores tiveram que pagar elevadas reparações de guerra aos Aliados. O governo austríaco aumentou seus déficits públicos mediante o financiamento das dívidas com a venda de títulos do tesouro. A Hungria financiou seus déficits tomando empréstimos. Em ambos os países, em pouco tempo, a moeda nacional desvalorizou, enquanto os preços subiam. A hiperinflação que se seguiu foi avassaladora (SARGENT, 1982).

A Polônia emergiu da Primeira Guerra Mundial como nação independente após mais de um século de domínio estrangeiro. Foi formada a partir de porções da Áustria-Hungria, Alemanha e Rússia, dos quais já herdou moedas inflacionadas. Após o término da guerra mundial, a luta continuou contra os russos, por mais dois anos. O esforço de guerra acarretou dívidas muito grandes. O governo polonês começou a imprimir grandes quantidades de moeda. Em poucos meses, o marco polonês não valia mais praticamente nada (SARGENT, 1982).

O caso mais drástico pesquisado por Sargent foi o da hiperinflação (1923-1924) da Alemanha de Weimar. A Alemanha também financiou seu esforço de guerra (Primeira Guerra Mundial, 1914-1918) mediante gastos sem lastro, suspendendo o padrão-ouro. A guerra durou

muito mais que ela previra e, pior, a Alemanha foi derrotada. Para fazer face às necessidades durante o conflito, ela acumulou consideráveis dívidas, desvalorizando cada vez mais sua moeda, o marco. Como perdedora, a Alemanha teve que pagar indenizações altíssimas aos Aliados. Para isso, efetuou volumosas emissões de marcos para fazer frente às dívidas e sustentar a greve de mineiros na região desmilitarizada no período após a Grande Guerra. Em 1923, o marco alemão ficou tão desvalorizado que eram necessários mais de 4.000.000.000.000 de marcos para comprar um dólar americano (SARGENT, 1982).

Além dos casos descritos por Sargent, houve recentemente casos graves de inflação no Zimbábue e na Venezuela. No Zimbábue, a hiperinflação começou no final da década de 1990, quando o governo incorreu em gastos que não tinham orçamento, em parte oriundos de sua luta pela independência. Quando o pânico se instalou entre os investidores estrangeiros, o capital desapareceu dos mercados do país, destruindo sua moeda. Como reação, o governo cometeu mais erros, endividando-se ainda mais: como a cobrança de impostos era politicamente inexecutável, passou a imprimir mais dinheiro. A hiperinflação veio logo, tanto que em novembro de 2008, chegou a 79.000.000.000% ao mês. Houve uma completa “dolarização da economia”.

A história da inflação recente na Venezuela é similar. Enquanto as receitas com a exportação do petróleo aumentavam na passagem do ano 2000, o governo de Hugo Chávez conseguiu manter-se e aumentar seus déficits com uma agenda política socialista. Em 2014, seu sucessor, Nicolás Maduro, enfrentou a queda do preço internacional do petróleo e das receitas. A moeda Venezuela, o Bolívar, despencou. A economia já estava em recessão, mas Maduro, por motivos políticos, aumentou os gastos deficitários e imprimiu mais moeda para financiar as obrigações do governo. No final de 2018, as taxas de inflação atingiram valores da ordem de 80.000% ao ano (SARGENT, 1982).

Além dos exemplos de hiperinflação relatados por Sargent, houve outros casos notórios de elevada inflação ou hiperinflação. Em Israel, a inflação chegou aos seus máximos nos anos de 1984 e 1985, atingindo uma média anual em torno de 345%. Os índices caíram quando o governo começou a conter gastos deficitários e a adotar uma política monetária restritiva, elevando as taxas de juros várias vezes. A inflação também assolou a economia do Brasil, especialmente no final da década de 1980 e início dos anos 90, chegando a mais de 84% no mês de março de 1990 e atingindo mais de 2.400% em 1993, antes do Plano Real. Em ambos os casos, Israel e Brasil, toda a economia estava fortemente indexada aos índices de inflação. Na Argentina, a inflação teve uma escalada vertiginosa no governo de Raul Alfonsín, o que causou sua queda, em 1989, quando atingiu cerca de 3.000% ao ano. Notícias

veiculadas pela imprensa no corrente mês de agosto de 2022 anunciam que a inflação anual na Argentina atinge 71%, recorde nos últimos 30 anos.³⁰

Embora os casos de inflação nos países tenham suas peculiaridades, os exemplos mostram uma correlação inequívoca entre impressão de moeda e hiperinflação. Os proponentes da TMM, em seu livro canônico, afirmam que "*não existe uma relação proporcional simples entre aumentos na oferta monetária e aumentos no nível geral de preços*" e que "*não há evidências empíricas para apoiar a crença de que o aumento das taxas de juros combate a inflação*" (MITCHELL & WRAY & WATTS, 2019). Essa correlação pode não ser proporcional e nem simples, mas que ela existe, existe! Em todos os casos relatados sempre há particularidades que diferenciam a conjuntura de cada país, seja quanto à ocupação da capacidade produtiva, indexação da economia, problemas políticos internos, guerras etc.

Stephanie Kelton argumenta que a inflação é resultado, não da política monetária, mas do "gasto excessivo", isto é, os gastos efetuados além do necessário para uma economia atingir o "pleno emprego". Kelton, no entanto, não define o desemprego segundo o conceito macroeconômico dominante de "taxa natural de desemprego", mas sim, como a taxa de desemprego de 0% garantida e sustentada pelo governo (KELTON, 2020).

Os exemplos de hiperinflação mostrados contrariam essas alegações. Esses casos históricos não são provas absolutas, mas "relativizam" de forma contundente as afirmações da TMM.

4.7 Uma enquete na comunidade de economistas

A Internet sedia uma página denominada "O Fórum IGM", sob o patrocínio do *Chicago Booth – The Initiative in Global Markets* (IGM). Trata-se de um painel onde especialistas econômicos dos Estados Unidos e da Europa comentam assuntos diversos da macroeconomia, finanças e política. No dia 13 de março de 2019, foi publicada uma pesquisa

³⁰ Notícias do jornal eletrônico g1 Globo.com, seção de Economia, de 12/08/2022, que tem por manchete "Inflação anual na Argentina atinge 71%, recorde nos últimos 30 anos". A notícia continua assim: "*Atual ritmo de aumento de preços na Argentina já é o mais alto de todo o continente americano, superando, em julho, até mesmo a Venezuela. Com 7,4% de inflação só em julho, a Argentina teve a maior inflação mensal dos últimos 20 anos e a maior anual dos últimos 30 anos. O país tem pela frente um aumento nas tarifas de serviços públicos e uma provável desvalorização da moeda que pode elevar a inflação a um patamar acima de 100%. O atual ritmo de aumento de preços na Argentina já é o mais alto de todo o continente americano, superando, em julho, até mesmo a Venezuela. Com a maior inflação dos últimos 30 anos, argentinos dependem cada vez mais do dólar.*"

feita entre vários macroeconomistas, para saber de sua opinião (concordar ou discordar) acerca de duas afirmações que pretensamente expressariam ideias da TMM.³¹

Na pergunta A, a afirmação era: “*Os países que tomam empréstimos em sua própria moeda não devem se preocupar com déficits governamentais porque sempre podem criar dinheiro para financiar sua dívida.*” Na pergunta B, afirmava-se: “*Os países que tomam empréstimos em sua própria moeda podem financiar quantos gastos reais do governo quiserem, criando dinheiro.*” O próprio site introduz o tema da pesquisa, apresentando aos leitores um rápido resumo das ideias da TMM:

“A 'teoria monetária moderna' (TMM) – a ideia de que um país que é capaz de emprestar em sua própria moeda não precisa se preocupar com déficits e dívidas governamentais – esteve em toda a mídia econômica e financeira nas últimas semanas. Essa abordagem da macroeconomia, que tem sido usada para sustentar pedidos de novos programas de gastos públicos, tem sido amplamente debatida em colunas de jornais, postagens em 'blogs e tweets' – muitas vezes de maneira bastante cáustica.”

O artigo tece alguns comentários sobre as reações que houve após a sua divulgação:

“Entre os economistas tradicionais, tem havido pouco apoio e alguns comentaristas proeminentes estão longe de serem elogiosos, incluindo Paul Krugman, Kenneth Rogoff e Lawrence ‘Larry’ Summers. Proponentes como Stephanie Kelton e outros adeptos da TMM responderam ferozmente. E até mesmo escritores que são potencialmente simpatizantes da política da TMM e/ou críticos do ‘mainstream’ se viram sob ataque. Enquanto isso, Neil Irwin no New York Times propõe testar a teoria em um pequeno país com sua própria moeda primeiro. Decidimos apresentar as ideias ao nosso painel de especialistas econômicos dos EUA, perguntando-lhes se concordavam ou discordavam das seguintes afirmações e, em caso afirmativo, com que força e com que grau de confiança.”

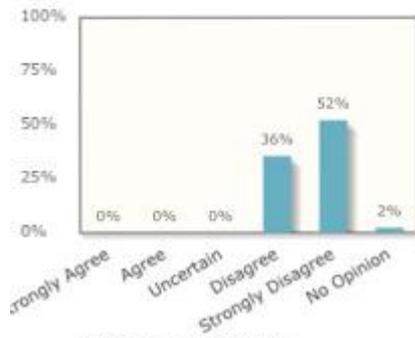
A estatística das respostas, sem e com a ponderação do grau de confiança de cada pessoa consultada, está abaixo:

³¹ Consultar o link <https://www.igmchicago.org/ft-igm-us-macroeconomists-survey/>

Modern Monetary Theory

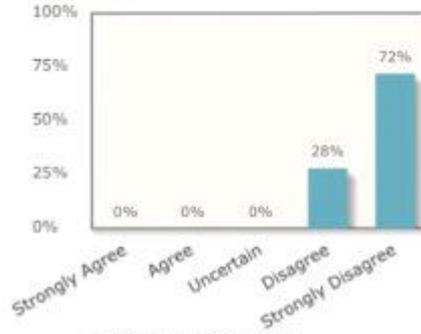
Question A: Countries that borrow in their own currency should not worry about government deficits because they can always create money to finance their debt.

Responses



© 2019, Initiative on Global Markets.
Source: IGM Economic Experts Panel
www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel

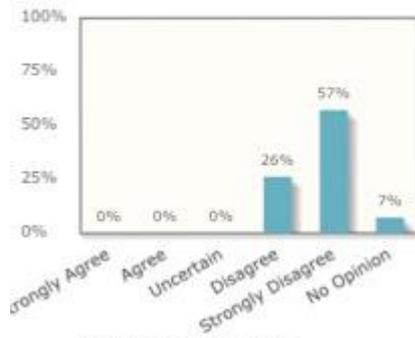
Responses weighted by each expert's confidence



© 2019, Initiative on Global Markets.
Source: IGM Economic Experts Panel
www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel

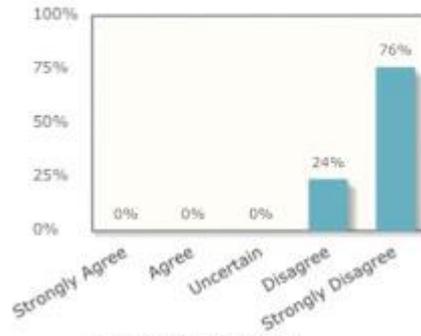
Question B: Countries that borrow in their own currency can finance as much real government spending as they want by creating money.

Responses



© 2019, Initiative on Global Markets.
Source: IGM Economic Experts Panel
www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel

Responses weighted by each expert's confidence



© 2019, Initiative on Global Markets.
Source: IGM Economic Experts Panel
www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel

Figuras 2a, 2b para a pergunta A.

Figuras 2c, 2d para a pergunta B.

Fonte (CHICAGO BOOTH – IGM Forum Survey, 2019).

Dos 42 especialistas inscritos no fórum do IGM, 38 participaram da pesquisa.³² Na primeira afirmação, apenas 1 não expressou opinião, 15 discordaram e 22 discordaram

³² As 38 pessoas que participaram, respondendo à pesquisa, são: Daron Acemoglu (MIT), Alberto Alesina (Harvard), Joseph Altonji (Yale), Alan Auerbach (Berkeley), David Autor (MIT), Katherine Baiker (Universidade de Chicago), Marianne Bertrand (Chicago), Markus Brunnermeier (Princeton), Judith Chevalier (Yale), David Cutler (Harvard), Angus Diaton (Princeton), Darrell Duffie (Stanford), Aaron Edlin (Berkeley), Barry Eichengreen (Berkeley), Liran Einav (Stanford), Ray Fair (Yale), Austan Goolsbee (Chicago), Michael Greenstone (Universidade de Chicago), Robert Hall (Stanford), Oliver Hart (Harvard), Bengt Holmström (MIT), Caroline Hoxby (Stanford), Hilary Hoines (Berkeley), Kenneth Judd (Stanford), Steven Kaplan (Chicago Booth), Anil Kashyap (Chicago), Peter Klenow (Stanford), Jonathan Levin (Stanford), Eric Maskin (Harvard),

fortemente. Na segunda afirmação, 3 não expressaram opinião, 11 discordaram e 24 discordaram fortemente.

Ponderados pela confiança de cada especialista em sua resposta, os resultados foram 72% para “discordo fortemente” e 28% para “discordo” na primeira afirmação; e 76% “discordam fortemente” e 24% “discordam” da segunda afirmação. O editor da pesquisa se disse surpreso com a unanimidade das respostas, discordando das afirmações propostas.

A regra da pesquisa permitia breves comentários aos que quisessem fazê-los. É interessante conhecer alguns deles: Oliver Hart, em Harvard, fez a mesma observação em resposta a ambas as declarações: *“Esse tipo de comportamento pode levar rapidamente à inflação ou mesmo à hiperinflação quando a economia está próxima à plena capacidade.”* Steven Kaplan, em Chicago, emendou: *“Em algum momento, torna-se insustentável e o país se torna Venezuela ou Zimbábue.”*

Na primeira declaração, Kenneth Judd, em Stanford, comentou: *“Um governo pode ser capaz de fazer isso uma vez, mas fazer isso sistematicamente tornará impossível vender títulos no futuro.”* Robert Shimer, em Chicago, observou que: *“O valor real da oferta monetária é limitado acima. Em algum momento, isso deve criar inflação.”* Markus Brunnermeier, em Princeton, citou precedentes: *“Veja vários exemplos históricos: Alemanha na década de 1920, América Latina...”*. William Nordhaus, de Yale, discordou fortemente da primeira afirmação, mas relativizou um pouco o tom ao dizer *“Obviamente, eles devem se preocupar. No entanto, as questões de uma economia aberta são menos prementes, principalmente com taxas de câmbio flexíveis.”*

Sobre a segunda declaração, Eric Maskin, de Harvard, observou: *“Chegará um ponto em que a moeda estará tão desvalorizada que mais gastos se tornarão difíceis, se não impossíveis.”* Larry Samuelson, em Yale, acrescentou mais uma referência à história: *“Criar dinheiro pode financiar muitos gastos, mas incidentes de hiperinflação, colapso e outras crises indicam que há limites.”* Darrell Duffie, de Stanford, argumentou com uma hipótese extrema: *“Se isso fosse verdade, cada um desses países poderia financiar a compra de toda a produção mundial, o que é obviamente impossível.”*

Ainda sobre a segunda afirmação, Kenneth Judd, de Stanford, valeu-se do clássico de Milton Friedman, dizendo: *“Friedman escreveu um livro ‘Não existe almoço grátis’. Ele também se referiu a uma estrada ou a uma ponte ou a um exército ou a uma escola ou a*

William Nordhaus (Yale), Emmanuel Saez (Berkeley), Larry Samuelson (Yale), José Scheinkman (Universidade de Colúmbia), Richard Schmalensee (MIT), Carl Shapiro (Berkeley), Robert Shimer (Universidade de Chicago), James Stock (Harvard) e Richard Thaler (Chicago Booth).

QUALQUER COISA!” Richard Thaler, de Chicago Booth comentou: “*Eu não gosto dessa pergunta. Eu acho que é verdade em certo sentido, mas certamente a inflação aparece em algum momento.*”

Observa-se que as sentenças propostas aos participantes da pesquisa eram de caráter “categórico”. O vocábulo “categórico” é usado aqui no sentido de realçar que as afirmações das perguntas A e B foram peremptórias, taxativas, indiscutíveis, terminantes, ou seja, incondicionais. O que se permitia ao economista consultado era acrescentar um breve comentário, após a resposta, se quisesse.

A enquete foi criticada por conservadores e heterodoxos, em diversos artigos posteriores, sob a alegação de que as sentenças propostas eram tão “ridículas”, “inverossímeis” ou “absurdas”, que até os adeptos da TMM teriam respondido que não concordavam em absoluto com nenhuma delas. L. Randall Wray, um dos “pais da TMM”, veio a público escrevendo um artigo irado em resposta à pesquisa feita, com o título: “*A Conspiracy Against MMT? Chicago Booth’s Polling and Trolling.*” Seus argumentos procuram esclarecer alguns pontos essenciais que alicerçam a TMM.³³ Além deste artigo, outros surgiram, de diversos posicionamentos, na esteira da publicação da pesquisa do Chicago Booth.³⁴

³³ O título, em tradução livre, é algo como: “*Uma conspiração contra a TMM? Pesquisa e insultos do Chicago Booth*”. Ver no link: <https://neweconomicperspectives.org/2019/03/a-conspiracy-against-mmt-chicago-booths-polling-and-trolling.html?shared=email&msg=fail>

³⁴ O leitor interessado poderá ter acesso ao assunto na Internet mediante as palavras-chave: CHICAGO BOOTH SURVEY ON MMT ou combinações delas.

5 CONCLUSÃO

Plutarco, um historiador grego que viveu entre os anos 46 e 120 DC, registrou em seus escritos um episódio envolvendo Júlio César, general e político romano e sua esposa Pompeia. César se divorciou após um escândalo em festa por ela promovida, justificando sua atitude com uma frase que chegou até hoje: “*Mulier Caesaris non fit suspecta etiam suspicione vacare debet*”.³⁵ Dos vários significados que esse adágio adquiriu ao longo dos séculos, um deles parece ser apropriado para trazer uma luz às controvérsias que envolvem a Teoria Monetária Moderna.

Quando se aborda assuntos que são sensíveis, tanto na política como nas ciências - como é o caso de uma teoria econômica ou que tenha a pretensão de sê-la - há que ter cuidados com a primeira impressão, a “*impressionem prima facie*”.³⁶ É aquela imagem primeira que se forma no cérebro ao ler ou ouvir algo sobre algum assunto ou pessoa, e que retorna como um ato reflexo involuntário a cada vez que o pensamento ou os sentidos tomam novamente contato com esse objeto.

Preocupado com essa “primeira impressão”, Júlio César exigiu o rompimento conjugal. Como ele tinha em mente ambições políticas, quis formar e resguardar a sua respeitabilidade e angariar uma honorabilidade tal que nenhum romano jamais sequer pudesse suspeitar dele ou de sua esposa ou de outra coisa qualquer que pudesse denegrir sua pessoa. Se transportarmos essa preocupação para a imagem que deve ter a Teoria Monetária Moderna, que trata de uma matéria muito sensível - a criação e destinação do dinheiro público - que afeta todas as pessoas profundamente, escusa-se maiores explicações para sua importância.

A Teoria Monetária Moderna pode ter muitos méritos, e, provavelmente os tenha, haja vista o testemunho de vários economistas, entre conservadores e heterodoxos. Provavelmente, também seja honesta e bem intencionada em suas origens e nas pessoas de seus fundadores, a despeito da rejeição de alguns economistas e políticos e de outros que não querem sequer debater os seus axiomas, mostrando total indiferença ou desprezo pela insignificância do objeto, ou por qualquer outra razão.

A máxima latina é aqui invocada para que se faça um exame sincero sobre a forma como a TMM surgiu e de como foi rapidamente divulgada para o mundo exterior. Ela aparentemente nasceu nos meios acadêmicos, com um pequeno grupo de simpatizantes na

³⁵ Desse episódio resultou o adágio (que não é uma tradução literal da sentença em latim): “*À esposa de César não basta ser honesta, deve também parecê-lo.*”

³⁶ *Prima facie* é a impressão que se tem de algum assunto “à primeira vista”.

Universidade de Missouri, em Kansas City, no Estado de Missouri, nos Estados Unidos da América. Até aqui, nada demais, pois a Universidade é o berço onde germinam muitas das novas boas ideias e é esse precisamente o seu papel, o de ser uma incubadora de novas formas de ver o mundo.

Por que a TMM foi então alçada à categoria de uma teoria com uma mensagem salvacionista? Com poucos anos de vida, pouca pesquisa básica, nenhuma aplicação prática conhecida, foi autoproclamada como uma “revolução copernicana” no pensamento econômico, no dizer de Stephanie Kelton, uma de suas maiores defensoras.³⁷ Por que essa precipitação? Uma teoria econômica – ou um conjunto de ideias que pretende ser uma teoria e ser aceita como tal – tem que se medir pela sobriedade, pelo comedimento e pela sensatez. A mulher de César, antes de tudo tem que parecer honesta, mesmo que seja honesta.

A pesquisa entre 38 economistas feita pelo Chicago Booth – diga-se que quase todos tinham uma visão conservadora – mostrou isso: que as afirmações que compunham as perguntas A e B expressavam nada mais do que aquilo que se lê corriqueiramente nas manchetes dos jornais e nas chamadas da mídia. Por que então a ira imediata dos adeptos da TMM, alegando que as perguntas eram sobre afirmações ridículas? Quem formou essa imagem da TMM na mídia?

Ora, pode ser que o ideário que a TMM de fato defende seja bem diferente do que a mídia divulga! Mas, o que lê corriqueiramente sobre ela não dá destaque a limitações, condicionantes, riscos e precauções. O que sobra se houver uma depuração? O que resta ao separar a teoria científica da militância política? Esse exercício evitaria as impressões falsas que muitas pessoas dela têm, à primeira vista. É de bom alvitre investigar se a TMM por acaso não alcançou o público externo pelo caminho fácil da política populista, em vez do escrutínio paciente, silencioso e demorado da ciência, pelo estudo, pela pesquisa e pela experimentação.

Convém observar aqui que economistas como “Larry” Summers e Paul Krugman, entre vários outros que são de visão heterodoxa, e alguns, inclusive, que fazem parte das fileiras do Partido Democrata dos Estados Unidos, fizeram críticas acerbas à TMM. Parece que o adágio sobre a mulher de César seja um alerta oportuno, pois a oposição às proclamações doutrinárias da TMM inicia entre os membros da própria casa.

A TMM afirma que um Estado soberano que emite sua própria moeda não pode falir, e isso tecnicamente é uma verdade, mas omite qual a nefasta consequência da emissão contínua

³⁷ No livro *“The deficit myth”*, publicado em New York, pela PublicAffairs, em 2020.

de mais dinheiro para cobrir obrigações do governo. Já foi visto que os recursos reais obtidos pelo governo com a senhoriagem representam apenas alguns poucos % do PIB. Embora seja literalmente verdade que um governo que emite sua própria moeda não possa ir à bancarrota, é também verdade que ele pode destruir a sua moeda se perder credibilidade fiscal. Perdendo-a, quem vai comprar títulos do governo?

Paul Krugman, a propósito desse risco, insiste que um déficit financiado por emissão de dinheiro é mais inflacionário do que um déficit financiado por emissão de títulos. Parece que a TMM só se preocupa em perguntar se a quantidade de moeda supre as necessidades da demanda agregada, esquecendo-se de perguntar, no entanto, sobre a “financiabilidade” dessas operações, mesmo que o dinheiro seja fiduciário (KRUGMAN, 2011).

Há um agravante que necessita ser lembrado na conclusão desta monografia. A grande maioria dos economistas que critica ou defende ideias da TMM é dos Estados Unidos, país onde ela nasceu e tem mais visibilidade. Thomas I. Palley, um dos seus mais ácidos críticos destaca o fato de que os EUA certamente possuem condições especiais para tomar empréstimos a taxas mais baixas do que outros países, dada sua condição de emitente da moeda de reserva mundial, que lhe concede benefícios únicos de segurança e de liquidez. Essa prerrogativa, porém, não livra os Estados Unidos do fato de que algum dia o dinheiro dos outros também acaba. Os custos dos juros da dívida crescerão a tal ponto que um dia se igualarão ou superarão as receitas. Já antes disso, os investidores não mais comprarão títulos e não mais se disporão a emprestar dinheiro ao governo a juros razoáveis (ou gerenciáveis) (PALLEY, 2014).

Atualmente, a TMM tem quem a escute porque é uma polêmica política apropriada para tempos de depressão, em que a economia está estagnada, ainda que os juros estejam muito baixos, próximos de zero. Ideias como estas surgem historicamente em tempos de crise econômica, prometendo saídas milagrosas que proporcionem uma esperança para as pessoas. Isso pode contribuir bem para as atividades políticas, adverte Palley, mas, infelizmente, não para a economia, pois o ideário da TMM está assentado em ideias sem alicerces firmes, ou seja, em ideias erradas (PALLEY, 2014).

Se os temores de Palley e de muitos outros economistas que efetuam as mesmas críticas sobre os riscos econômicos das ideias da TMM causam apreensão, o que dizer dos outros países, de moeda mais fraca, que não gozam do “privilégio exorbitante”³⁸ que têm os

³⁸ Foi com essa expressão que Valéry Giscard d'Estaing, em 1965, quando era ministro das Finanças da França, sob o governo de Georges Pompidou, considerou a prerrogativa de os Estados Unidos terem o domínio da moeda global de reserva.

EUA como emissores da moeda de reserva mundial? Os exemplos históricos já o mostraram, mas é bom lembrar que os EUA são uma exceção privilegiada (e muito!) e que os riscos da prodigalidade na emissão monetária são mais graves ou muito mais graves para os demais (cerca de 200) países do mundo.

À guisa de conclusão, qual é a opinião do autor desta monografia sobre a TMM? Tem fragilidades? Em que pontos ela está certa? O primeiro princípio, talvez o mais importante – de que os déficits podem sempre ser financiados com a impressão de mais dinheiro – sucumbe à racionalidade e à experiência histórica. Isso já foi mostrado e, portanto, essa ideia da TMM está definitivamente errada! O “axioma” não é válido se não for devidamente circunstanciado e condicionado.

A TMM parece querer subverter completamente o conhecido ditado de Milton Friedman de que "a inflação é sempre e em toda parte um fenômeno monetário", propondo em seu lugar algo como o seu oposto: que a moeda não causa inflação. Ainda que a afirmação de Friedman possa ser relativizada - porque a inflação aparentemente depende de outros fatores também - com certeza a mensagem da TMM precisa ser recebida com extrema cautela e prudência.

A segunda ideia da TMM, sobre o aumento dos gastos deficitários para promover o desenvolvimento é uma reinvocação dos princípios de Keynes. O aumento dos déficits públicos, dentro de certos limites, já foi por ele defendido na primeira metade do século passado. Não há razão, pois, para dizer que se trata de um princípio novo. Entende por isso o autor desta monografia que ela não é uma teoria nova e não é sequer original neste princípio, embora seja mais radical na extensão desse déficit do que Keynes aceitava.

Por ocasião das recessões, especialmente a dos anos 1930, o que se denominou de keynesianismo, após 1936 (publicação da “Teoria Geral”), defendia gastos do governo financiados pelo déficit. E a prática financeira hoje, em muitos países de economia avançada, já incorporou alguns dos princípios de Keynes.³⁹ Blanchard, por exemplo, defende hoje que nos EUA há ainda algum espaço para aumentar esses gastos deficitários, mas com parcimônia, sempre de olho na inflação (BLANCHARD, 2019).

O ambicioso programa do *New Deal*, do presidente Franklin Delano Roosevelt, nos anos de 1930, é considerado pela TMM como apenas “uma meia medida”, muito tímida, que

³⁹ Foi amplamente divulgado na mídia que o Presidente dos EUA Joe Biden, em 15/11/2021, sancionou um projeto de US\$ 1,2 trilhão para um plano de infraestrutura (estradas, pontes, bombas de água, redes de abastecimento de carros elétricos e expansão da banda larga da Internet), como aprovou também, em 16/08/2022, um pacote de US\$ 430 bilhões para fazer face às mudanças climáticas e combater a inflação, entre outros fins.

não sobreviveu uma geração e que somente com o advento da II Guerra Mundial teriam sido liberados os recursos em escala suficiente, por que então se tratava de uma questão de sobrevivência dos EUA. Referindo-se ao ambicioso projeto do *Green New Deal*, patrocinado pelo Partido Democrata dos EUA, Eric Tymoigne, defensor da TMM, alerta que aquelas “meias medidas não servem” mais hoje, pois, atualmente as “apostas são maiores” (TYMOIGNE, 2021).

A título de conclusão, recorde-se como a ciência econômica progrediu nos últimos séculos, através de muitos estudos e experiências de campo, várias delas mal sucedidas. As pesquisas devem continuar, e nesse ponto todas as contribuições construtivas são bem-vindas. Cada vez mais se sabe hoje, baseado no que já se estudou e nos experimentos já efetuados, quais os limites que a prudência recomenda.

Para o autor da monografia, portanto, a TMM sucumbe à sua fragilidade teórica e falece frente às evidências em contrário da prática histórica. Contudo, no espírito do respeito à multiplicidade de ideias e opiniões, convida o leitor a formar a sua própria conclusão.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGGIO, Gustavo de Oliveira; DA ROCHA, Marco Antonio. Dois momentos para a teoria Cartalista: De Knapp a Goodhart. **Revista Economia**, Niterói, v.10, n. 1, p.153-168, jan. 2009.
- AGGIO, Gustavo de Oliveira. Juros, moeda e ortodoxia de André Lara Resende. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 28, n. 2 (66), p. 615-619, mai-ago. 2019.
- AKERLOF, George A. & YELLEN, Janet L. A Near-Rational Model of the Business Cycle with Wage and Price Inertia. **The Quarterly Journal of Economics**. Suppl., 100, 1985, p. 823- 838.
- BACHA, Edmar. Comentários ao texto de André Lara Resende. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, mar. 2019.
- BALL, Laurence & ROMER, David. Real Rigidities and the Non-Neutrality of Money. **The Review of Economic Studies**, 1990, 57:2, p. 183-203.
- BARRO, Robert J. & GROSSMAN, Herschel I. A general disequilibrium model of income and employment. **American Economic Review**, March, 1971, 61:1, p. 2-93.
- BLANCHARD, Olivier Jean & KIYOTAKI, Nobuhiro. Monopolistic Competition and the Effects of Aggregate Demand. **American Economic Review**, 1987 Sept., 77:4, p. 647- 666.
- BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. 2.ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- BLANCHARD, Olivier Jean. Public Debt and low interest rates. **American Economic Review**, 2019 April, vol. 109, n.4, p. 1197-1229.
- CAMPOS, Lauro. **A crise da ideologia keynesiana**. São Paulo: Boitempo, 2016.
- CHICAGO BOOTH – IGM FORUM. **Modern Monetary Theory (TMM) Survey**. Chicago, IL, 2019. Link: <<https://www.igmchicago.org/surveys/modern-monetary-theory/>>. Acesso em 18 de agosto de 2022.
- COMITTEE FOR A RESPONSIBLE FEDERAL BUDGET (CRFB). **CBO: Debt remains unsustainable with $r < g$** . Washington DC. June 6, 2019. Disponível no link: <https://www.crfb.org/blogs/cbo-debt-remains-unsustainable-r-g>. Consulta em 31 de agosto de 2022.
- DALTO, Fabiano A. S. & GERIONI, Enzo M. & OZZIMOLO, Julia A. & DECCACHE, David & CONCEIÇÃO, Daniel M. **Teoria Monetária Moderna – MMT: a chave para uma economia a serviço das pessoas**. Fortaleza: Editora Nova Civilização, 2020.
- FULLBROOK, Edward & MORGAN, Jamie. **Modern Monetary Theory and its critics**. Bristol, UK: World Economic Association, 2020.

HARTLEY, Jonathan. The weakness of Modern Monetary Theory. **National Affairs**. N. 52. Summer 2022. Ver link: <https://www.nationalaffairs.com/publications/detail/the-weakness-of-modern-monetary-theory>. Consulta em 21 de agosto de 2022.

INFLAÇÃO NA ARGENTINA ATINGE 71%, recorde nos últimos 30 anos. **Jornal eletrônico O Globo G1** [online], Rio de Janeiro, 12 de agosto de 2022 – Seção de Economia. Disponível em <https://g1.globo.com/economia/noticia/2022/08/12/inflacao-anual-na-argentina-atinge-71percent-recorde-nos-ultimos-30-anos.ghtml>. Acesso em 15 de agosto de 2022.

KELTON, Stephanie. **The deficit myth**. New York: PublicAffairs, 2020.

KNAPP, Georg. **The state theory of money**. London: Macmillan, 1924.

KRUGMAN, Paul. MMT, again. **New York Times**, New York, 15 Aug 2011. Ver no link: <https://archive.nytimes.com/krugman.blogs.nytimes.com/2011/08/15/mmt-again/>. Acesso em 15 de agosto de 2022.

KRUGMAN, Paul. What’s wrong with Functional Finance: The doctrine behind MMT was smart but not completely right. **New York Times**, New York, 12 Feb. 2019. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2019/02/12/opinion/whats-wrong-with-functional-financewonkish.html/>. Acesso em 10 de setembro de 2021.

MENDONÇA, Mário Jorge. Uma análise crítica da teoria quantitativa da moeda. **Economia & Tecnologia**. Ano 7, Vol. 25, abr/jun. 2011.

MALINVAUD, Edmond. **The Theory of Unemployment Reconsidered**. Oxford: Blackwell, 1977.

MANKIW, N. Gregory & ROMER, David & WEIL, David N. A Contribution to the Empirics of Economic Growth. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 107, No. 2 (May, 1992), p. 407-437.

MANKIW, Nicholas Gregory. Skeptic’s Guide to Modern Monetary Theory. **American Economic Association (AEA)**. San Diego, CA, January 2020, 110: 141-44.

MANKIW, Nicholas Gregory. Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly. **The Quarterly Journal of Economics**. May 1985, 100:2, p. 529-537.

MITCHELL, William, WRAY, L. Randall & WATTS, Martin. **Macroeconomics**, London: Red Globe Press, 2019.

MOSLER, Warren. **As sete inocentes fraudes capitais da economia**. Fortaleza: Editora Nova Civilização, 2020.

PALLEY, Thomas I. The critics of Modern Monetary Theory (MMT) are right. **IMK Working Paper**. Year 2014, No. 132. Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf. Disponível em: [https://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=http%3A%2F%2Fwww.boeckler.de%2Fpdf%](https://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=http%3A%2F%2Fwww.boeckler.de%2Fpdf%2F)

2Fp_imk_wp_132_2014.pdf;h=repec:imk:wpaper:132-2014. Consulta feita em 23 de agosto de 2022.

RESENDE, André Lara. A crise da macroeconomia. *Valor Econômico*, São Paulo, mar. 2019a.

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.2019b. Disponível em: <http://iepecdg.com.br/publicacoes-e-leituras/#tab-2/>. Acesso em 20 de setembro de 2021.

RESENDE, André Lara. Juros e conservadorismo intelectual. *Valor Econômico*, São Paulo, jan. 2017a.

RESENDE, André Lara. **Juros, moeda e ortodoxia**: teorias monetárias e controvérsias políticas. São Paulo: Portfolio-Penguin e Editora Schwarcz, 2017b.

SARGENT, Thomas J. **The end of four big inflations**. In: HALL, Robert E; Inflation: causes and effects. Chicago: University of Chicago Press, 1982. Disponível no link: <http://www.nber.org/chapters/c11452>. Consulta em 16 de agosto de 2022.

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**, Rio de Janeiro, v. 2, p. 1-29, mar. 2017.

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

SUMMERS, Lawrence H. **The left’s embrace of modern monetary theory is a recipe for disaster**. The Washington Post, Washinton, USA, 4th March 2019. Consultar no link: https://www.washingtonpost.com/opinions/the-lefts-embrace-of-modern-monetary-theory-is-a-recipe-for-disaster/2019/03/04/6ad88eec-3ea4-11e9-9361-301ffb5bd5e6_story.html?noredirect=on/. Acesso em 15 de agosto de 2022.

TYMOIGNE, Eric. Seven Replies to the Critiques of Modern Money Theory. **Levy Economics Institute of Bard College Working Paper Collection**. Working Paper 996. Dec. 2021. New York. Ver link: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_996.pdf. Acesso em 28 de agosto de 2022.

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

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

WRAY, L. Randall. A conspiracy against MMT? Chicago Booth’s Polling and Trolling. **New economic perspectives**. Published on March 18, 2019. Disponível no link: <https://neweconomicperspectives.org/2019/03/a-conspiracy-against-mmt-chicago-booths-polling-and-trolling.html?shared=email&msg=fail>. Acesso em 23 de agosto de 2022.

YELLEN, Janet. Efficiency Wage Models of Unemployment. **American Economic Review**, May 1984, 74:2, p. 200-205.