

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

Teoria Monetária Moderna: A soberania do Estado acerca da moeda em uma economia monetária de produção.

RAFAEL CAMINHA PAHIM

Orientadora: Fernanda Oliveira Ultremare

Porto Alegre

2019

RAFAEL CAMINHA PAHIM

TEORIA MONETÁRIA MODERNA: A SOBERANIA DO ESTADO ACERCA
DA MOEDA EM UMA ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO

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.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Fernanda Oliveira
Ultramare

Porto Alegre

2019

CIP - Catalogação na Publicação

Pahim, Rafael Caminha

Teoria Monetária Moderna: A soberania do Estado
acerca da moeda em uma economia monetária de produção
/ Rafael Caminha Pahim. -- 2019.

71 f.

Orientadora: Fernanda Oliveira Ultremare.

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, 2019.

1. Economia Monetária. 2. Heterodoxia. 3. Teoria
Monetária Moderna. 4. Finanças Funcionais. 5.
Pós-Keynesianismo. I. Ultremare, Fernanda Oliveira,
orient. II. Título.

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

RAFAEL CAMINHA PAHIM

TEORIA MONETÁRIA MODERNA: A SOBERANIA DO ESTADO ACERCA
DA MOEDA EM UMA ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO

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.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Fernanda Oliveira Ultremare

Aprovado em: Porto Alegre, 13 de dezembro de 2019

BANCA EXAMINADORA

Prof^a. Dr^a. Fernanda Oliveira Ultremare - Orientadora

Prof^a. Dr^a. Gláucia Angélica Campregher

Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss

AGRADECIMENTOS

Ao longo da minha breve, mas árdua, trajetória acadêmica, um número expressivo de pessoas e instituições me deram o suporte e a ajuda necessária para chegar nesse momento tão importante da minha vida. Ainda que possa incorrer em injustos esquecimentos, eu gostaria de agradecer à minha família, em especial aos meus pais Célia e Alexandre pelo suporte financeiro e, principalmente, emocional ao longo desses anos, aos meus amigos e a todos os professores que cruzaram as trilhas de meu caminho acadêmico e, por consequência, pessoal.

Gostaria de agradecer à Universidade Federal do Rio Grande do Sul pelo ensino de excelência que me foi dado, mesmo com suas limitações.

Ao Diretório Acadêmico da Economia, Contábeis e Atuariais (DAECA) pelas incontáveis manhãs, tardes e noites de discussões, debates, militância, risadas, jogos de mesa e festas.

E, por fim, embora seja seu dever com o povo, ao Estado brasileiro por prover a minha educação de forma gratuita e com extrema qualidade.

RESUMO

Esta monografia busca versar, em contexto com seu papel na atual conjuntura socioeconômica (emergência climática global e baixo crescimento econômico mundial) e no seu impacto acadêmico, sobre a Teoria Monetária Moderna, apresentando suas principais inferências acerca do funcionamento da economia monetária de produção - utilizando-se do arcabouço das visões Pós-keynesianas, Cartalistas e das Finanças Funcionais - além de descrever a operacionalidade do financiamento público brasileiro (via conta única), apresentar o modo de atuação que permite à autoridade monetária controlar a taxa de juros básica da economia de forma exógena e, por fim, pontuar parte das críticas e apontamentos limitadores à aplicabilidade da teoria em questão na dinâmica política nacional e internacional. Nesse sentido, a proposta deste trabalho é realizar, através de uma metodologia dedutiva (dado os pontos elencados anteriormente), a elucidação das relações entre as políticas fiscais e monetárias, jogando luz na primazia da política fiscal sobre a monetária, na impossibilidade de default de Estados soberanos na moeda nacional e evidenciando a importância da Teoria Monetária Moderna para a condução dos desafios intelectuais que a academia econômica enfrenta.

Palavras-chaves: Teoria Monetária Moderna. Política monetária. Política fiscal. Cartalismo. Finanças Funcionais. Pós-Keynesianismo.

ABSTRACT

The present monograph seeks to explore, considering its role in the current socioeconomics context (climate change emergency and lower economy growth rates) and its academic impacts, the Modern Monetary Theory framework, introducing its fundamental inferences about the monetary production economy - using Post-Keynesian, Cartelism and Function Finance approaches - besides describing Brazilian public funding operation (through Conta Única), the acting mode which allow the monetary authority exogenously determinate the short-term interest rate and, finally, presenting part of the critics and limitations to the theory applicability at the national and international economic and political dynamism. From this perspective, the purpose of this work is - using a deductive methodology (based on the description above) - to enlighten the relation between fiscal and monetary policy, assuming the primacy of fiscal policy over monetary, the impossibility of default by a sovereign state in its own currency and the evident highly value of Modern Monetary Theory to or handling the intellectual challenges facing the economic academy.

Keywords: Modern Monetary Theory. Monetary Policy. Fiscal Policy. Cartelism. Function Finance. Post-Keynesian.

Sumário

1.	INTRODUÇÃO	6
2.	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	9
3.	TEORIA MONETÁRIA MODERNA	28
3.1.	(Neo) Cartalismo	31
3.2.	Pós-Keynesianismo	34
3.3.	Finanças Funcionais	42
4.	BANCO CENTRAL E TESOURO NACIONAL	46
5.	CRÍTICAS E LIMITAÇÕES À PRÁTICA MONETÁRIA MODERNA ...54	
5.1.	Inflação	56
5.2.	Moeda periférica	57
6.	CONCLUSÃO	61
7.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	65

1. INTRODUÇÃO

A evolução da história humana é contraditória – e fruto dessas contradições – no que diz respeito a períodos históricos que revolucionaram (e dessa forma seguem atuando) o modo em que a espécie interage com o ambiente natural à sua volta e com as formas abstratas de construção e coerção social (HARARI, 2016). Nesse sentido, as últimas décadas têm se demonstrado um período histórico que presencia um levante de movimentos políticos importantes para, além da manutenção e promoção do bem-estar social, a defesa da vida humana no planeta (HOBSBWAN, 1994; HARARI, 2016; UNCTAD, 2019). Entre essas manifestações sociais, destacam-se o exponencial aumento da demanda por novas diretrizes produtivas e intelectuais para o controle do aquecimento global – como se pode perceber por meio da proposta do Partido Democrata estadunidense denominado *Green New Deal*¹ – e, vigente a dinâmica impulsionada pela crise de 2007-2008, contornar a crescente desigualdade social e a iminente desaceleração da atividade econômica global (ROMER, 2016; RESENDE, 2017; NERSISYAN, WRAY; UNCTAD, 2019).

As questões de proteção ambiental, de crescimento econômico sustentável, de geração de empregos e de desenvolvimento social não estão alienadas às necessidades de mudança nos paradigmas consensuais da ciência econômica. Principalmente após a crise mundial do subprime em 2008 e o evidente distanciamento do consenso macroeconômico da realidade (ROMER, 2016; RESENDE, 2017; 2019), inúmeras teorias – não necessariamente novas – acerca do funcionamento do sistema capitalista moderno surgiram como um caminho mais fidedigno em relação à real estrutura do modo de produção (WRAY, 2015; VERGNHANINI, 2017; RESENDE, 2017; 2019). Neste cenário intelectualmente conturbado, a Teoria Monetária Moderna² (TMM) emerge como base acadêmica importante para formulação de políticas econômicas e sociais (sobretudo no plano estadunidense), tais como o financiamento para o *Green New Deal* – encabeçado pela congressista democrata Alexandra Ocasio-Cortez – , o programa garantidor de emprego, as propostas de assistência médica universal e as demais políticas sociais oriundas da ala mais à esquerda do partido Democrata norte-americano³ (KELTON; NERSISYAN; WRAY; UNCTAD 2019). Não restrito a países desenvolvidos, a abordagem monetária moderna, igualmente começou a ter forte presença nas proposições de

¹ O nome faz referência ao “New Deal” de Roosevelt e propõe uma reestruturação da matriz produtiva dos Estados Unidos da América a fim de conter o avanço do aquecimento global (FRIEDMAN; NERSISYAN, WRAY; UNCTAD, 2019).

² *Modern Monetary Theory* em inglês.

³ Como visto na campanha do candidato à presidência dos Estados Unidos Bernie Sanders, que, por sua vez, é assessorado pela economista Stephanie Kelton, expoente acadêmica da teoria monetária moderna.

políticas econômicas e sociais de países menos desenvolvidos, como o caso da busca pela recuperação econômica brasileira (SERRANO E PIMENTE, 2017; RESENDE, 2019).

Em virtude dos movimentos políticos que dão destaque à TMM, a concepção teórica em questão vem recebendo crescente atenção no debate econômico e, por vezes, críticas vindas de nomes proeminentes da academia, como os ganhadores do Nobel, Paul Krugman (KRUGMAN, 2019a; 2019b) e, indiretamente, Joseph Stiglitz (SORKIN, 2019), além do ex-presidente do Fundo Monetário Internacional, Oliver Blanchard (BLANCHARD, 2019). No Brasil, ainda que a passos curtos, a teoria foi levada à grande mídia por André Lara Resende (RESENDE 2017; 2019), com o debate da funcionalidade da TMM, especialmente relacionado à questão previdenciária e ao fraco crescimento econômico do país.

A hipótese da presente monografia é a aceitação da TMM como a abordagem econômica central para enfrentar os dilemas sociais e acadêmicos frisados anteriormente – sem que haja, em si, uma ruptura com o modo de produção vigente – destacando a indissociabilidade entre emissão monetária, via política fiscal e monetária, para o desenvolvimento e crescimento econômico dos países. Nesse sentido, este trabalho oscila sobre dois objetivos: (i) apresentar, de forma clara e direta, os conceitos e premissas teóricas da TMM, destacando-as nos seus respectivos tempos históricos das ideias; (ii) descrever, através da operacionalidade entre a autoridade monetária e o tesouro nacional, a relação inseparável entre emissão monetária e as políticas fiscais e monetárias dos Estados soberanos, além de evidenciar a natureza da impossibilidade de calote da dívida pública denominada em sua moeda nacional; e (iii) jogar luz sobre limites políticos e estruturais que a TMM enfrenta, principalmente nos países à margem do circuito central do capitalismo. Para atingir os objetivos (i), (ii) e (iii), a metodologia utilizada nesta monografia será o dedutivo, de tal maneira que as referências priorizadas para a elaboração deste estudo são aquelas com relativa importância na história do pensamento econômico, assim como nas respectivas escolas de pensamento que a forma.

Ainda que não apresente ideias novas para a academia, este trabalho procura contribuir para a discussão em torno da TMM, sobretudo no contexto das publicações de língua portuguesa, destacando, de forma condensada, seus conceitos analíticos e influências intelectuais.

Essa monografia está dividida, além desta introdução e das referências bibliográficas, em 5 capítulos: (1) A revisão bibliográfica, no qual se reconstrói a história do pensamento econômico em torno das noções de moeda e das políticas econômicas derivadas destas; (2) A Teoria Monetária Moderna, onde são apresentados os componentes teóricos da teoria em

questão; (3) O banco central e tesouro nacional, descrevendo a operacionalização das finanças públicas e da determinação da taxa de juros básica de curto prazo; (4) Críticas e limitações à prática monetária moderna, destacando as abordagens que buscam limitar a utilização da TMM como modelo intelectual padrão de política econômica; e, por fim, (5) a conclusão, retomando a discussão sobre a hipótese central deste trabalho.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

O dinheiro – e este como a representação social/material da moeda (HARARI, 2016) – é, assim como as demais instituições da sociedade humana, uma ficção coletiva criada pelos agentes de determinado corpo social a fim de facilitar as relações com seus pares. Essa imaginação coletiva, tal qual a escrita e a linguagem, floresceu em todos os grupos organizados de seres humanos ao redor do mundo – sem, necessariamente, haver contato entre eles – e não é fruto de avanços tecnológicos, mas puramente de um desenvolvimento mental da espécie, que, ao longo dos últimos milênios⁴, vale-se de características físicas distintas, as quais se relacionam com o ambiente geográfico e político onde a ficção está inserida (WRAY, 1998; HARARI, 2016; MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016). A afirmação de que o dinheiro é um constructo psicológico usado para promover as relações de seu determinado tempo histórico é conhecida daqueles que simpatizam com as obras do filósofo alemão Karl Marx⁵. Segundo Marx (1867, p.121-122), “Não é através do dinheiro que as mercadorias se tornam comensuráveis. Ao contrário. (...) O preço ou a forma dinheiro das mercadorias se distingue da sua forma corpórea, real e tangível. O preço é uma forma puramente ideal ou mental. (...) relação que só existe, por assim dizer, nas suas cabeças”⁶.

Não obstante as diversas formas físicas por meio das quais o dinheiro foi representado ao longo da história – como sal, conchas, talhas, pedras preciosas, papel, símbolos digitais, etc. –, essa ficção coletiva obteve diferentes níveis de relevância nos tipos de organização produtiva presentes na trajetória evolutiva da espécie humana, desde os modos de produção tribais até o capitalista (WRAY, 1998; MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016). Todavia, ainda que o dinheiro exercesse magnitudes distintas nos diversos arranjos produtivos, sua adoção enquanto abstração coletiva deriva da aplicabilidade deste pela autoridade máxima dos grupos sociais na construção de um sistema público de endividamento (WRAY, 1998). Em seu tratado sobre moeda e trabalho, Wray aponta que:

⁴ Há divergências na literatura quanto ao conhecimento da data e local exato do surgimento da primeira forma de dinheiro. Para Harari (2016, p. 188), “a primeira forma de dinheiro conhecida na história (...) apareceu na Suméria por volta de 3000 a.C.”. Já para outros autores, como Mitchell *et al.* (2016), o dinheiro existe a pelo menos 4000 anos, mas não se conhece o local e o momento histórico exato do seu surgimento.

⁵ Filósofo e revolucionário alemão. Nasceu ao sul da Prússia (atual Alemanha) em 1818 e faleceu na Inglaterra em 1883.

⁶ Esse recorte foi retirado apenas para evidenciar a ideia do dinheiro como constructo social na visão de Marx. De fato, ao longo do *O capital* (1867), o autor explora mais as nuances desta ficção coletiva no modo de produção capitalista.

Unidades monetárias primitivas parecem ter sido derivadas de unidades de peso que provavelmente se desenvolveram a partir da prática de *wergeld*⁷. Os palácios criaram unidades monetárias para padronizar o pagamento de tributos. O uso de moeda em transações privadas derivou de dívida de tributos, encorajado pelos palácios que podiam registrar e implementar transações privadas. (...) Moedas vieram muito mais tarde, mas era, como as talhas, evidência de dívida da Coroa (WRAY, 1998, p. 73).

Apesar da citação anterior utilizar o termo “palácio” para designar a autoridade máxima dos grupos sociais – o que pode causar confusão na localização histórica do leitor, visto que, pela heterogeneidade das formações tribais, não havia, necessariamente, palácios nas tribos (HARARI, 2016; MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016) –, a formação posterior da ficção coletiva dinheiro criada por meio da lógica do sistema de endividamento público serve, igualmente, para os modos tribais de organização social (WRAY, 1998; MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016).

Na história do pensamento econômico, a visão do dinheiro enquanto uma criatura do Estado, institucionalizada por leis e normas (estas associadas a capacidade punitiva da autoridade coletiva) é chamada de abordagem Cartalista⁸, fundada pela obra do economista Georg Friedrich Knapp no ano de 1924⁹ (KNAPP, 1924; WRAY, 1998; AGGIO, DA ROCHA, 2009; FILHO, 2019).

Segundo Wray (1998), o entendimento do dinheiro como fruto das obrigações vinculadas à autoridade social não é convencional entre os economistas. Para o autor, grande parte da literatura econômica entende a moeda (e, por consequência, o dinheiro) como um produto da maior complexidade das trocas comerciais entre os agentes privados. Carl Menger (1892), marginalista e um dos principais expoentes da teoria ortodoxa (HUNT, LAUTZENHEISER, 2011), entende que o Estado não é a gênese da moeda utilizada na sociedade, mas o garantidor da segurança jurídica ao testificar que esta esteja dentro da padronização ótima estabelecida pela sociedade.

A discussão quanto à gênese do dinheiro adquire grande relevância no debate econômico, uma vez que os diferentes entendimentos sobre a formação desta ficção coletiva condicionam as agendas de política econômica dentro do modo de produção capitalista (WRAY, 1998; RESENDE, 2017). O fato desta disputa ao redor de tal constructo psicológico ter tamanha magnitude no debate público deriva da importância relativa do dinheiro dentro do modelo produtivo atual, onde assume, como em nenhum outro momento da história

⁷ Palavra alemã para “veregildo”. Era um sistema legal que atribuía valor a pessoas e propriedades ofendidas.

⁸ Palavra derivada do latim “Charta”, utilizado pela primeira vez por Knapp na sua obra de 1924 (WRAY, 1998).

⁹ Apesar de Knapp ser considerado o fundador da abordagem Cartalista, alguns elementos da mesma já poderiam ser identificados em obras anteriores, como apontam Aggio e Da Rocha (2009, p.154).

conhecida, o protagonismo nas relações de produção (MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016). Esta primazia da moeda levou Marx (1867) e, posteriormente, Keynes (1936) a denominar o sistema capitalista como uma economia monetária de produção. Dada a importância das relações monetárias na organização produtiva mercadológica, a moeda (e sua relação com as demais variáveis da sociedade) se torna um objeto de estudo importante para os pensadores da área econômica. Desde o início da economia enquanto campo de estudo, a datar (seguindo a linha cronológica ortodoxa) da obra de Adam Smith em 1750¹⁰, a moeda recebe destaque nos escritos de grande parte dos intelectuais da academia, além de alcançar certo grau de protagonismo nos debates políticos, ainda que em ambas as instâncias o assunto tenha sido tratado em meio a embates acalorados e repletos de antagonismos. No período contemporâneo, quase 270 anos após o tratado de Smith, o estado da ciência econômica ainda não atingiu um nível substancial de consenso quanto aos pontos que dizem respeito à concepção e utilização da moeda no modo de produção (WRAY, 1998; CARVALHO et al., 2007; HUNT, LAUTZENHEISER, 2011; RESENDE, 2017). No que tange à abordagem de Resende (2017), o autor explicita a existência de uma completa intersecção entre teorias econômicas e monetárias, isto é: as diferentes proposições de política econômica estão ligadas a entendimentos distintos sobre a funcionalidade da moeda no contexto econômico e social. Nessa concepção, Resende afirma que:

Segundo John Hicks¹¹, a teoria monetária está ainda mais intrinsecamente ligada à história do que à própria teoria econômica. O quadro histórico e institucional, os preceitos dos debatedores e a definição sempre arbitrária do que é moeda desempenham um papel crucial na construção de uma estrutura teórica para o estudo dos assuntos monetários (RESENDE, 2017, p. 85).

Enquanto obra de vanguarda, o tratado de Adam Smith sobre a riqueza das nações não careceu de atenção às questões monetárias. Apesar de não abordar diretamente a construção histórica da moeda, o filósofo escocês se ateu ao rudimentar sistema financeiro da época, sobretudo o Inglês – que por um longo período foi o sistema central nas análises das teorias monetárias do mundo ocidental – para dissertar sobre o funcionamento do mundo monetário (WRAY, 1998; RESENDE 2017). De acordo com Resende (2017), a busca de Smith em compreender a funcionalidade dos bancos - que era a instituição predominante no sistema financeiro inglês - na economia não levou o autor a se desvencilhar das premissas que inseriam um valor natural às moedas-mercadorias, como os metais preciosos nesse contexto.

¹⁰ A Riqueza das Nações. 1ª ed.

¹¹ J.R Hicks, *Monetary Theory and History: Na attempt at Perspective* (1967).

Todavia, é importante salientar que, de fato, o lastro da moeda com metais preciosos era institucionalizado à época, e, desse modo, as análises que partem dessa premissa não estão, no todo, equivocadas (RESENDE, 2017).

A questão bancária em Smith (1750), sobretudo nas suas interpretações sobre o funcionamento do crédito, não fugira aos olhos de Wray (1998). Ao buscar as concepções de Adam Smith acerca do crédito bancários, Wray (1998) destaca os trechos que discorrem sobre a criação de notas promissórias pelos Bancos junto aos demais agentes privados. No que tange a esses papéis – que eram apresentados tanto a um tomador de crédito quanto a um depositante (este último recebendo uma nota denominada de “IOU”¹²) –, a lógica do sistema criava um lastro entre esta nota emitida pelos bancos e determinada quantidade de moeda metálica depositada nas instituições bancárias. Essa promessa de lastro entre as notas bancárias e determinada quantidade de metal precioso entregava confiança aos agentes econômicos, que por sua vez, utilizavam esses papéis no dia-a-dia para quitar suas transações usuais. A devoção de Wray (1998) às conjecturas de Adam Smith sobre o funcionamento do crédito nas instituições bancárias deriva da proposição do autor em encontrar elementos da teoria Pós-Keynesiana na obra em questão, e com elas encontrar um fio condutor entre a emissão das notas promissórias e a aceitação destas pelo público.

O autor escocês não invoca a autoridade social máxima para a formação desta ficção coletiva, mas entrega ao Estado apenas a função de ordenador deste constructo psicológico dentro de determinado país e/ou região (WRAY, 1998; KNAPP, 1924). Ainda na abordagem Smithiana sobre aspectos creditícios dos bancos, em nenhum momento houve uma negação do autor quanto à relação entre a proporcionalidade do estoque de metais preciosos e a renda nominal dos agentes (WRAY, 1998; RESENDE, 2017). Resende (2017) destaca que a aceitação desta proporcionalidade deriva dos aspectos históricos que sondaram o século anterior ao de Smith, “quando a entrada de ouro proveniente do Novo Mundo provocou uma alta nos preços na Europa” (RESENDE, 2017, p. 50). Os anos que sucederam a Riqueza das Nações foram marcados por uma crescente expansão do mercado capitalista, e de arranjos financeiros cada vez mais complexos. Por sua vez, destas novas estruturas do sistema financeiro emergiram novas contradições quanto à boa prática de políticas monetárias e econômicas (RESENDE, 2017). Aflorou, nesse momento, um extenso debate em torno dos efeitos econômicos da proporcionalidade entre a quantidade de papéis moeda e estoque de metais preciosos. Como reportado na Riqueza das Nações, as notas emitidas pelos Bancos

¹² “I own you”, que em português é traduzido para “eu devo a você”.

privados possuíam um lastro com ouro e, dessa forma, sua praticidade e confiança levaram os agentes privados a utilizar essas notas como meio de troca no seu dia-a-dia. A maior utilização do papel como meio de troca criou uma competição entre o metal e tais notas promissórias, de modo que em 1797 o Banco da Inglaterra¹³ cortou o vínculo automático entre seus papéis e os metais preciosos, suspendendo assim a possibilidade de transações em espécie (metal) (CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017). A nova diretriz imposta pelo Banco da Inglaterra nas transações em metal gerou flutuações cambiais que deterioraram o valor da libra em relação ao ouro, o que intensificou o debate sobre volta do padrão moeda-metal (CARVALHO et al., 2007). O embate no qual gravitou a nova diretriz monetária do país anglo-saxão resultou no Relatório da Comissão do Ouro¹⁴ de 1810. O relatório em questão foi o ponto central da chamada “controvérsia bulionista”, que dividiu o debate público entre os antibulionistas e bulionistas (CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017).

Os antibulionistas, em acordo com as diretrizes tomadas pelo Banco da Inglaterra, não compreendiam a alteração do preço do ouro como consequência da política creditícia da instituição bancária central, mas como consequência da conjuntura excepcional dos efeitos das maciças despesas de guerra do governo inglês, além da queda de suas exportações (CARVALHO et al., RESENDE, 2017). A corrente antibulionistas dá gênese às visões monetárias heterodoxas – presentes até os dias atuais - que combatem as premissas de oferta monetária exógena e de causalidade entre a alteração do nível de preços como fruto de expansão monetária (RESENDE, 2017). Após o ápice da controvérsia bulionista, essa corrente de pensamento e suas derivações se mantiveram à margem do círculo principal da ciência econômica, ganhando destaque esporádico ao longo das décadas seguintes (RESENDE, 2017).

O segundo grupo – instituidor da comissão – sustentava que a estabilidade monetária exigia uma conversibilidade plena entre os papéis e o metal precioso, de tal forma que a elevação de preços do ouro frente à libra era responsabilidade da má administração do Banco da Inglaterra, que promovia uma política de excessiva emissão de papéis-créditos (notas bancárias). Os bulionistas, como David Ricardo e Thomas Malthus, foram influenciados pelos escritos mercantilistas de David Hume (1757), que advogava uma relação estrita entre o estoque de metal e a renda de determinado país. Dada essa proporcionalidade, qualquer alteração na emissão de papéis sem contrapartida no estoque de ouro geraria apenas uma

¹³ O banco da Inglaterra era o único emissor de notas na metrópole, de tal modo que viria a se tornar o banco central do país devido ao seu papel central (CARVALHO et al., 2007).

¹⁴ *Bullion Committee's Report*

mudança nos preços, deixando o produto inalterado. (CARVALHO et al., 2007; HUNT, LAUTZENHEISER, 2011; RESENDE, 2017). É importante ressaltar que para Carvalho et al. (2007), assim como para Ernani Filho (2019) a teoria de David Hume (1757) não é tão rígida na relação direta entre preço e estoque. Hume entende a proporcionalidade “válida como uma condição de equilíbrio de longo prazo, mas no curto prazo (...) se pode produzir um estímulo real na atividade econômica” (CARVALHO et al., 2007, p. 29). Todavia, os teóricos bulionistas inspirados em Hume não aderiam à diferenciação do longo e do curto prazo proposta pelo autor (CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017).

A abordagem dos relatores da Comissão do Ouro sai vitoriosa no debate inglês e em 1844 é oficialmente instaurada a lei que retoma a conversibilidade ao padrão-ouro formal. A vitória das ideias bulionistas elevou sua posição como corrente dominante do pensamento econômico, tornando-a teoria gênese das premissas monetárias ortodoxas (CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017).

A teoria monetária ortodoxa, derivada das obras de David Hume e de frutíferos debates nos séculos XVIII e XIX, é denominada de Teoria Quantitativa da Moeda¹⁵ (TQM) (CARVALHO et al., 1998; MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016; RESENDE 2017). Popularizada por Irving Fisher em 1911, a teoria parte da premissa de que a moeda é somente uma ficção criada pelos agentes da sociedade em busca de facilitar as suas transações, isto é: a moeda é unicamente meio de troca. Decorre disto que, uma vez que oferta e demanda por fatores de produção se encontram fora do campo monetário da economia, ou seja, do lado real, há uma identidade na relação entre estoque de meios de pagamento e o nível geral de preços (CARVALHO et al., 1998; MITCHELL, WRAY, WATTS, 2006, FROYEN, 2013, RESENDE, 2017). Para que o estoque de moeda (M) seja diretamente relacionado com o nível geral de preços (P), são necessárias outras duas premissas que sustentem esta hipótese: (1) A velocidade de circulação da moeda em determinado período deve permanecer constante; (2) A oferta de moeda é uma variável exógena de estoque (FROYEN, 2013; RESENDE, 2017). É dessa estrutura que nasce uma das demonstrações matemáticas mais famosas da literatura econômica: A equação das trocas (CARVALHO et al., 1998; MITCHELL, WRAY, WATTS, 2006; FROYEN, 2013; RESENDE, 2017). O modelo matemático da TQM (equação das trocas) é apresentado como:

$$M \cdot V = P \cdot Y \quad (1)$$

¹⁵ “Quantity theory of Money”, em ingles.

Como a velocidade de circulação (V) é constante e o produto real da economia (Y) – que trata das variações na oferta e demanda dos fatores – não se altera pela variação da quantidade de meios circulantes (CARVALHO et al., 2007; FROYEN, 2013; RESENDE, 2017), a hipótese da equação das trocas fica:

$$\Delta M = \Delta P^{16} \quad (2)$$

No transcorrer do processo evolutivo da ciência econômica, sobretudo na abordagem ortodoxa e convencional, novos elementos teóricos que buscavam contemplar as mudanças do sistema financeiro – como o fim do padrão-ouro – e novos métodos de análise das estatísticas nacionais foram adicionados à clássica TQM (CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017). Mesmo assim, suas premissas principais se mantiveram: a exogeneidade da moeda, velocidade de circulação dos meios de pagamento estável e moeda, unicamente, como meio de troca (CARVALHO et al., 2007; FROYEN, 2013). Segundo Resende (2017), a força dessas premissas manteve-se presentes nas correntes de pensamento ligadas às visões convencionais da economia, mesmo nos momentos sucederam o ápice da contrarrevolução Keynesiana até, pelo menos, o final do século XX e início do XXI. Resende (2017) entende que:

A única explicação para o prolongado domínio da TQM é que, sem ela, não se tinha alternativa teórica para ancorar o nível de preços. Na ausência de uma alternativa satisfatória, uma teoria simples e bem estabelecida é capaz de resistir à evidência contrária por muito mais tempo do que se pode imaginar (RESENDE, 2017, p. 101).

No que tange à formação histórica da moeda, os estudiosos da TQM vão ao encontro da abordagem Smithiana e de Carl Menger. Para essa escola de pensamento econômico, a moeda, enquanto exclusivamente um meio de troca baseado nas suas características físicas, como fácil carregamento e durabilidade, surge como uma resposta ao processo evolutivo da divisão do trabalho, que ao se tornar mais complexa impossibilita as trocas pelo escambo. Nessa corrente, a evolução dos meios de pagamento como resposta à inviabilidade do escambo sugere o entendimento de que a moeda precede a criação do crédito (RESENDE, 2017; FILHO, 2019). Na linha de Menger (1892) como na TQM, o Estado apenas assegura a veracidade da moeda frente a possíveis fraudes. Segundo Filho (2019), essa visão da história é amplamente criticada por antropólogos e historiadores.

A teoria monetária ortodoxa baseada na identidade de Fisher, e o entendimento do mercado como uma criação humana que tende, endogenamente, ao equilíbrio, perdurou como

¹⁶ “Δ” (delta) é uma letra grega que significa “variação”.

o *mainstream* da economia por várias décadas, até sua primeira ruptura na primeira metade do século XX (CARVALHO et al., 2007; FROYEN, 2013; RESENDE, 2017). Apesar de várias obras tratarem a moeda e o modo de produção como um objeto diferente do descrito pelos autores ortodoxos, tais como Marx (1867) e Kalecki (1933) – este último com forte influência marxista e introdutor dos conceitos sobre “demanda efetiva” –, foi a obra *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda* (1936), do economista inglês John Maynard Keynes, que revolucionou o pensamento macroeconômico consensual (CARVALHO et al., 2007; FROYEN, 2013; PRADO, 2016; RESENDE, 2017). O surgimento de Keynes (1936) como marco revolucionário no pensamento econômico é fruto do seu tempo histórico, recheado de crises e tensões políticas. Com a crise econômica de 1929, o desemprego explodiu nos países desenvolvidos e o crescimento econômico despencou nos anos que seguiram a quebra da bolsa de Nova York¹⁷. A crise econômica, somada à rápida expansão da União das Repúblicas Socialistas Soviéticas – fortemente influenciadas por Marx (1848; 1867) – e ao crescimento dos movimentos nazifascistas, ameaçava as bases do modo de produção capitalista e a ideologia liberal-iluminista ocidental, bem como avizinhava uma nova guerra mundial¹⁸ (HOBSBAWM, 1994). Nesse cenário, o economista inglês ganhou espaço ao propor novas interpretações aos fenômenos econômicos, buscando dar um novo rumo às contradições que advinham dos postulados ortodoxos.

Segundo Filho (2019), Keynes, que vinha de formação ortodoxa (PIMENTEL, 2018; FILHO, 2019), já buscava se distanciar dos pressupostos da teoria monetária quantitativista antes mesmo da publicação da *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* em 1936. No *Tratado da Moeda* (1930), o autor analisa a formação histórica da moeda por uma perspectiva diferente dos teóricos que ele categorizou como clássicos, buscando nos estudos de historiadores e antropólogos a origem desta ficção coletiva humana. Como mostra Filho (2019), ao se opor à visão ortodoxa, Keynes (1930; 1936) abraça e atualiza a ideia Cartalista, e entende a moeda como uma criatura do Estado¹⁹. Acrescentando novos elementos à teoria de Knapp (1924), o economista inglês aponta que a maior liquidez da moeda, quando comparada a outros ativos se deve não só à sua capacidade de pagar impostos, como também por ser a unidade denomina e quita contratos de dívidas (FILHO, 2019).

Ainda sobre o *Tratado da Moeda*, Carvalho et al. (2007) destaca que ao introduzir dois circuitos de circulação da moeda – industrial e, sobretudo, financeiro – Keynes (1930)

¹⁷ Estima-se que o PIB dos Estados Unidos caiu 30% entre 1929 e 1933. O desemprego chegou a 26% em 1933 (FROYEN, 2013).

¹⁸ Ver *As consequências econômicas da paz* (1919) de John M. Keynes.

¹⁹ Keynes estimava o surgimento do dinheiro há 4000 anos (FILHO, 2019).

reconhece que há um tipo de demanda por moeda que se contrapõe ao acúmulo de outras formas de ativos, tornando-se objeto de retenção para além do simples meio de troca. Keynes rompe, portanto, com premissas importantes da TQM já no Tratado de 1930, visto que para a teoria ortodoxa da época não haveria motivo para a retenção de saldos inativos em moeda (entesouramento) por duração indefinida (CARVALHO et al., 2007).

De fato, o próprio Keynes destaca que a sua Teoria Geral é uma continuação melhorada do seu Tratado da Moeda. Segundo o autor:

Quando comecei a escrever meu Tratado sobre a Moeda, eu ainda estava me movimentando ao longo das linhas tradicionais, encarando a influência da moeda como algo, por assim dizer, separado da teoria geral da oferta e da demanda. Quando terminei de escrever o livro, tinha feito alguns progressos na tentativa de encaminhar a teoria monetária no sentido de se tornar uma teoria da produção como um todo (...) o presente livro, por outro lado, evoluiu daquilo que é precipuamente um estudo das forças que determinam as variações na escala da produção e do emprego como um todo (...) (KEYNES, 1936, p. 28).

Ainda que a obra do economista John M. Keynes de 1930 desate o pensamento do autor de algumas premissas ortodoxas, a Teoria Geral é o verdadeiro marco revolucionário do pensamento econômico mundial à época (CARVALHO et al., 2007; FILHO, 2019). A revolução desencadeada por Keynes (1936) passa, entre vários aspectos, pelo questionamento do economista quanto à premissa dos teóricos ortodoxos sobre estabilidade da velocidade de circulação da moeda, ou seja, a validade da equação quantitativista das trocas, em que $M \cdot V = P \cdot Y$. Para a teoria proposta por Keynes, a velocidade de circulação (V) deixa de ser constante e passa a depender de outra variável – nesse caso a taxa de juros básica da econômica (RESENDE, 2017). Para chegar a esta conclusão, Keynes adota a noção de preferência pela liquidez dos agentes econômicos, qual seja: a demanda pela retenção de moeda (CARVALHO et al., 2007; PALLEY, 2017). Como aponta Carvalho et al. (2007) e Palley (2017), Keynes assume na Teoria Geral que a demanda por liquidez possui vetores, sendo eles: o motivo transacional, o motivo precaução e o especulativo.

O motivo de reter moeda para transação faz referência à demanda do público por moeda para fins de conveniência nos tratos comerciais do dia a dia, e está vinculado aos hábitos de pagamento dos agentes, que em geral são previsíveis em termos de políticas monetárias (KEYNES, 1936; CARVALHO et al., 2007). Ao motivo transação, Keynes afirma que “vale a pena sacrificar, até certo ponto, certa quantidade de juros pela conveniência da liquidez” (KEYNES, 1936, p.175). Nesse sentido, o autor inglês conceitua retenção de moeda para transação como função da propensão a consumir e da velocidade de circulação do ativo –

renda dos agentes (KEYNES, 1936). Segundo Carvalho et al. (2007), a demanda por liquidez para motivo de transação é o mais próximo da abordagem ortodoxa sobre a função da moeda, assumindo um papel como meio de troca.

O papel da retenção de moeda para precaução, como mostra Carvalho et al. (2007), possui controvérsia. Segundo Keynes (1936), a precaução se refere ao ato de reter moeda para liquidar eventos inesperados (por exemplo, acidentes) e para oportunidades vantajosas de negócio que não estavam programadas. Entretanto, Carvalho et al. (2007) aponta que os teóricos da escola Keynesiana não atribuem as oportunidades inesperadas de negócio como um vetor da precaução, sendo exclusivamente um ato para gastos impensados. Assim, tal qual o motivo transação, a retenção preventiva é uma função da renda, da taxa de juros e da disponibilidade de acessar ativos líquidos (KEYNES, 1936).

No que corresponde ao motivo especulação, “ele requer um estudo mais detalhado que os outros, tanto pelo fato de ser menos compreendido como por ser especialmente importante para transmitir os efeitos de uma variação na quantidade de moeda” (KEYNES, 1936, p. 199). Efetivamente, os motivos de liquidez transação e precaução são funções do nível de renda e do produto da economia como um todo, enquanto o motivo especulativo varia em função de uma alteração na taxa de juros básica de economia – que recai no mercado de títulos (KEYNES, 1936; CARVALHO et al., 2007; PALLEY, 2017). Ao ser diretamente relacionado à taxa de juros e ao mercado de títulos, a demanda por liquidez especulativa é o canal por onde se dará a política monetária (KEYNES, 1936; CARVALHO et al., 2007).

Dessas funções, derivam-se as seguintes equações (KEYNES, 1936; CARVALHO et al., 2007; PALLEY, 2017):

$$M_d = l(y) + l(r) + l(x) \quad (1)$$

$$M_d = M(y, r, x) \quad (2)$$

Onde a $l(y)$ e y (motivo transação) são uma função da renda do produto; $l(r)$ e r (motivo especulação) são a liquidez correspondente à taxa de juros; e $l(x)$ e x (motivo precaução) correspondem à função de liquidez relacionada às incertezas. Nesse cenário, $M(y)$ e $M(x)$ são positivamente relacionadas com a M_d , enquanto $M(r)$ é inversamente proporcional à demanda por moeda.

Em resposta aos artigos de Bertil Ohlin em 1937, Keynes introduziu a demanda por moeda pelo motivo financeiro (CARVALHO et al., 2007). Segundo Carvalho et al. (2007), a liquidez por motivo financeiro é um comportamento que antecipa alguma despesa (vultosa)

planejada, ou seja: O investimento em bens de capital. “Neste caso, saldos monetários são mantidos em antecipação à compra de bens de investimento” (CARVALHO et al., 2007, p.53). A premissa dessa motivação passa pela necessidade de uma provisão financeira *ex ante*²⁰ das inversões, gerando uma demanda antecipada para tal investimento. Essa demanda é concretizada pela venda de ativos líquidos dos agentes, assim como por crédito junto às instituições financeiras bancárias (CARVALHO et al., 2007). Para Keynes, o motivo financeiro flutua entre a demanda transacional (inclusive a precaução) e a demanda especulativa por moeda, de tal forma que a introdução desse elemento de liquidez não altera a premissa da taxa de juro ser um fenômeno monetário determinado pela demanda e oferta de moeda (CARVALHO et al., 2007).

Com a inserção da demanda por liquidez motivada por investimento em bens de capital (I), a equação de demanda por moeda fica (CARVALHO et al., 2007):

$$M_d = l(y) + l(r) + l(x) + l(I) \quad (1)$$

No capítulo 17 da Teoria Geral (1936), Keynes abre a dicotomia entre títulos e moeda, adotando uma teoria de preferência por liquidez que abarca a precificação de ativos em geral. Nesse sentido, o autor inglês entende que o retorno esperado dos ativos se divide em quatro atributos: a taxa esperada de rendimento (q); o custo de reter o determinado ativo (c); o prêmio de liquidez (l); e a taxa esperada de apreciação do ativo ao final do período determinado (a) (KEYNES, 1936; CARVALHO et al., 2007). Dessa forma, o retorno total de um ativo (r_a) é dado por:

$$r = a + q - c + l \quad (1)$$

Nesta fórmula há um *trade-off*²¹ entre os retornos esperados ($a + q - c$) e o prêmio de liquidez (l), ao passo que uma elevação nas incertezas dos agentes leva a uma valorização na liquidez (e vice-versa) (CARVALHO et al., 2007). Ainda no mesmo capítulo, Keynes sustenta que a moeda é o ativo mais líquido da economia, e que esse fato é dado pelos salários e preços serem cotados nominalmente através desse constructo coletivo – que se comporta de maneira estável durante determinado período de tempo (KEYNES, 1936; RESENDE, 2017).

²⁰ “*Ex ante*” é um termo em latim que na literatura econômica define o desejo e/ou planos dos agentes econômicos antes do fato desejado ser concreto.

²¹ Expressão em inglês para trocas de “perde-e-ganha”.

Sendo conhecidos os componentes que levam os agentes de uma sociedade a demandar moeda – relacionando a variação dessa demanda com o nível de atividade econômica e a taxa de juros – a atenção se volta para a determinação da oferta monetária. Para o economista inglês, a oferta monetária de determinado país é, ao contrário da demanda, dada de forma exógena pela autoridade monetária (CARVALHO et al., 2007; FROYEN, 2013; PALLEY, 2017). Dessa premissa, a função da oferta de moeda fica (PALLEY, 2017):

$$M^s = M_n^s / P \quad (1)$$

Em que a oferta de moeda real (M^s) é igual à oferta nominal de moeda (M_n^s) sobre o índice geral de preços (P).

Assumindo todas as características de demanda e oferta por moeda em Keynes (1936), assume-se o equilíbrio do mercado monetário por (CARVALHO et al., 2007; FROYEN, 2013; PALLEY, 2017):

$$M_d = l(y) + l(r) + l(x) + l(I) \quad (1)$$

$$M^s = M_n^s / P \quad (2)$$

$$M^s = M^d \quad (3)$$

Dessas igualdades (1) e (2), adotando-se a premissa que M^s é determinado exogenamente pela autoridade monetária, nível de renda como função da demanda agregada, e assumindo os planos de investimentos dados, a igualdade (3) é resolvida pela determinação de uma taxa de juros (r) de equilíbrio, em que o excesso de moeda (ou a falta) são transacionados em função dos títulos de dívida (CARVALHO et al., 2007; FROYEN, 2013).

De acordo com Resende (2017), o fato de Keynes entender a oferta de moeda como um fenômeno exógeno de controle da autoridade monetária (no qual há uma relação entre a quantidade de moeda e a taxa de juros) faz com que o autor não descarte a relação (presente na Teoria Quantitativa da Moeda) entre o nível de preços e a quantidade de meios circulantes na economia. Não obstante essa afirmação, Resende (2017) sustenta que essa abordagem de Keynes deu margens para o modelo IS-LM de Hicks²² seguir uma linha quantitativista, que perdura até os dias atuais no imaginário ideológico de grande parte do corpo acadêmico da ciência econômica e sociedade em geral.

²² Modelo construído por John Richard Hicks que busca encontrar os valores da taxa de juros e da renda a fim de chegar ao equilíbrio entre o mercado de bens e o monetário (FROYEN, 2013; RESENDE, 2017).

A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda – como o próprio nome indica – transcende as discussões Cartalista e da determinação da taxa de juros, introduzindo o debate sobre os estados de equilíbrio dos fatores de produção. Ao passo que todas essas abordagens são construídas de forma correlacionada e crítica às premissas ortodoxas (KEYNES, 1936; FROYEN, 2013). Segundo Keynes (1936), a ideia é desenvolver uma teoria que abarca todas as situações conjunturais que um sistema monetário de produção, no qual não há estados de equilíbrio estático na utilização plena dos fatores de produção. Para o economista inglês, o modo de produção capitalista comporta situações de subutilização de fatores, principalmente na mão-de-obra, denominado de desemprego involuntário²³ (KEYNES, 1936; FROYEN, 2013; MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016). Por sua vez, o mercado subutilizado é fruto de um comportamento de incerteza dos agentes que acaba por afetar a demanda agregada²⁴ da economia, levando-a a níveis inferiores do seu potencial (FROYEN, 2013; PIMENTEL, 2018).

Para combater situações de desemprego involuntário, Keynes (1936) defende que o Estado regule e direcione o gasto agregado para fins de incentivar a expansão da demanda agregada. Para tal fim, a autoridade estatal pode trabalhar tanto pelo lado da taxa de juros e tributação (aspectos que realocam a propensão dos agentes privados em consumir e poupar) quanto em expansão do gasto governamental, sobretudo em investimento público (FROYEN, 2013; PIMENTEL, 2018; FILHO, 2019). É um tratamento antagônico ao dado pelos economistas ortodoxos, que não atribuem ao Estado um papel interventor econômico direto em virtude da auto-regulação do mercado privado no melhor uso dos fatores de produção (MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016; FROYEN, 2013; RESENDE, 2017; FILHO, 2019).

Vale destacar que, tanto na Teoria Geral quanto ao longo de suas obras posteriores, Keynes enfatizou a maior eficiência das políticas fiscais sobre as monetárias no combate a ociosidade da mão-de-obra (RESENDE, 2017; PIMENTEL, 2018). A insuficiência da política monetária para expansão de uma demanda agregada em níveis de baixo desemprego é mais evidente nas situações em que há uma “armadilha de liquidez” (RESENDE, 2017). Ainda sobre a política fiscal, Resende (2017) reforça que Keynes não desconstruiu a relação oferta de moeda exógena (aqui pelo gasto do governo) e elevação generalizada de preços.

²³ Para os economistas ortodoxos, o desemprego é uma situação de escolha própria do indivíduo, já que o mesmo pode aceitar postos com remuneração menor (FROYEN, 2013).

²⁴ Demanda agregada (D.A) é igual ao produto interno bruto, onde a D.A é decomposta - assumindo uma economia fechada - em consumo das famílias (C); Investimento dos agentes privados (I); e Gasto governamental (G). Portanto: $D.A = C + I + G = Y$ (FROYEN, 2013).

O pensamento formado a partir das teorias de John M. Keynes suscitou diversas ramificações interpretativas ao longo da história recente do pensamento econômico, mas se manteve dominante na ciência econômica até o final da década de 1970 (KALDOR, 1970; CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017). Foi das premissas Keynesianas – com suas variações – que o mundo capitalista se banhou para promover os Estados de Bem-Estar Social ao longo da chamada era de ouro do capitalismo. Com a conjuntura das décadas de 1960 e, principalmente, 1970 (período com processo de estagflação na economia norte-americana) nasce a contrarrevolução monetarista, e coloca-se fim ao domínio Keynesiano no consenso macroeconômico (KALDOR, 1970; HOBSBAWM, 1994; MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016; CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017).

O principal expoente da contrarrevolução monetarista é o economista Milton Friedman. Para Friedman e demais teóricos monetaristas, o modelo mental da teoria é retomar o grosso das raízes ideológicas da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), adicionando-a uma base mais elaborada com novas variáveis e modelagens, mas sem perder contato com a principal inferência da TQM, isto é: Entender o processo (de) inflacionário como um fenômeno monetário, que, por sua vez, é fruto de uma variação (inferior) superior da oferta de moeda frente ao crescimento do produto real da economia (KALDOR, 1970; CARVALHO et al., 2007; FROYEN, 2013; RESENDE, 2017). De fato, a semelhança entre a teoria quantitativa e monetarista é tão expressiva que as mudanças promovidas pela segunda escola de pensamento pouco (ou quase não) alteram os entendimentos sobre a intervenção do Estado na economia (seja por políticas fiscais ou monetárias) dos autores da Teoria Quantitativa de Moeda.

Para os monetaristas, dado um mercado autossuficiente, o setor privado é essencialmente estável, e de tal forma, qualquer política fiscal e monetária é ineficaz na promoção do crescimento da renda nacional real, servindo apenas como um desestabilizador da economia. Nesse cenário, a única variável importante nas políticas econômicas do Estado é a relação dessas com a quantidade de moeda ofertada na economia (KALDOR, 1970; CARVALHO et al., 2007; FROYEN, 2013). Assumindo essas premissas, os teóricos contrarrevolucionários apresentam algumas proposições na condução da política econômica pelo governo, além de especificar as consequências das intervenções estatais no curto e longo prazo:

(1) Para não pressionar o nível de preços, o Banco Central – decisão exógena - deve promover uma expansão estável da oferta de moeda na economia, que deve estar entre

2% a 5% - valor baseado no histórico de crescimento econômico dos países (KALDOR, 1970; FROYEN, 2013; RESENDE, 2017);

(2) No curto prazo – reverberando uma posição de David Hume (CARVALHO et al., 2007) – além do nível de preços, o emprego e o produto são influenciados pela variação na oferta de moeda, visto que alguns preços (tais como salário) não são perfeitamente flexíveis. Todavia, esse comportamento não é acumulativo – “soma de curtos prazos” – e ao passar do curto prazo, o produto e o emprego voltam a níveis anteriores, porém com maior pressão inflacionária (FROYEN, 2013);

(3) No longo prazo, o nível de renda é determinado apenas por variáveis reais, sendo a oferta de moeda um componente do nível nominal de preços (FROYEN, 2013);

No âmbito das poucas inovações que a teoria monetarista trouxe à abordagem da teoria quantitativa da moeda, encontra-se a taxa natural de desemprego, sustentada nas bases teóricas da curva de Phillips – postulada por Bill Phillips em 1958 (MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016; FROYEN, 2013). A curva de Phillips procura mostrar uma relação inversa entre a taxa de desemprego e o aumento do nível de preços de determinada economia (FROYEN, 2013). O comportamento inverso é dado pelas taxas de desemprego (enquanto uma representação do nível de atividade econômica) serem um elo com o poder de barganha dos trabalhadores, que ao se encontrarem em um estágio de pleno emprego possuem mais capacidade de elevar seus rendimentos. Por sua vez, essa elevação de renda não é convertida em aumento do produto, dado a total utilização das capacidades instaladas da economia para a manutenção desse nível de emprego (MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016). Esta concepção teórica foi fortemente aceita pela ortodoxia econômica à época, inclusive sendo indicada por Samuelson e Solow (na década de 1960) como modelo central nas escolhas governamentais quanto aos níveis desejados de inflação e desemprego (MITCHELL, WRAY, WATTS, 2016).

No que diz respeito, especificamente, à teoria da taxa natural de desemprego, Friedman alega que, dado a estrutura produtiva – estoque de capital, força de trabalho e nível tecnológico – há uma determinada porcentagem da força de trabalho que, no limite, não gera pressão inflacionária. Qualquer mudança no padrão desta taxa natural é ocorrência de alterações na estrutura produtiva (FROYEN, 2013). Essa modelagem mental de Friedman é particularmente importante, pois é dela que as visões de curto prazo da teoria monetarista sobre as políticas monetárias se situam (choques são absorvidos pelo mercado de trabalho). Sendo assim, ao aumentar a oferta de moeda a uma taxa superior à exigida para a taxa natural, o desemprego é realocado, no curto prazo, a um patamar inferior ao da taxa natural. Como dito anteriormente, essa condição é artificial e com curta duração, visto que, após a

consumação da ilusão monetária, a elevação do nível dos preços pressiona os salários desses mesmos agentes, forçando-os a negociarem aumento no salário real até o ponto de estabilidade, isto é, a taxa natural de desemprego (FROYEN, 2013).

O consenso monetarista na macroeconomia foi levado a cabo por algumas décadas, sobretudo nas tentativas de controle inflacionário nas décadas de 1970 e, em parte, de 1980 nos Estados Unidos da América (WRAY, 1998; CARVALHO et al., 2007; PALLEY, 2017). Seu declínio – parcial, visto que algumas premissas se mantiveram, tal qual a curva de Phillips (FROYEN, 2013; FERRARI-FILHO, PAULA, 2010; RESENDE, 2017) – foi oficialmente decretado após o anúncio do Fed²⁵ de que havia sido abandonada a política do controle de preços pela administração da quantidade de moeda ofertada (até então, política recomendada pelos monetaristas), quando o mesmo entendeu não ter capacidade para tal (WRAY, 1998; RESENDE, 2017). Como mostrado por Wray (1998), Froyen (2013) e Resende (2017), a ideia da incapacidade do Banco Central realizar controle quantitativo da moeda, bem como a instabilidade da velocidade de circulação da moeda – premissas do modelo monetarista – já estavam presentes na literatura econômica antes da decisão do Fed. Destaca-se aqui o estudo de Kaldor (1970), no qual o autor rebate as afirmações de Friedman sobre a contração da quantidade de moeda promovida pelo Banco Central estadunidense na crise de 1929, e afirma que há um caráter endógeno na moeda dentro de uma economia capitalista. Por fim, Resende (2017) sustenta que o declínio do monetarismo não deu por encerrado o entendimento de certa relação entre quantidade de moeda (dada por uma dinâmica diferente da quantitativista) e inflação.

A derrocada de uma teoria é o auge de outra. Com o fim do consenso monetarista, surge o Novo Consenso Macroeconômico (NCM). O fundamento teórico do NCM é a abordagem Neokeynesiana (FERRARI-FILHO, PAULA, 2010; RESENDE, 2017, 2019). Formulado na década de 1980, o Neokeynesianismo resgata a premissa dos preços rígidos da Teoria Geral de Keynes, além de assumir hipóteses das expectativas racionais (mitigando o mundo das incertezas) e da curva de Phillips alterada pelas expectativas futuras (FERRARI-FILHO, PAULA, 2010; FROYEN, 2013; RESENDE, 2017). A teoria Neokeynesiana assume três principais equações como hipóteses verdadeiras (FERRARI-FILHO, PAULA, 2010; RESENDE, 2017):

$$X_t = -\varphi(i_t - E_t\pi_{t+1}) + E_tX_{t+1} + g_t \quad (1)$$

²⁵ Federal Reserve. O Banco Central estadunidense.

$$\pi_t = \gamma X_t + \beta E_t \pi_{t+1} + \mu_t \quad (2)$$

$$i_t^* = \alpha + \gamma \pi (\pi_t - \pi^*) + \gamma x X_t \quad (3)$$

A equação (1) é uma função da curva IS – que representa a demanda real da economia – que relaciona, de forma inversa, a taxa de juros real com o hiato do produto (FERRARI-FILHO, PAULA, 2010; RESENDE, 2017). O modelo Neokeynesiano para a curva IS se difere da tradicional (Keynesiana) por introduzir a maximização intertemporal dos consumidores e firmas (RESENDE, 2017). Segundo Ferrari-Filho e Paula (2010), o ponto de divergência entra a Curva IS tradicional e Neokeynesiana carrega premissas: o pleno uso dos fatores de produção e a não existência de incertezas dentro da economia. Resende (2017) destaca que sobre essa nova abordagem, a elasticidade da nova curva IS não é mais uma função da taxa de juros sobre a determinação do investimento, nem das implicações ao mercado financeiro, mas unicamente das preferencias intertemporais. Nesse cenário “não há função de investimento nem mercados financeiros” (RESENDE, 2017, p. 63).

A segunda equação (2) reflete a curva de Philips, na qual há uma associação positiva entre a taxa de inflação e o hiato do produto, que passa a promover um *trade-off* entre o nível de preços e desemprego (FERRARI-FILHO, PAULA, 2010; RESENDE, 2017). Ao atribuir tal relação, as variáveis nominais deixam de exercer pressão inflacionária, passando a ser uma função de variáveis reais correntes e futuras (RESENDE, 2017). Como mostra Ferrari-Filho e Paula (2010), esse modelo busca refletir uma credibilidade à autoridade monetária na condução de uma política econômica independente (independência dos bancos centrais), na qual não há pressão política para políticas expansivas que não atentem para as taxas de inflação no longo prazo.

A última igualdade (3) define a taxa de juros como a variável de controle endógeno da autoridade monetária para realização de políticas monetárias, que leva em conta a diferença entre a taxa de inflação efetiva e a meta definida pela autoridade e o hiato do produto (FERRARI-FILHO, PAULA, 2010). Supõe-se que, ao controlar a taxa de juros nominal, o Banco Central altera a taxa de juros real (RESENDE, 2017).

Não obstante as equações anteriores, Palley (2017) busca apresentar a oferta de moeda na perspectiva neokeynesiana. Para o autor, ao introduzir um multiplicador monetário como função da taxa de juros e das reservas bancárias, a teoria passa a aceitar que parte da oferta de moeda é endógena (PALLEY, 2017).

Ao aceitar essas preposições, os teóricos neokeynesianos promovem e interpretam um conjunto de modelos abstratos para a condução de políticas econômicas. Entre estas,

destacam-se: (a) A promoção de uma taxa de desemprego não aceleradora da inflação (NAIRU) como base para políticas econômicas; (b) Independência do Banco Central; (c) Meta de inflação como âncora para as expectativas dos agentes quanto à condução da política monetária; e (d) Um entendimento sobre a ineficácia das políticas fiscais expansionistas (FERRARI-FILHO, PAULA, 2010). No contexto das metas de inflação, sua introdução nos contextos político-institucionais das autoridades monetárias globais está presente desde a década de 1990 (Brasil em 1999), chegando até os dias atuais (CARVALHO et al., 2007; FERRARI-FILHO, PAULA, 2010; RESENDE, 2017). Como apontado por Carvalho et al. (2007), a aplicação de uma meta para o crescimento do nível de preços não está desassociada das proposições (a), (b) e (d), isto porque, ao assumir as políticas monetárias Neokeynesianas, entende-se que a política fiscal está subordinada à monetária, de tal forma que a elevação da dívida pública (déficits) leva a um descontrole inflacionário – via NAIRU e a formação da expectativas – no qual são afetadas as determinações da autoridade monetária. Para uma boa manutenção das condicionantes econômicas pela matriz de metas inflacionárias, somado a ineficácia e submissão da política fiscal, o referencial Neokeynesiano recomenda a independência dos Bancos Central para melhor credibilidade à condução das políticas monetárias estabelecidas pelo receituário teórico da escola Neokeynesiana (CARVALHO et al., 2007; FERRARI-FILHO, PAULA, 2010, RESENDE, 2017).

Desde sua adoção na última década do século XX até o início do XXI, como modelo referencial para a condução das políticas econômicas, diversas críticas – sobre diversos primazes ideológicos – foram feitas ao Novo Consenso Macroeconômico Neokeynesiano. Todavia, pelo menos até a crise econômica de 2008 e a política do *Quantitative Easy*²⁶, a teoria não perdeu o posto de instrumento padrão para a condução e análises das políticas econômicas dos *policy makers*²⁷ e de parte da academia (FERRARI-FILHO, PAULA, 2010; RESENDE, 2017, 2019; VERGNHANINI, CONTI, 2017). A situação de dominância do pensamento Neokeynesiano perde consistência no imaginário econômico, para além das situações advindas da crise do subprime (2008) (RESENDE, 2017, 2019), com os estudos mais recentes de autores renomados no meio da ciência econômica, tais quais: Blanchard (2016) e Solow (2018), que questionam a veracidade da NAIRU; As análises de Blanchard (2019) sobre a condução de uma política fiscal expansionista com taxas de juros reais abaixo da taxa de crescimento; além dos estudos apresentados nas obras de Resende (2017) e

²⁶ Programa do Banco Central norte americano que monetizou diversos ativos financeiros e que resultou no aumento da base monetária de \$10 bilhões para \$2 trilhões, sem que houvesse aumento inflacionário.

²⁷ Expressão em inglês para “formuladores de políticas”.

Resende (2019), onde são evidenciados conceitos da fronteira da macroeconomia sobre a determinação do nível de preços na economia e política fiscais e monetárias não convencionais.

A indeterminação de uma corrente consensual aderente à realidade levou Paul Romer (2016) a questionar a vontade científica dos macroeconomistas *mainstream*, constatando que as hipóteses aplicadas aos modelos econômicos afastam a macroeconomia consensual dos fatos concretos. As irrealidades destes modelos de manuais prejudicam o avanço econômico e social onde são aplicados, deixando de ser um problema meramente abstrato, mas afetando toda a organização produtiva capitalista (PAUL ROMER, 2016; RESENDE, 2017). Nesse quadro de descolamento dos modelos com a realidade que se almeja representar, urge debates que buscam identificar, e apaziguar, o melhor método de instrumento econômico para permitir a aplicação de políticas públicas que promovem o desenvolvimento socioeconômico dos países e demais regiões (sobretudo dentro do prisma do modo de produção capitalista). Dentre as abstrações que postulam a melhor aderência à realidade institucional do modo de produção capitalista, Resende (2019), Wray e Nersisyan (2019) e o Relatório da UNCTAD (2019) destacam a crescente importância que a Teoria Monetária Moderna (TMM) recebe dos *policy makers* e da academia econômica, tanto na formulação de modelos, quanto no uso destes na promoção de políticas públicas que buscam o desenvolvimento social e ambiental.

3. TEORIA MONETÁRIA MODERNA

Situada no campo heterodoxo da ciência econômica, a TMM é uma abordagem teórica que despertou atenção acadêmica (ainda que pouca) na década de 1990, coloca-se como resposta às proposições do *mainstream* econômico (por sua vez, fundamentado nas premissas ortodoxas do Novo Consenso Macroeconômico) e, ainda na década de 1990, às consequências políticas e econômicas da implementação de uma moeda única europeia²⁸, o Euro (VERGNHANINI, 2017; RWER, 2019). O desenvolvimento conceitual desse modo de pensar a economia é iniciado pela obra *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*²⁹ (1998) e, posteriormente, exposta de forma condensada no livro *Modern Money Theory* (2015), ambos escritos por Randall Wray (WRAY, 2015; VERGNHANINI, 2017; RESENDE, 2019). No que tange a Wray (1998) apud Vergnhanini (2017), destaca-se o traçado histórico, montado pelo autor, do dinheiro nas diversas sociedades humanas organizadas nos últimos milênios, sobretudo na busca para encontrar um denominador comum na funcionalidade desse constructo psicológico dentro desta heterogeneidade de corpos sociais. Ainda neste tratado, o economista discute, acerca do modo de produção capitalista, a aplicabilidade da moeda para a sustentação do pleno uso dos fatores de produção da sociedade – que vem a ser um vetor importante da TMM – além de trabalhar as possíveis consequências do abandono da soberania monetária por determinado Estado. Já Wray (2015) procura expandir os horizontes teóricos abordados em obras anteriores, explorando conceitos frequentemente retratados em manuais de macroeconomia, porém utilizando o arcabouço teórico da TMM como premissa das inferências e análises. Segundo Resende (2019, p. 3), “o livro de Wray, *Modern Money Theory* (2015), é a mais completa exposição dos princípios da MMT e de porque a má compreensão da moeda leva a uma série de equívocos na formulação de políticas macroeconômicas”

No debate público e acadêmico, a teoria em questão ganhou maior relevância na última década, principalmente após a crise econômica mundial de 2008 e a relativa estagnação econômica mundial que a seguiu (RWER; UNCTAD, 2019). A TMM assumiu protagonismo na agenda política de parte da ala mais progressistas do espectro político, como pode ser visto pela participação da economista Stephanie Kelton, expoente do pensamento monetário moderno, na assessoria econômica do senador e candidato à presidência dos Estados Unidos da América, Bernie Sanders; além da presença de premissas da TMM na

²⁸ Promulgada em 03 de maio de 1998.

²⁹ “Moeda e Trabalho Hoje: A chave para o pleno emprego e a estabilidade de preços” na versão traduzida.

construção do *Green New Deal* – o projeto democrata que busca uma reestruturação produtiva estadunidense (e mundial) para o controle do aquecimento global e a promoção de uma maior da igualdade socioeconômica. Com a influência da teoria em discursos políticos representativos, personagens renomados da academia³⁰ se voltaram para a discussão sobre a realidade (ou não) dos fundamentos da TMM (NERSISYAN, WRAY; RESENDE; RWER; SUMMA, SERRANO; UNCTAD, 2019).

A fundamentação conceitual da teoria é construída sobre as bases intelectuais de autores como John Maynard Keynes, Karl Marx, Mitchell Innes, Georg F. Knapp, Abba Lerner e Hyman Minsky (WRAY, 2015; RESENDE; RWER, 2019). Tal conjunto de pensadores, reconhecidamente ligados a heterodoxia (WRAY, 2015; RWER, 2019), evidencia como este modelo abstrato “se sustenta sobre os ombros de gigantes” (WRAY, 2015, p. 1). Segundo Wray (2015), a TMM

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

Apesar do componente multidisciplinar da teoria, seus escritos se encontram, predominantemente, sobre o território do Pós-Keynesianismo, ainda que seja possível se deparar com aspectos da sua abordagem nas áreas marxistas e institucionalistas (RESENDE, RWER, 2019). Nesse sentido, esta heterogeneidade de ideias que formam o pensamento da TMM não são, como o nome pode indicar, novos (modernos), mas a estrutura metodológica que as une, a fim de estabelecer um modelo abstrato aderente a realidade institucional e funcional da economia, rompe com uma série de paradigmas existentes, mesmo aqueles oriundos da heterodoxia (WRAY, 2015; RESENDE; RWER, 2019). Esta desconstrução causada pela TMM nas visões convencionais ortodoxas e, em parte, heterodoxas, possui a congruência de três grandes vetores: (i) A retomada da perspectiva histórica do dinheiro e, conseqüentemente, da moeda enquanto uma criatura social resultante das diversas formas de estruturas estatais vigentes ao longo da história; (ii) A compreensão sobre a funcionalidade da moeda e do crédito no sistema financeiro capitalista, ainda que dentro de certas nuances históricas e institucionais do próprio sistema; e (iii) A estrutura das finanças públicas, e sua relação com o setor privado, na determinação de variáveis chaves para o funcionamento da economia, dado o papel exercido pela interlocução entre a moeda nacional, o Banco Central

³⁰ Ver: Krugman (2019a; 2019b), Blanchard (2019) e Resende (2019).

(taxa de juros básica), Tesouro Nacional e a tributação (WRAY, 2015; VERGNHANINI, 2017; RESENDE; RWER; UNCTAD, 2019). Por sua vez, os elementos (i), (ii) e (iii), entregam à TMM um entendimento particular sobre:

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

De acordo com Summa e Serrano (2019) – em concordância com Wray (2015), Vergnhanini (2017), Resende (2019) e demais estudiosos da TMM (RESENDE; SUMMA, SERRANO; UNCTAD, 2019) –, a visão não convencional do pensamento monetário moderno é exposta pela compreensão de uma economia em que (1) a demanda por moeda é endógena; (2) a taxa de juros básica (no curto prazo) é exogenamente fixada pelo banco central; (3) o Estado não quebra em sua própria moeda, isto é, não há escassez de moeda para o ente que a emite; e (4) não há relação causal entre agregados monetários e inflação, em outras palavras: alteração do nível de preços é um fenômeno real, e não monetário. Ainda nos aspectos expostos pela TMM, Tymoigne (2014), Wray (2015) e Serrano e Pimentel (2017) evidenciam, em um primeiro momento, contraintuitivamente, que tributos não são a fonte de financiamento do Estado soberano (aquele que emite sua própria moeda), pois o mesmo – por uma questão logística e contábil – cria as unidades monetárias – necessárias para a consolidação de seus gastos – antes da captação dos recursos oriundo dos tributos e, inclusive, dos títulos públicos. Nesta lógica, os valores monetários retornados ao Estado se tornam meras destruições dos meios de pagamentos previamente emitidos.

Apresentadas as inferências e os conceitos comuns aos autores da TMM, faz-se necessário explorar com mais profundidade as bases teóricas que dão sustentação ao modelo intelectual da TMM, almejando uma melhor absorção da visão econômica e social da abordagem monetária moderna. Como observado, a teoria analisada parte, em certo grau, de um conjunto heterogêneo de escolas (e vertentes) do pensamento econômico, as quais possuem um constante diálogo entre si dentro do escopo metodológico da Teoria Monetária Moderna: O (Neo)Cartalismo, o Pós-Keynesianismo e as Finanças Funcionais (WRAY, 2015; VERGNHANINI, 2017; RESENDE; RWER; UNCTAD, 2019).

3.1 (NEO) CARTALISMO

O pensamento Cartalista é fruto da controvérsia em que gravita a origem e, por consequência, a função da moeda nas relações econômicas e sociais que atravessaram os últimos milênio de história humana (GOODHEART, 1998). Sobre este debate, Resende (2019) destaca o entendimento Schumpeteriano acerca da relação entre as ordens lógicas de análise:

Segundo Schumpeter, no seu livro sobre a história do pensamento econômico, de 1954, é possível definir a moeda, dando ênfase ao aspecto de meio de troca, facilitador de transações, ou, alternativamente, à sua propriedade de unidade de conta, na qual registram-se débitos e créditos. No primeiro caso, chega-se a teorias monetárias do crédito; no segundo, a teorias creditícias da moeda. A diferença, aparentemente pouco significativa, leva a entendimentos muito distintos do papel da moeda e da política monetária (RESENDE, 2019, p. 4).

Segundo Goodheart (1998), na ciência econômica existem dois grandes grupos antagonicos na discussão histórica e funcional da moeda: os grupos “M” (Mengerianos) e “C” (Cartalistas). O primeiro grupo é, indiscutivelmente, a visão hegemônica na academia econômica, manifestando-se nas obras de Menger, Jevons, Locke, Aristóteles, Friedman e derivados intelectuais destes (GOODHEART, 1998; RESENDE, 2017), enquanto o grupo “C” reside nas margens do pensamento econômico – sobretudo na escola Pós-Keynesiana (GOODHEART, 1998). Todavia, apesar da pouca presença do Cartalismo na academia econômica, no tocante aos demais campos de estudos sociais e históricos, o grupo “C” assume uma posição de consenso (GOODHEART, 1998).

Para os autores do grupo Mengeriano (igualmente chamado de grupo “Moeda-Mercadoria”) o dinheiro (e, conseqüentemente, a própria moeda) surge das relações mercantis realizadas por agentes privados de determinada sociedade, de tal modo que as diferentes formas físicas assumidas pelo dinheiro, oriundas de posições geográficas diversas, devem ser encaradas pelo ponto de vista privado e evolutivo da complexidade mercantil dessas regiões (GOODHEART, 1998; AGGIO, DA ROCHA, 2009; RESENDE, 2017). Deste modo, segundo o modelo abstrato em questão, o desenvolvimento do dinheiro é um processo natural onde os agentes privados buscam minimizar os custos de transação, utilizando-se de objetos que entregam características físicas que facilitam tal objetivo, os quais seriam: a durabilidade, portabilidade e divisibilidade (GOODHEART, 1998; AGGIO, DA ROCHA, 2009). Esta abordagem metodológica dada pelo grupo Moeda-Mercadoria ao surgimento deste constructo psicológico submete-o como um mero meio de troca neutro (RESENDE, 2017; 2019). De tal maneira, as escolas de pensamento econômico que assumem a neutralidade (de curto e/ou

longo prazo) da moeda como uma premissa de seu modelo entendem, por consequência, que os eventos inflacionários (de curto e/ou longo prazo) são fenômenos meramente monetários – o que, por sua vez, determina uma série de medidas restritivas a intervenção estatal no processo produtivo (GOODHEART, 1998; WRAY, 2015; RESENDE, 2017; 2019). Por fim, Goodheart (1998) destaca que o grupo Moeda-Mercadoria “apesar de ter força como teoria formal, é fracamente construída em detalhes institucionais e evidências históricas” (GOODHEART, 1998, p. 408).

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

Pela capacidade do Estado de estabelecer uma unidade de conta para a economia e de determinar o meio de pagamento, referente a esta unidade de conta, que terá capacidade de encerrar todos os débitos da economia, isto é, aquele que será aceito por todos os agentes da economia em posição de credor (AGGIO, DA ROCHA, 2009, p. 155).

Por sua vez, a definição de determinado constructo como a unidade de conta referencial (aceita para fechar todos os débitos de uma economia) é dado pela imposição do Estado em ratificar a unidade em questão como meio legalmente aceito para o pagamento de seus tributos³¹. Desse modo, a moeda se fixa como uma unidade de crédito da sociedade contra o próprio Estado e, pela obrigatoriedade dos agentes em arcar com as demandas da autoridade central, a unidade de conta da economia (AGGIO, DA ROCHA, 2009; WRAY, 2015; RESENDE, 2019). Enquanto a visão teórica da Moeda-Mercadoria carece de bases históricas e antropológicas, a visão Cartalista se alinha com as evidências empíricas destes dois campos de estudo, que remontam, pelo menos, quatro mil anos de história

³¹ Segundo Aggio e Da Rocha (2009), essa hipótese é conhecida na literatura como “*Tax-Driven*”.

(GOODHEART; WRAY, 1998; AGGIO, DA ROCHA, 2009; HARARI, 2016; RESENDE, 2019).

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

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

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

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

Ainda que o Cartalismo tenha influenciado em diferentes níveis uma série de pensadores na academia econômica, as principais vertentes que internalizaram os conceitos e as deduções desta linha de raciocínio foram a escola Pós-Keynesiana e, posteriormente, a TMM (AGGIO, DA ROCHA, 2009). No Pós-Keynesianismo – além do alinhamento com o modelo Cartalista quanto à restrição orçamentária governamental inexistente – assume-se a lógica do Estado como emissor primário de unidades contábeis nacionais para embasar as suas teorias monetárias, haja vista a relação entre o banco central (instituição estatal monopolista na criação de reservas bancárias) e as demais instituições financeiras bancárias (com capacidade de criar determinados meios de pagamento) na determinação da taxa de juros básica e na estabilidade do sistema financeiro (AGGIO, DA ROCHA, 2009; RESENDE,

2019). Considerando a plena aceitabilidade das premissas Cartalistas, ao que se refere à TMM, parte da literatura econômica a coloca como o pensamento cujos modelos e premissas retornam o Cartalismo às discussões econômicas (GOODHEART, 1998; AGGIO, DA ROCHA, 2009; WRAY, 2015; RESENDE, 2019).

Após os tratados de Knapp (1905) e Abba Lerner (1947), abriu-se um vácuo na academia econômica quanto às visões que tratavam diretamente a moeda pela abordagem Cartalistas – ainda que elas fossem, implicitamente, presentes em algumas escolas do pensamento econômico. Por sua vez, este vazio acadêmico perdurou até as obras de Goodheart (1998) e Wray (1998), quando se fez necessário, dado o marco histórico da união monetária europeia e o persistente uso de modelo econômicos não condizentes com a realidade, intensificar o debate sobre a função e formação da moeda, sobretudo na negação da sua neutralidade (GOODHEART, 1998; AGGIO, DA ROCHA, 2009; RESENDE, 2017). Desta forma, ao retomar a abordagem Cartalista na modelagem de suas teorias monetárias e fiscais, a TMM é posta na literatura econômica como um Neocartalismo, ainda que a mesma absorva conceitos de outras escolas do pensamento econômico, tal qual o Pós-Keynesianismo (GOODHEART, 1998; AGGIO, DA ROCHA, 2009; WRAY, 2015; RESENDE, 2019).

3.2 PÓS-KEYNESIANISMO

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

Keynes (1936) explora vários aspectos do modo de produção capitalista e dos seus instrumentos políticos. Não obstante a validação da moeda como criatura não-neutra, o economista conceitua e caracteriza aspectos (a) do mercado de trabalho; (b) da determinação do nível de produto (princípio da demanda efetiva); e (c) das motivações econômicas dos atores sociais (CARVALHO et al., 2007; FROYEN, 2013; RESENDE, 2017). Esse amplo espectro de objetos analisados por Keynes em *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da*

Moeda (1936) e em outras obras de sua autoria³² resulta (não intencionalmente) numa série de interpretações conflituosas sobre as variáveis trabalhadas pelo autor. Ao longo do tempo, tais interpretações acumulam posições mais díspares entre si, tendo em vista a absorção de novos elementos metodológicos, fruto dos caminhos tomados pela ciência econômica nos anos subsequentes à teoria geral keynesiana, em suas premissas (LAVOEI, 2006; CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017).

De acordo com as categorizações de Lavoie (2006) e Carvalho et al. (2007), os grupos formados a partir das interpretações de Keynes (1936) podem ser alocados em duas vertentes diferentes: (i) Keynesianos ortodoxos (verticalistas); e (ii) Keynesianos heterodoxos (horizontalistas). As nomenclaturas “verticalistas” e “horizontalistas” fazem referência à abordagem dada pelas respectivas escolas para a relação entre a oferta de moeda com a taxa de juros e a renda – ainda que, no período pós-declínio do receituário monetárias na década de 1980, essa distinção tenha se tornado mais escassa (CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017).

No primeiro grupo, encontram-se os teóricos da Síntese Neoclássica (velhos-keynesianos) e dos Neokeynesianos. Apesar de se situarem sobre o espectro da ortodoxia econômica, esses dois corpos intelectuais não formam grupos homogêneos de pensamento econômico, além de apresentarem diferenças conceituais entre si (LAVOEI, 2006; CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017). Todavia, as divergências entre as duas óticas keynesianas liberais (LAVOEI, 2006), apesar do pensamento Neokeynesiano ser mais flexível no entendimento de alguns conceitos derivados da ortodoxia (como a hipótese da moeda exógena) do que a Síntese Neoclássica, ainda apresentam resultados e modelos semelhantes (tipicamente ortodoxos) como: a fraca ênfase na dinâmica histórica e formação institucional; a pouca presença de incertezas dos agentes; restrições à atuação, sobretudo, de políticas fiscais e, com certa controvérsia, monetárias na determinação da demanda agregada; explicação sem forte embasamento empírico para as alterações nos níveis de preços; a proposição de um taxa natural de juros – que no caso Neokeynesiano é incorporado com a utilização da abordagem Wickselliana (economia sem moeda); e, em consequência aos fatos destacados anteriormente, a utilização de modelos irreais que comprometem o avanço do campo macroeconômico na vontade científica de compreender e melhorar o objeto estudado (LAVOEI, 2006, CARVALHO et al., 2007; ROMER, 2016; RESENDE, 2017).

³² Destaca-se também a importância do trabalho *Tratado Sobre a Moeda* (1930) para as abordagens keynesiana e derivadas (LAVOEI, 2006; CARVALHO et al., 2007).

Radicalmente contrário às visões verticalistas, o grupo horizontalista (ii), alicerça essencial da TMM, situa-se no campo heterodoxo do pensamento econômico (keynesianismo heterodoxo), ao qual foi cedido o nome de “Pós-Keynesianos” (LAVOEI, 2006; CARVALHO et al., 2007). Não vinculada somente aos postulados de Keynes, a teoria Pós-Keynesiana encontra-se influenciada pelos escritos Nicholas Kaldor (vide suas críticas à escola monetarista de Chicago), Piero Sraffa, Joan Robinson, Michal Kalecki, além da escola de Regulamentação Francesa, o Cartalismo e os institucionalistas ligados a heterodoxia (LAVOEI, 2006; AGGIO, DA ROCHA, 2009). Essa multifacetada base intelectual invoca uma série de interpretações teóricas heterodoxas (as quais levam em conta o princípio da demanda efetiva e da dinâmica histórica) distintas no íntimo do aglomerado Pós-Keynesiano, mas que convergem (apesar de algumas pequenas diferenças quanto à forma) para a teoria da oferta monetária endógena (POLLIN, 1991; LAVOIE, 2006; PALLEY, 2017).

Pilar do Pós-Keynesianismo, a teoria da oferta monetária endógena antecede a própria construção do pós-keynesianismo enquanto escola do pensamento econômico (LAVOEI, 2006; RESENDE, 2017). Oriundas da chamada *Banking School* (que veio a ser um dos polos da controvérsia bulionista), as primeiras obras a tratarem da endogeneidade monetária remontam ao século XIX e buscavam fazer um contraponto à TQM (LAVOEI, 2006; CARVALHO et al., 2007; RESENDE, 2017). Nesse sentido, Lavoie (2006) destaca que, pelo menos até a formação do Pós-Keynesianismo como escola do pensamento econômico estruturado (constituído após o surgimento da Teoria da Circulação Monetária e dos escritos de Nicholas Kaldor):

Ironicamente, a abordagem da moeda endógena, que contrasta com a visão exógena da Teoria Quantitativa a Moeda, foi seguida no início do século XX por autores de tradição austríaca, entre eles: Ludwig Von Mises, Joseph Schumpeter e Friedrich Hayek, assim como seu antecessor, o autor sueco Knut Wicksell (LAVOEI, 2006, p. 54).

Em síntese, a abordagem teórica da moeda endógena entende que a quantidade dos meios de pagamento existentes em uma certa economia não pode ser determinada arbitrariamente pela autoridade monetária, isto é, os bancos centrais não tem capacidade, de forma exógena, de controlar o montante monetário em circulação (POLLIN, 1991; LAVOEI, 2006; CARVALHO et al., 2007; WRAY, 2015; PALLEY, 2017). Por sua vez, a oferta dos meios de pagamento é dada pela disponibilidade de créditos bancários no mercado e pela preferência do público por moeda e crédito (LAVOEI, 2006), ou seja, dessa forma, “para os Pós-Keynesianos, a oferta de moeda não é independente das necessidades da economia:

Empréstimos criam depósitos” (LAVOEI, 2006, p. 57). Assume-se, por tanto, que – inversamente ao ensinado nos manuais de macroeconomia convencionais – a demanda *ex ante* dos agentes por crédito cria os depósitos bancários (LAVOEI, 2006; RESENDE, 2017; 2019) Nesse sentido, Lavoei (2006) explica que:

Não há necessidade de os bancos terem acesso a depósitos antes de concederem empréstimos. A criação de empréstimos e, por tanto, de depósitos bancários (moeda) é feita *ex nihilo*³³, sem a necessidade prévia de ouro ou reservas. (...) Além disso, a criação do crédito não é resultado do excesso de reservas obtido pelos bancos privados. Para os Pós-Keynesianos, os bancos concedem empréstimos primeiro, criando depósitos no processo. Então, caos os clientes demandem notas bancárias (papel moeda), os bancos captam diretamente com o banco central. Por sua vez, as instituições financeiras bancárias também obtêm o nível de reserva exigido por lei diretamente com o banco central (LAVOEI, 2006, p. 57).

De forma geral, a lógica Pós-Keynesiana sobre a oferta endógena da moeda – endossada por diversos (ex) presidentes de bancos centrais ao redor do mundo (POLLIN, 1991; RESENDE, 2017) – resulta numa série de noções antagônicas à visão convencional, entre elas estão: (i) Em regimes de moeda fiduciária, a inexistência do multiplicador bancário; (ii) O aumento generalizado dos preços (inflação) como um fenômeno não-monetário, isto é, “inflação não é causada por um excessivo aumento na taxa de crescimento da oferta monetária” (LAVOEI, 2006, p. 58); (ii) Em países de moeda soberana e que possuem uma taxa de juros referencial de curto prazo baseada no mercado interbancário (instituição onde os bancos comerciais vendem e compram reservas entre si), as operações de *open market*³⁴ dão à autoridade monetária a capacidade monopolista de decidir qual será o valor desta taxa referencial, ou seja, a taxa de juros básica de curto prazo é exógena (POLLIN, 1991; LAVOEI, 2006; SERRANO, PIMENTEL, 2017; RESENDE, 2017; 2019).

O desenvolvimento da literatura Pós-Keynesiana produziu uma heterogeneidade de conceitos e abordagem metodológicas dentro do próprio escopo teórico da escola (LAVOEI, 2006). No que diz respeito à teoria da moeda endógena, a formação de diferentes visões sobre seu funcionamento criou dois grandes grupos intelectuais: os Acomodacionistas e os Estruturalistas³⁵ (POLLIN, 1996; PALLEY, 2017). Ainda que ambos utilizem o arcabouço teórico pós-keynesianos – entre os quais se encontram a oferta monetária endógena e direção causal entre investimento e poupança – suas interpretações divergem quanto ao grau de endogeneidade do sistema financeiro, aspectos sobre os objetivos das políticas monetárias dos

³³ Expressão em Latim para “feita a partir do nada”.

³⁴ “Operações de mercado aberto” em português. É a ação de compra e venda de títulos públicos pelo Banco Central em negociação com os bancos comerciais (CARVALHO et al., 2007).

³⁵ Respectivamente, em inglês: Accommodationist e Structuralists.

banco centrais e o comportamento dos bancos comercial na sua alocação de ativos. Todavia, Palley (2017) aponta para uma maior convergência de ideias (mesmo com presença de divergências importantes) entre as duas correntes pós-keynesianas nos últimos anos, sobretudo após os trabalhos de Lavoei (1996; 2006) (PALLEY, 2017; ULTREMARE, 2017).

Sobre a ótica acomodacionista, destacam-se os economistas pós-keynesianos Nicholas Kaldor e Basil Moore (ULTREMARE, 2017). Para essa vertente de pensamento econômico, a criação de meios de pagamento é dada pela concessão dos créditos/empréstimos de instituições financeiras bancárias para os demais agentes econômicos, o que, por sua vez, cria depósitos à vista para os mesmos atores econômicos. A fim de manter a taxa de juros básica (*benchmark rate*) da economia no valor desejado para fins de otimização das política econômica desejada – baseadas no grau de utilização dos fatores de produção e nas expectativas quanto à alteração no nível de preços – a autoridade monetária aloca reservas (via *open market*) no mercado bancário até o ponto que o surgimento de novos depósitos seja compatível com a taxa de juros fixada pelos *policy makers* (POLLIN, 1991; LAVOEI, 2006; PALLEY, 2017). Desse modo, assumindo uma taxa de juros básica exógena, a acomodação de reservas monta uma curva de oferta monetária plenamente horizontal (PALLEY, 2017). De acordo com Palley (2017), na versão simplificada do modelo acomodacionista, não apenas a curva de reserva é plenamente horizontal como a da oferta de crédito pelos bancos também. Nesse sentido, o nível de juros cobrado pelas instituições financeiras (*spread*) passa a ser a taxa de juros básica mais o produto do *mark-up* do sistema financeiro bancário (PALLEY, 2017). Por sua vez, quando analisado o comportamento de longo-prazo da economia, Lavoei (2006) afirma que as alterações nos condicionantes econômicos que sustentam as decisões da autoridade monetária promovem mudanças no nível das curvas de curto prazo dos juros (horizontais), que, de tal maneira, ao serem agregadas para um longo período de tempo, podem ser traçadas com o intuito de formar a curva de longo prazo dos juros (não-horizontal).

O modelo acomodacionista é apresentado como a ótica pós-keynesiana de completa endogeneidade monetária (ULTRAMARE, 2017). Grupo numericamente menos expressivo frente à presença dos Estruturalistas (ULTREMARE, 2017), Palley (2017) e Ultremare (2017) salientam que abordagem da plena endogeneidade monetária carrega uma série de simplificações comprometedoras à realidade econômica do modelo – ainda que os tratados mais recentes do acomodacionismo (Novos-Acomodacionistas) diminuam as disparidades teóricas entre as vertentes. Entre as críticas Estruturalistas ao paradigma acomodacionista, encontram-se a “super simplificação e descartes errôneos sobre a abordagem monetária keynesiana” (PALLEY, 2017, p. 9); além da falta de cuidado metodológico na construção

abstrata do sistema monetário (p.e a substituição perfeita entre ativos financeiros e os incentivos à inovação financeira) (POLLIN, 1991).

No que diz respeito à teoria Pós-keynesiana Estruturalista, Palley (2013) reforça que, por um lado, este modelo abstrato vai ao encontro da premissa teórica de oferta endógena de moeda, isto é, o crédito criando meios de pagamento (depósitos); por outro lado, “preenche as omissões e descuidos” (PALLEY, 2013, p. 14) contidos na vertente acomodacionista. Nesse sentido, duas proposições teóricas são introduzidas pelos Estruturalistas: (i) A demanda por moeda; e (ii) a preferência por liquidez (PALLEY 2013; 2017; ULTREMARE, 2017). Vale destacar que, além dos pontos (i) e (ii), a perspectiva em questão ressalta o papel que o desenho institucional do sistema financeiro possui no grau de endogeneidade monetária da respectiva economia (ULTREMARE, 2017). Por esse ângulo analítico, como mostrado por Ultremare (2017), as próprias decisões políticas arbitrárias sobre a forma do dinheiro (moedas commodities, fiduciária e outras formas de ancoragens abstratas) comprometem o grau de endogeneidade da oferta de moeda, mesmo que, no fim, todas essas formas de adestrar institucionalmente a moeda sejam fruto de uma imaginação coletiva. Para fins de maior elucidação, considera-se nesta exposição o sistema monetário capitalista moderno, onde a moeda é, assumidamente, um ente fiduciário e o crédito bancário é aceito como forma de quitar relações comerciais (através da alocação de depósitos bancários entre a posse dos agentes envolvidos na troca) (ULTREMARE, 2017).

No escopo metodológico acerca da demanda por moeda, há uma distinção fundamental – a qual é apontada por Palley (2013) na sua crítica à perspectiva monetária de Basil Moore (teórico acomodacionista) – entre a vontade do agente econômico em ser portador de quantias monetárias (ilimitada) e a demanda desse indivíduo por moeda (relacionada com disposição do agente em comprometer, no mercado, parte da sua renda futura na aquisição desse recurso) (PALLEY, 2013). Ao que compreende o segundo caso, os agentes (indivíduos e firmas) são incentivados a demandar para fins de financiar investimentos, alocar de forma desejada o consumo e de especulação (ULTREMARE, 2017). De forma geral, Palley (2017) formaliza essa lógica ao expor que (1) a demanda por depósitos bancários é uma função positiva da renda, das expectativas futuras sobre a taxa de juros, da preferência por liquidez e da taxa de juros dos depósitos, enquanto é negativamente influenciada pela taxa de juros dos títulos públicos; e (2) a demanda por empréstimos (crédito) é uma função positiva da renda e negativa da taxa de juros cobrada pelo credor. Em síntese:

A disposição das famílias em adquirir novas dívidas depende das expectativas de aumento dos salários e/ou efeitos sobre suas riquezas. Em outras palavras, a demanda por crédito depende das preferências de portfólio que refletem as expectativas de ganhos futuros projetados para a economia (ULTREMANRE, 2017, p.16)

No outro lado da via monetária, ou seja, no sistema financeiro ofertante (campo em que há a criação e a oferta de crédito/empréstimos, e de demais ativos financeiros), o comportamento dos agentes quanto à promoção de recursos (crédito) em relação à economia é dado pelas suas margens de retorno e pelas expectativas quanto aos lucros agregados (ULTREMARE, 2017). Deste modo, ao que tange as instituições financeiras bancárias, a criação de depósitos via crédito é uma resposta à demanda dos demais atores econômicos por essas rubricas (componente endógeno) e, por óbvio, à previsão de ganho sobre tais empréstimos, os quais, por sua vez, são influenciadas por (a) políticas monetárias; (b) políticas fiscais (do ponto de vista da demanda agregada); (c) pelo nível de concentração do mercado (*mark-up*); (d) pelos custos operacionais derivados desse serviço; e, sendo este a principal divergência entre horizontalistas e verticalistas, (e) pela percepção dos bancos quanto ao risco oriundo do tomador de crédito – ainda que este último não seja, no nível individual, plenamente calculável e esteja fortemente ligado aos ciclos econômicos (abordagem Minskyana) – ou seja: a preferência por liquidez dos bancos (PALLEY, 2013; 2017; ULTREAMER, 2017).

No processo de compreensão teórica sobre o sistema monetário na perspectiva Pós-Keynesiana Estruturalista (onde há formação endógena dos meios de pagamento via sistema bancário) cria-se a necessidade científica de descrever o método de formação da base monetária (reservas) e, por consequência, caracterizar a relação entre as instituições financeiras bancárias e a autoridade monetária (ULTREMARE, 2017). Segundo Ultremare (2017), uma vez observada a lógica da endogeneidade monetária – ainda que o banco central seja a instituição provedora de liquidez ao sistema financeiro, este ente não possui o controle direto sobre a base monetária da economia, ou seja, a oferta de moeda. Esta ineficácia da autoridade monetária em determinar a quantidade de meios circulantes é explicada pela incerteza quanto à alocação da moeda (em todas as suas formas), bem como aos demais ativos financeiros entre os agentes econômicos; e, também, devido à fragilidade do sistema financeiro (sobretudo em momentos de crescimento econômico) em seu processo de inovação e intensificação transacional – que obriga o banco central a agir como emprestador de última instância (POLLIN, 1991; ULTREMARE, 2017). Dessa forma, as ações que buscam controlar, exogenamente, as quantidades de reservas são tomadas em vão, pois tendem a

promover uma maior instabilidade financeira e econômica, inclusive, sem qualquer perspectiva factual de atingir o nível desejado de base monetária (ULTREMARE, 2017). Nesse sentido, enquanto fornecedor monopolista de liquidez, o banco central controla, de forma exógena, a taxa de juros básica de curto prazo da economia, ainda este controle seja influenciado pela estrutura institucional do sistema monetário, como destacado na exposição a respeito das várias formas de domesticar a moeda (CARVALHO et al., 2007; ULTREMARE, 2017; RESENDE, 2017).

A restrição na atuação da autoridade monetária apenas na determinação do juro básico de curto prazo não implica na inexistência de políticas monetárias efetivas (ULTREMARE, 2017). Ao influenciar as expectativas do sistema financeiro, o uso da taxa de juros referencial de curto prazo busca, via canais de transmissão, a estabilidade de preços (incluindo de ativos financeiros) para a promoção do pleno emprego dos fatores de produção. Por sua vez, como a taxa de juros básica induz as expectativas dos agentes, o anúncio prévio da taxa desejada pela autoridade monetária torna-se importante – onde, ao seguidamente se confirmarem, ancoram as expectativas dos agentes a ponto do próprio anúncio induzir às mudanças de postura das instituições financeiras (LAVOEI, 2006; ULTREMARE, 2017). Vale ressaltar que, assim como na visão acomodacionista, a taxa de juros de curto prazo não é uma taxa natural, mas sim fruto de decisões políticas sobre o comportamento desejado das variáveis econômicas. Além disso, ao que corresponde o juro de longo prazo, este é determinado pelo lucro esperado do capital, que depende da produtividade e oferta dos fatores – ainda que possa ser influenciado pela autoridade monetária (ULTREMARE, 2017). Por fim, como destacado por Ultremare (2017), o banco central:

Opera sobre uma série de restrições (como, por exemplo, metas de inflação e taxa de câmbio), que afeta sua capacidade e disposição de praticar uma política de acomodação completa de reservas. Além disso, o banco central não reage passivamente à demanda por reservas, mas, na verdade, assume decisões ativas de empréstimos, dado o estado das preferências por liquidez (ULTREMARE, 2017, p. 31).

No que concerne às diversas formas de pensar a respeito das políticas monetárias surgidas após as obras de Keynes (principalmente o Tratado Sobre a Moeda e a Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda), a abordagem Pós-Keynesiana – embora presente com algumas ramificações – almeja o maior grau de aderência à realidade econômica moderna (POLLIN, 1991; LAVOEI, 2016, RESENDE, 2017; 2019). Nesse sentido, a Teoria Monetária Moderna – ao tomar a base teórica Pós-Keynesiana como pilar metodológico de suas

interpretações sobre o sistema econômico contemporâneo – possui notável respaldo nas suas proposições de políticas econômicas (WRAY, 2015).

3.3 FINANÇAS FUNCIONAIS

A formação histórica e a criação desse objeto na institucionalidade econômica contemporânea possuem forte associação com às teorias acerca da influência que o Estado – pela ótica orçamentária e produtiva – tem sobre as variáveis econômicas (e, por consequência, sociais) (LAVOEI, 2006; WRAY, 2015; RESENDE, 2017). Pelo viés ortodoxo – o qual está influenciado tanto pela moeda-mercadoria e suas derivações (individualismo metodológico) quanto pela natural eficácia alocativa dos mercados capitalistas – o governo (Estado) não deve interferir nas decisões espontâneas dos indivíduos e firmas quanto à melhor alocação de seus recursos (salvo raras exceções, por vezes, chamadas de falhas de mercado), pois o governo tende a causar distorções em um mercado autorregulado, gerando falhas de concorrência e desemprego dos fatores de produção (LAVOEI, 2006; WRAY, 2015; RESENDE, 2017; 2019). Nessa perspectiva, o Estado se encontra como um ente à margem do processo econômico e, desta forma, seu orçamento deve trabalhar em equilíbrio, isto é, gastos não devem ultrapassar sua arrecadação via tributos, visto que débitos governamentais afetam negativamente o comportamento da economia³⁶. (WRAY, 2015). Essa abordagem metodológica é conhecida como “*Sound Finance*”³⁷ (WRAY, 2015).

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

³⁶ Como destacado por Wray (2015), essa vertente de pensamento é conhecida por ilustrar o orçamento governamental como o de famílias e firmas. Essa igualdade, conhecidamente irreal do ponto de vista funcional, é, seguidamente, repetida em discursos políticos e na mídia (WRAY, 2015)

³⁷ “Finanças Sólidas” em tradução livre.

e os limites do orçamento governamental (tanto do gasto quanto da despesa), onde há disparidades (em diferentes níveis) com o *Sound Finance* (WRAY, 2015; PIMENTEL, 2018). Entre os autores que se podem destacar, encontram-se Piero Sraffa, Michal Kalecki, John Maynard Keynes, Evsey Domar e Abba Lerner (LAVOEI, 2006; WRAY, 2015; PIMENTEL, 2018).

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

Não concebe a tributação e a emissão de títulos de dívida pública como operações necessárias para o financiamento do governo. O objetivo central da política econômica deveria ser alcançar o nível de gastos de pleno emprego e o governo deveria manipular os instrumentos fiscais disponíveis para atingir esse objetivo. (...) A tributação, na visão da teoria estatal da moeda, é concebida como uma maneira do Estado legitimar sua própria moeda e também poderia ser utilizada como um instrumento de política fiscal de modo a afetar a renda disponível do setor privado e, conseqüentemente, a demanda agregada (PIMENTEL, 2018, p. 37)

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

Apesar do arcabouço teórico das Finanças Funcionais levarem “as prescrições de políticas de pleno emprego ao limite no que se refere às questões relacionadas ao financiamento da política de pleno emprego” (PIMENTEL, 2018, p. 35), não há uma negligência por parte da teoria quanto às restrições concretas à atuação do Estado no incentivo à demanda agregada, ou seja, “o céu não é o limite” (WRAY, 2015, p. 199) para o gasto governamental (WRAY, 2015; PIMENTEL, 2018). Nesse sentido, a administração da política fiscal (e monetária) é realizada com base em observações de variáveis econômicas concretas – que, ao contrário do ideal ortodoxo, são oriundas do lado real da econômica – as quais situam-se a distribuição de renda, a taxa de câmbio e o nível de preços (inflação e deflação) (WRAY, 2015; PIMENTEL, 2018; RESENDE, 2019). Particularmente importante para as Finanças Funcionais, as alterações no nível de preços servem como um importante (mas não único) sinal de superaquecimento/desaquecimento da demanda agregada – além de possíveis gargalos na oferta (inflação de custo) (PASINETTI, 1997; WRAY, 2015; PIMENTEL, 2018). Desta feita, em situações que demandam uma ação contracionista pelo Estado – onde o mercado se encontra em pleno emprego e com pressão inflacionária – os mecanismos a serem empregados pela autoridade central devem se concentrar (no curto prazo) na redução da renda disponível ao setor privado; sendo esse fim dado através de instrumentos como (a) o aumento de tributos (generalizado ou não); (b) a elevação da taxa de juros básica (cortando reservas no interbancário); e (c) a redução de gastos do governo.

Nos últimos anos, com o crescimento do debate em torno do endividamento público ao redor do mundo, a teoria das Finanças Funcionais vem recebendo atenção de diversos autores renomados da literatura econômica (RWER; UNCTAD; SERRANO, SUMMA; 2019). Todavia, como destacado por Serrano e Summa (2019), em sua crítica à Resende (2019), parte da discussão em torno das Finanças Funcionais, sobretudo nos escritos de autores mais ligados ao *mainstream*, recai sobre conjunturas econômicas que permitem políticas fiscais expansionistas manter certa sustentabilidade da dívida pública. Desse modo, suas conjecturas tomam corpo sobre os aspectos teóricos de Evsey Domar, onde a relação entre o crescimento econômico e a taxa de juros define o nível de endividamento relativo do país (SERRANO, SUMMA; 2019). No modelo desenvolvido por Evsey Domar na década de 1940, o grau de endividamento do país – entendimento como o estoque de dívida pública (“D”) dividido pelo produto interno bruto (“PIB”) – é influenciado positivamente pela taxa de juros (“i”) (remuneração da dívida) e negativamente pelo crescimento econômico (“g”). Dessa maneira, mantendo a taxa de crescimento superior aos juros básico (“ $g > i$ ”), o nível de endividamento (“D/PIB”) tende a cair, o que, por sua vez, abre espaço para uma política fiscal expansionista

(PASINETTI, 1997; SERRANO, SUMMA; 2019). Ao que compreende o cenário inverso, onde a taxa de juros é superior à taxa de crescimento (“ $i > g$ ”), denota-se uma restrição orçamentária ao gasto do governo, caso este deseje manter o grau de endividamento constante (PASINETTI, 1997; SERRANO, SUMMA; 2019).

Ainda que o modelo de Domar tenha sido construído com fins políticos de manter um crescimento e desenvolvimento econômico (PASINETTI, 1997), a elaboração de um paralelo entre sua abordagem e a de Abba Lerner contém uma série de restrições teóricas, principalmente (1) No limites de endividamento, inexistentes para Lerner; e (2) Na formação metodológica sobre a função e a origem dos tributos (PASINETTI, 1997; SERRANO, SUMMA; 2019). Dessa maneira, ao introduzir as Finanças Funcionais de Abba Lerner – o que não impede a aceitação da lógica matemática de Evsey Domar quanto ao comportamento do grau de endividamento diante dos juros e do crescimento econômico – a TMM assume um conjunto abstrato muito aderente à realista, onde seus instrumentos de políticas públicas têm maior capacidade de promover um crescimento e um desenvolvimento social mais vigoroso.

4. BANCO CENTRAL E TESOIRO NACIONAL

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

Ainda que, dentro da associação funcional entre a autoridade monetária e o tesouro nacional, alguns países soberanos tenham particularidades institucionais que os diferem de outras nações (também emissoras da moeda nacional), essas individualidades não influenciam negativamente nas inferências (i), (ii), (iii) e (iv) – inclusive, para alguns casos, reforça (WRAY, 2015; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Dada essa perspectiva, o estudo do caso brasileiro serve como um arquétipo passível de generalização – conquanto certas particularidades da relação institucional brasileira devam ser postas, quando convenientes, em comparação aos demais países soberanos (CARVALHO et al., 2007; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

No Brasil, o financiamento público e a manutenção da taxa de juros básica de curto prazo são executados por meio das relações entre a autoridade monetária (BACEN), o tesouro

nacional, o mercado interbancário (onde as instituições financeiras bancárias transacionam entre si), o mercado de reservas (que engloba o interbancário) e o mercado primário (definido pelas negociações diretas entre tesouro nacional e os *Dealers*³⁸) (CARVALHO et al., 2007; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Por sua vez, as transações entre esses agentes econômicos se concentram em dois instrumentos: (1) As reservas bancárias, uma unidade de conta – denominadas em reais (R\$) – utilizada pelo banco central em suas relações com o tesouro e instituições financeiras, onde o montante é constituído por recursos compulsórios (com base em um percentual exigido pela autoridade monetária referente aos depósitos à vista em carteira dos bancos)³⁹ e voluntários (adotado pelos próprios agentes bancários reservistas para fins de liquidar transações rotineiras); e (2) Os títulos da dívida pública federal (TDPF), papéis emitidos pelo Tesouro Nacional para recolhimento de recursos mediante pagamento de juros (a prazos e valores distintos) aos detentores dos referidos ativos (CARVALHO et al., 2007; WRAY, 2015; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

Ao que diz respeito à estrutura institucional que sustenta o financiamento público federal – nessa descrição não está incluso os entes federados – o Tesouro Nacional, órgão em tutela do Ministério da Fazenda, assume, a fim de atender às decisões fiscais dos *policy makers*, a gerência sobre as emissões e os resgates de títulos públicos federais, além do controle sobre a dívida pública externa (DE REZENDE, 2009; BC, 2015). Apesar da ordenação sobre os fluxos de títulos públicos, o tesouro é o responsável pela administração da Conta Única do Tesouro (DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

Situada em uma conta (remunerada) numerada no balancete do banco central, a Conta Única do Tesouro é o instrumento pelo qual o governo brasileiro administra suas ações financeiras, tanto em termos de recolhimento (tributos e venda de títulos públicos) quanto de dispêndios (pagamento de bens e serviços) (CARVALHO et al., 2007; DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Como demonstrado por Rezende (2009) e Serrano e Pimentel (2017), o fato de existir uma impraticabilidade temporal em conciliar o recolhimento de recursos (débito) com o pagamento das obrigações governamentais (crédito) implica à autoridade monetária uma manutenção *ex ante* da Conta Única em um estado financeiro altamente positivo. Segundo Serrano e Pimentel (2019), essa obrigação dada ao BACEN de manter o saldo do tesouro sempre positivo – outrora, chamada de “colchão de liquidez” –

³⁸ Instituições financeiras bancárias, privadas ou públicas, autorizadas – através de um ranking de performance pré-estabelecido - pelo Tesouro Nacional brasileiro a negociar no mercado primário. Atualmente, nove (9) instituições encontram-se como *Dealers*, sendo elas: O Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal, Santander, Itaú, BTG Pactual, Bank of America, JP Morgan e a Goldman Sachs (TESOURO, 2019).

³⁹ No Brasil, o percentual mínimo demandado pelo Banco Central é de 20% dos depósitos à vista (BACEN, 2019).

garante, além imediata disponibilidade de recurso para a STN, que não haja a necessidade de aquisição dos títulos públicos pelo Banco Central no mercado primário. Isto é, a transação direta de títulos públicos entre o BACEN e a STN – ação proibida pela Constituição Federal Brasileira (artigo 164), visto que tal ato é enquadrado como financiamento direto do tesouro pela autoridade monetária (DE REZENDE, 2009). Como demonstrado pelo Gráfico 1, entre 2002 e 2018, o saldo da Conta Única do Tesouro se manteve com valores proporcionais de 4% a 18% do produto interno bruto do país:

Gráfico 1 – Disponibilidade do tesouro nacional junto ao BACEN em % do PIB



Ainda que resguardadas pela posição *ex ante* oferecida pelo banco central, a incompatibilidade cronológica entre os débitos e créditos na Conta Única implica em variações diárias no saldo do tesouro junto ao banco central, de forma que as oscilações financeiras positivas são dadas em momentos onde os recolhimentos excedem às despesas e, por óbvio, negativas em situações que há mais saídas de recursos do que entradas (DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Ainda que a Conta Única esteja sobre a tutela legal do tesouro nacional, sua operacionalidade⁴⁰ é executada pela autoridade monetária, de modo que, em virtude do banco central realizar todas as suas transações por meio de reservas e através das instituições financeiras bancárias (CARVALHO et al., 2007; DE REZENDE, 2009), as variações no estado financeiro da Conta Única recaem sobre o balancete da autoridade monetária e, conseqüentemente, dos bancos reservistas (SERRANO E

⁴⁰ Infraestrutura, sistemas de informação e de transferências

PIMENTEL, 2017). Logo, sabendo que o BACEN se relaciona com o sistema bancário através das contas de reserva dessas instituições, as movimentações na conta do tesouro afetam, diretamente, a disponibilidade de liquidez no mercado bancário, em que as variações positivas na Conta Única retiram reservas do mercado, enquanto variações inversas injetam (DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Desta feita, ao conhecer a lógica do processo de financiamento público, no qual a autoridade monetária cobre a conta do tesouro nacional com um colchão de liquidez, e as variações no saldo da respectiva conta afetam a liquidez do mercado, Serrano e Pimentel (2019) afirmam que:

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

Em síntese, a descrição anterior evidencia que o Estado soberano em sua própria moeda não necessita, de antemão, da receita dos tributos e dos títulos públicos para efetuar seus gastos. Desta forma, nota-se que não há restrição intrínseca às movimentações fiscais do governo federal, justamente pelo fato do agente estatal (STN) ser o fornecedor – através das operacionalizações do banco central junto às contas mantidas em sua carteira pelas instituições financeiras bancárias – primário de liquidez para a economia nacional (REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Nesse caso, tanto os tributos como a venda de títulos públicos tornam-se meios de destruição da base monetária (via reservas bancárias), ainda que para o caso dos tributos, como demonstrado pela proposta Cartalista, sirva como validador da unidade de conta utilizada pelos agentes econômicos (WRAY, 2015; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

Embora não exista uma restrição natural à lógica orçamentária dos estados emissores da moeda nacional, os mesmos criam arranjos institucionais que buscam delimitar espaços para a injeção de moeda nova na economia – por sua vez, baseados em preceitos teóricos-econômicos (WRAY, 2015). No que tange o caso brasileiro (além da própria atribuição dos tributos), o tesouro nacional é impedido de financiar, indefinidamente, seus déficits através do saldo positivo da Conta Única, visto que a STN é obrigada pela constituição federal a

programar os dispêndios excedentes em forma de títulos públicos⁴¹, os quais serão ofertados, em leilões, aos *Dealers* do mercado primário – processo pelo qual o banco central não tem direito de participar, sendo sua atuação reclusa ao mercado secundário⁴² (DE REZENDE, 2009). Por sua vez, estando vendidos os títulos públicos, os recursos oriundos destas transações voltam para a conta do tesouro, ou seja, são destituídos da base monetária (CARVALHO et al., 2007; BC, 2015; SERRANO E PIMENTE, 2017). Conforme Serrano e Pimentel (2017), no mercado primário:

Há diversos tipos de títulos públicos, que basicamente variam de acordo com o rendimento e prazo. O Tesouro faz a sua estratégia visando minimizar o rendimento pago aos detentores dos títulos e de acordo com as suas prioridades sobre a evolução do perfil da dívida pública. Os *Dealers* também têm sua estratégia visando a maiores taxas de juros (SERRANO E PIMENTEL, 2017, p. 9).

O fato de existir um colchão de liquidez para o tesouro nacional outorga poder de barganha ao governo federal na hora de negociar a remuneração dos títulos no mercado primário (SERRANO E PIMENTEL, 2017), pois, mesmo que os *Dealers* – obrigados a lançar proposta (TEIXERA E BASTOS; 2019) – não realizem solicitações que estejam de acordo com o desejo do tesouro nacional, a autoridade federal possui ampla margem de recursos disponíveis para continuar efetuando suas políticas fiscais (SERRANO E PIMENTEL, 2017). Todavia, nada impede que os *Dealers*, com o intuito de não adquirirem papéis do governo (por motivos diversos) assumam, por um longo período, posições não desejáveis para o governo, ou seja, inviabilizem as transações de títulos públicos pelo tesouro. Neste caso, o tesouro nacional mantém os recursos da Conta Única como fonte de suprimento para seus dispêndios, e, mesmo sem a contra partida da venda dos papéis de dívida pública, geram, por meio da emissão de reservas, um contínuo aumento da base monetária, e, por tanto, da liquidez na economia (DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Ainda no que diz respeito às variações na liquidez, vale destacar que as oscilações (de curto ou longo prazo) da Conta Única do tesouro nacional brasileiro não são a única fonte que demandam a criação e destruição das reservas bancárias. O comportamento das divisas internacionais e – conforme evidenciado pelas obras de Pollin (1991), Lavoei (2006) e Ultremare (2017) – a vontade do

⁴¹ Déficit públicos não são a única razão que obriga o tesouro a emitir títulos, eles servem para refinanciamento de dívida e para operações específicas (como, por exemplo, resguardar o banco central). Todavia, para casos de déficit público, o mercado primário é a única instituição que recebe as ofertas do tesouro. (BC, 2015; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

⁴² Mercado secundário é aquele em que o banco central tem poder de transacionar títulos públicos com as instituições financeiras bancárias (via reservas). Ademais, esta proibição não acontece em todos os países do mundo. O Canadá e o Japão, por exemplo, aceitam a participação do seu banco central no mercado primário (CARVALHO et al., 2007; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

agentes econômicos em adquirir meios de pagamento (endogeneidade monetária) influenciam o estado de liquidez da economia (CARVALHO et al., 2007; DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017)

O mercado de reservas é a instância que todas as variações na quantidade e na distribuição de reservas bancárias se manifestam, seja através das transações entre as instituições financeiras bancárias (mercado interbancário) ou destas com a autoridade monetária⁴³ (DE REZENDE, 2009), de tal forma que, enquanto as trocas de reservas entre instituições bancárias representam mera troca na posse dos ativos, isto é, sem criação ou destruição de base monetária, todas as transações que envolvem o banco central promovem mudanças no quantum de reservas bancárias existentes no mercado (CARVALHO et al., 2007; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Ademais, com exceção das trocas oriundas de transferência de depósitos entre clientes de diferentes bancos (p.e DOC e TED) e dos pagamentos do tesouro para à sociedade, todas as negociações que compreendem reservas bancárias estão atreladas à uma remuneração (taxa de juros) e com lastro em papéis de dívida do governo federal (CARVALHO et al., 2007). Logo, dada a necessidade diária das instituições bancárias em alocar reservas – visto as determinações da autoridade monetária (e dos próprios agentes) quanto aos aportes de reservas em posse dos bancos⁴⁴ –, a taxa de juros cobrada nesse mercado de reserva é a taxa de juros básica de curto prazo da economia. No Brasil a taxa de juros básica de curto prazo é aquela que incide sobre o financiamento diário, com prazo de um dia útil⁴⁵ lastreado por títulos público registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic)(CARVALHO et. al, 2007; DE REZENDE, 2009; BONFIM, 2017; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

A taxa de juros de curto prazo da economia é a principal meta operacional utilizada pelo banco central para efetivar seus objetivos de política econômica – delimitados, no Brasil, pelo comitê de política monetária (COPOM) e, indiretamente, pelo governo central – não sendo possível à autoridade monetária instrumentalizar seus objetivos via controle da quantidade de meios de pagamento em circulação na economia (como desejava os quantitativistas) (CARVALHO et al., 2007; WRAY, 2015; RESENDE, 2017). Para designar

⁴³ Ainda que a conta única do tesouro nacional, os fluxos de divisa e, em parte, a demanda endógena de moeda influenciem no tamanho do volume de reservas, o banco central ainda é o canalizador das operações que formam a influência dessas variáveis no mercado de reservas (CARVALHO et al., 2007).

⁴⁴ Nesse sentido, entende-se os recursos compulsórios, impostos pela autoridade monetária, e enquanto os recursos voluntários, definido pelos bancos. Vale notar, também, que, tendo em vista a não remuneração das reservas em carteira do banco central (valido para os depósito à vista), as instituições com volumes excedentes (além do voluntário) adquirem um custo de oportunidade em não alocar esses ativos em processos remunerados (CARVALHO et al., 2007; DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017)

⁴⁵ No mesmo sentido, a taxa de juros de curto prazo pode ser chamada de taxa *overnight* (BONFIM, 2017)

que a taxa praticada no mercado de reservas seja igual à desejada para a condução da política monetária, o banco central exerce sua condição de emissor monopolista de reservas bancárias para fornecer, ou enxugar, a liquidez do mercado de reservas (CARVALHO et al., 2007; BC, 2018). Assim, baseando-se nas taxas de remuneração cobradas pelas instituições financeiras bancárias nas transações exercidas no mercado interbancário, a autoridade monetária realiza operações de compra (ou venda) de reservas bancárias junto aos bancos comerciais presentes neste mercado para equalizar as taxas de juros do interbancário com a orientada pela comissão de política monetária (SERRANO E PIMENTEL, 2017). Por sua vez, as referidas ações de compra e venda – realizadas tanto entre as próprias instituições financeiras bancárias como entre estas e o banco central – são chamadas de “operações compromissadas” (CARVALHO et al., 2007; DE REZENDE, 2009; BONFIM, 2017). Essas operações, sempre lastreadas em títulos públicos, são designadas através de um compromisso (via contrato) de recompra do ativo (neste caso a reserva) após determinado período de tempo – normalmente com curtíssima duração, sendo, em sua grande maioria, realizadas de um dia para o outro (*overnight*) (CARVALHO et al., 2007; SERRANO E PIMENTEL, 2017).

Em síntese, conjunturas econômicas que propiciem excesso de liquidez ao mercado de reservas – seja via saída líquida de haveres da Conta Única, a entrada de recursos externo e/ou a queda na demanda de moeda por parte do público – forcem o banco central, na hipótese de evitar uma queda na taxa de juros, a intervir no mercado comprando as reservas (vendendo títulos) das instituições financeiras bancárias. Por sua vez, no sentido oposto, ou seja, quando o cenário econômico sanciona uma menor presença de liquidez – podendo ser via acréscimos na demanda por meios de pagamento por parte do público, assimetrias no mercado interbancário, saída líquida de divisas e/ou saldos positivos na conta do tesouro nacional –, a autoridade monetária precisa fornecer liquidez ao mercado, isto é, vender reservas bancárias (comprando títulos) aos bancos comerciais na condição de evitar uma elevação na taxa de juros (CARVALHO et al., 2007; DE REZENDE, 2009; BONFIM; RESENDE; SERRANO E PIMENTEL, 2017). É importante destacar que os títulos usados como lastro nas operações compromissadas não podem ser emitidos pelo BACEN, cabendo apenas ao tesouro nacional esta tarefa (BC, 2015). Todavia, dois fatores condicionam o mercado de reservas a possuir o estoque de títulos necessários para efetuar as políticas monetárias do banco central: (1) Pelo menos desde 2008, a Constituição Federal do Brasil autoriza o aporte direto de títulos do tesouro ao Banco Central para fins exclusivamente de política monetária; (2) O mercado de reservas sempre dispõe de títulos públicos em suas carteiras, visto que a falta desse ativo acarreta em problemas de financiamento deste agente junto ao mercado de reservas como um

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

As descrições apresentas neste capítulo, elucidando o funcionamento das transações entre a autoridade monetária, o tesouro nacional e o mercado de reservas, evidenciam uma série de postulados que se diferem da visão convencional da ciência econômica (DE REZENDE, 2009; WRAY, 2015; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Em conformidade com as visões teóricas da TMM e do arcabouço intelectual que a forma – já apresentadas no início do capítulos – entende-se que: (a) Dada a relação do tesouro com o Banco Central (via Conta Única), o governo federal financia seus gastos através de emissão primária de moeda, atribuindo aos recursos oriundos de tributos e títulos públicos a função de destruição da liquidez na economia; (b) Enquanto único agente capaz de criar e destruir reservas, a autoridade monetária, logrando sua atuação ao mercado secundário, define, de forma exógena, a taxa de juros básica de curto prazo da economia; e (c) conhecidas as atribuições (a) e (b), a impossibilidade – a não ser por escolha meramente arbitrária dos *policy makers* – de um *default*⁴⁶ da dívida pública denominada na moeda soberana do país, ou seja: o risco zero de falência do governo central em termos da respectiva moeda nacional (DE REZENDE, 2009; SERRANO E PIMENTEL, 2017). No que diz respeito a situação (c), a compilação de dados da UNCTAD (2019) sobre o endividamento públicos dos Estados nacionais vai no mesmo sentido da impossibilidade de *default*, evidenciando os diferentes graus de endividamento em moeda corrente dos países soberanos sem que houvesse a paralização destes por falta de recursos.

⁴⁶ Calote.

5. CRÍTICAS E LIMITAÇÕES À PRÁTICA MONETÁRIA MODERNA

A Teoria Monetária Moderna é, reconhecidamente, um pensamento econômico que se encontra à margem das visões consolidadas no *mainstream*, e mesmo no campo heterodoxo, seus postulados enfrentam grande resistência teórica de boa parte dos grupos intelectuais (LAVOEI, 2006; WRAY, 2015; VERGNHANINNI, 2017; RESENDE, 2019). Em geral, as críticas à Teoria Monetária Moderna, tanto por parte da ortodoxia quanto da heterodoxia, adentram suas indagações em todas as pautas possíveis acerca da academia econômica, cobrindo desde as premissas analíticas da TMM – que compreendem a economia política e o método científico – até sua aplicabilidade em termos políticos e sociais (LAVOEI, 2006; WRAY, 2013; 2015; VERGNHANINNI, 2017). Ainda que parte das críticas à TMM sejam pouco embasadas e, por vezes, desconexas com as promulgações da teoria em questão, é importante apresentar e versar sobre as abordagens críticas à TMM para fim de avanço construtivo da teoria no seu objetivo de promover o avanço socioeconômico dos países, sobretudo na desconstrução de mitos que gravitam a TMM. Não obstante as críticas, ao buscar entender a abordagem monetária moderna como um caminho de superação dos dilemas sociais e econômicos atuais, se faz necessário compreender os limites que o receituário da TMM enfrenta, sobretudo nos países periféricos.

Seguindo as críticas e ponderações apresentadas em Vergnhanini (2017), Wray (2013; 2015), Resende (2019) e Bastos e Teixeira (2019), este capítulo busca jogar luz a dois grandes pontos de crítica à Teoria Monetária Moderna: (i) a sua suposta negligência quanto as alterações nos níveis de preços da economia; (ii) a ideia na qual os seus postulados não cobrem países de moeda periférica, isto é, aqueles em que a moeda nacional não exerce plenamente suas funções (unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor) no plano internacional – que, em sua esmagadora maioria, correspondem a países em desenvolvimento ou subdesenvolvidos (CARNEIRO, 2008; WRAY, 2015; VERGNHANINI, 2017).

Embora este capítulo busque versar com maior profundidade os pontos (i) e (ii), é indispensável apresentar algumas ponderações que tratam de um conjunto mais amplo de críticas promovidas à Teoria Monetária Moderna, as quais, como destacado anteriormente, podem ser encontradas tanto nas questões analíticas (metodológicas) quanto na sua aplicabilidade política e social (TYMOIGNE, WRAY, 2013). Ao que compete as reflexões de cunho metodológico, parte considerável das críticas à análise teórica da Teoria Monetária Moderna partem de um debate mais vasto do que aquele direcionado à própria teoria em

questão, isto é, ainda que atinjam a TMM, recaem para demais vertentes de pensamentos econômicos. Nesse sentido, ao entender a abordagem monetária moderna como um pensamento econômico heterodoxo – categorização elucidada por Lavoie (2006) e Wray (2015) –, grande parte dos contrapontos apresentados aos formuladores intelectuais da Teoria Monetária Moderna são fruto do próprio antagonismo metodológico da heterodoxia e ortodoxia como um todo (LAVOEI, 2006). Em Lavoie (2006) destacam-se os princípios analíticos que protagonizam a discórdia entre a ortodoxia e a heterodoxia (e, por consequência, com a Teoria Monetária Moderna), os quais incidem, ao que concerne à ortodoxia, em “um instrumentalismo epistemológico, um individualismo metodológico, uma racionalidade substantiva e transações baseadas na escassez de produtos” (LAVOEI, 2006, p. 7), e, por sua vez, na heterodoxia no “realismo, no organicismo (holismo), na racionalidade processual e na economia de produção” (LAVOEI, 2006, p. 7). Desta feita, em síntese, é possível identificar que parte das críticas à abordagem monetária moderna é realizada pela vertente ortodoxa, a qual se debruça sobre os princípio da demanda efetiva (intervenção governamental), da falácia da composição e no papel da dinâmica histórica para a determinação do comportamento econômico vigente (LAVOEI, 2006; WRAY, 2015).

No que se refere à aplicabilidade política e social do receituário da Teoria Monetária Moderna, não estão em análise nesse trabalho os instrumentos de pressão políticas que a população possui para influenciar as decisões dos *policy makers*, nem a viabilidade, seguindo a lógica kaleckiana, de controle do déficit público por parte dos capitalistas para evitar perdas dos privilégio de classes no modo de produção vigente (LAVOEI, 2006). Todavia, busca-se destacar que a existência de restrições arbitrárias aos gastos públicos⁴⁷ – assim como de limitações explícitas ao nível de endividamento estatal – não negam *per se* a validade das premissas da Teoria Monetária Moderna, pois, qualquer delimitação criada por agentes políticos ao orçamento de um estado soberano é um passo institucional além da própria capacidade dessa autoridade central em emitir a moeda nacional e controlar a taxa de juros de forma exógena (DE REZENDE, 2009; WRAY, 2013; 2015; SERRANO E PIMENTEL, 2017). Por tanto, deve-se entender qualquer decisão políticas em restringir as capacidades naturais do Estado soberano como uma resposta à variáveis econômicas que fogem da lógica impetrada em grande parte da mídia e de discursos políticos, que impõem (por desconhecimento ou não) o governo central emissor de moeda nacional como um ente similar a aqueles com orçamentos privados (por exemplo, famílias) (SERRANO E PIMENTEL, 2017).

⁴⁷ No caso brasileiro, como visto pela proposta de emenda à constituição que determinou um teto de gastos públicos referentes ao governo federal (ANDRETTA, 2019).

Nesse sentido, as críticas à Teoria Monetária Moderna – mesmo daqueles que se opõem de forma menos antagônica à teoria em questão e os quais se colocam no extremo oposto intelectual da mesma – se voltam, principalmente para os pontos (i) e (ii) citados anteriormente.

6.1 INFLAÇÃO

De acordo com a visão convencional da ciência econômica – ainda que com algumas discordâncias quanto ao prazo – as duas formas que o governo central possui para financiar os seus déficits em moeda nacional (emissão monetária e venda de títulos públicos) geram efeitos (hiper) inflacionários na economia (WRAY, 2015; RESENDE; VERGANHANINI, 2017). Resende (2017) aponta que este entendimento sobre a causalidade da inflação carrega (em alguns casos de forma velada) as mesmas premissas teóricas do quantitativismo (TQM), isto é, o aumento do nível dos preços é uma resposta – a depender da abordagem econômica, por diferentes canais de transmissão – das alterações monetárias oriundas de intervenções estatais. Por esta lógica, os teóricos que derivam da visão quantitativista atribuem à Teoria Monetária Moderna uma suposta negligência de seus postulados e proposições com relação ao comportamento inflacionário, assumindo que a manutenção da demanda agregada pela via teórica da abordagem monetária moderna impõe à sociedade uma convivência nefasta com seguidas alterações nos níveis de preços dos produtos da economia, podendo, no limite, chegar a uma situação de hiperinflação (WRAY, 2015; VERGANHANINI, 2017; RESENDE, 2019). A visão quantitativista em questão tem enfrentado problemas de nexos com a realidade, de forma que, pelo menos nas últimas décadas (mesmo antes da política do *Quantitative Easy*), uma série de estudos empíricos evidenciam a não causalidade entre a emissão monetária e a inflação, embora atribuam certa correlação entre as variáveis (GRAUWE, POLAN, 2005; WRAY, 2015; RESENDE, 2017; 2019).

Por sua vez, a Teoria Monetária Moderna compreende a (hiper) inflação como um fenômeno estrutural das economias capitalistas, de modo que as razões para as alterações nos níveis de preços derivam de razões políticas e produtiva, as quais podem se diferenciar entre os países (WRAY, 2015). De forma geral (dado que nosso objeto não procura detalhar o histórico inflacionário de cada país), os vetores estruturais que condicionam um processo inflacionário se encontram, principalmente, sobre quatro causalidades: (1) o descompasso

produtivo entre setores econômicos, sobretudo o setor de bens (manufatura e agricultura) com o de serviços, de modo que, mesmo no crescimento da produtividade do setor de bens, os trabalhadores de ambos setores adquirem uma similaridade salarial – desta feita, forçando uma competição por parcelas do produto nacional para manter determinados padrões de vida; (2) a estrutura de mercado do país, isto é, o grau de concorrência (monopólios e oligopólios), ao passo que quanto mais concentrado é o mercado, maior é a tendência de alterações nos níveis de preços; (3) as situações de crise cambiais, que, por sua vez, alteram os preços relativos e, no limite, a oferta de bens; (4) a paz social na nação, ou seja, se a sociedade em questão está imersa em uma guerra, uma convulsão social ou derivados destas – sendo esta perspectiva voltada, principalmente, para as raras situações de hiperinflação (WRAY, 2015). Todavia, é importante ressaltar que a depender do autor, os pontos (1), (2), (3) e (4) não são as únicas explicações da Teoria Monetária Moderna para um processo inflacionário. Como destacou Resende (2019), as expectativas inflacionárias (ancoradas, de certo modo, arbitrariamente) e o excesso de demanda em setores chaves da economia podem desencadear um aumento nos níveis de preços.

A Teoria Monetária Moderna não é apenas uma descrição do funcionamento da taxa de juros e do financiamento governamental, mas é, também, um pensamento econômico que busca a manutenção do pleno emprego (WRAY, 2015; RESENDE, 2019). Nesse sentido, Wray (2015) defende que as políticas anti-inflacionárias – nem sempre necessárias, vistos que algum grau de inflação é benéfico – não devem fomentar o desemprego (austeridade típica do modelo quantitativista), visto o alto custo social proveniente deste tipo de política econômica. Deste modo, uma saída para contornar o aumento de preços sem produzir maiores danos sociais deve ser realizado através de políticas econômicas de longo prazo – industriais e distributivas para os casos (2) e (3) – e por meio de um programa garantidor de empregos que balizasse, tanto nos períodos pró-cíclicos como nos anticíclicos, o mercado de trabalho (via salários) (WRAY, 2015).

Em síntese, a concepção teórica dos autores da abordagem monetária moderna acerca da inflação possui maior conexão com à realidade econômica dos países do que aqueles postulados quantitativistas e derivados – afirmação com vasta evidência empírica (GRAUWE, POLAN, 2005; RESENDE, 2017; 2019; SOLOW, 2018) – principalmente por entender que os fenômenos econômicos são criaturas complexas que envolvem uma gama de aspectos institucionais e políticos (WRAY, 2015). Nesse sentido, nota-se que a visão teórica negligente com as possíveis alterações no nível de preços é aquela que se sustenta sobre os pilares

intelectuais não-empíricos do quantitativismo, o que, por óbvio, não inclui a Teoria Monetária Moderna (WRAY, 2015).

6.2 PAÍSES DE MOEDA PERIFÉRICAS

Ao que diz respeito às moedas periféricas, as quais não cumprem a totalidade de suas funções (reserva de valor, meio de troca e unidade de conta) no plano internacional (CARNEIRO, 2008), o debate sobre o tratamento conceitual da Teoria Monetária Moderna acerca desta conversibilidade monetária restrita incide, em grande medida, na capacidade dos países categorizados como “em desenvolvimento” e “subdesenvolvidos” de exercer domesticamente a plena capacidade de um Estado soberano em moeda nacional, isto é, utilizar os instrumentos fiscais (dívida pública) e monetários (taxa de juros) para a manutenção da demanda agregada no pleno emprego (WRAY, 2013; 2015; VERGANHINI, 2017). Nesse sentido, a discussão em torno da aplicabilidade do receituário monetário moderno para esses grupos de países recai na estrutura dos seus balanço de pagamento, ou seja – em virtude da sua fraca posição na hierarquia internacional de moeda – na dependência de divisas externas para concretizar as transações econômicas demandadas pela sociedade com o resto do mundo (CARNEIRO, 2008; WRAY, 2015; VERGANHINI, 2017).

Embora a literatura proveniente da Teoria Monetária Moderna enfoque a maior parte da sua atenção no funcionamento da moeda e da taxa de juros básica interna dos países, é inegável que o setor externo não fugiu aos olhos dos teóricos da abordagem em questão (WRAY, 2013; 2015; VERGANHINI, 2017). Ao analisar a obra de Wray (2015) como o manual referencial da TMM (RESENDE, 2019), é possível identificar a existência um modelo econômico estruturado para o setor externo, ainda que este seja passível de críticas mesmo por autores que compartilham a visão do processo econômico através dos postulados da Teoria Monetária Moderna (VERGANHINI, 2017). Partindo do pressuposto da existência de um *trilemma*⁴⁸ econômico, o modelo de Wray (2015) indica que os países soberanos, a fim de manter sua política doméstica independente, isto é, promover sua plena capacidade econômica como agente monopolista na emissão de reservas, devem escolher entre: (a) uma taxa de câmbio flexível com controle de capitais; ou (b) um câmbio fixo, porém com a livre mobilidade de capitais. Ainda sobre esta perspectiva, o autor destaca que entre a situação (a) e (b), a melhor abordagem de política econômica para maximizar os efeitos socioeconômicos

⁴⁸ A impossibilidade de, ao mesmo tempo, o país exercer uma taxa de câmbio fixa, a livre circulação de capitais e uma política monetária independente.

do receituário teórico da Teoria Monetária Moderna – manutenção da demanda agregada via políticas fiscais e de pleno emprego – é aquela que promove uma taxa de câmbio flexível com controle de capitais (a), uma vez que a não determinação arbitrária do preço cambial e a expedição de regras para os fluxos de capitais impedem, respectivamente, que os gastos estatais sejam limitados pelo estoque de reservas cambiais e que o sistema financeiro nacional fique exposto a maiores instabilidades econômicas (WRAY, 2015). Independentemente do grupo em que o país está colocado (“desenvolvido”, “em desenvolvimento” ou “subdesenvolvido”), o manual de Wray defende, em geral, a mesma política externa ótima, ou seja, que a situação de câmbio flutuante (livre) com controle de capitais seja adotada pelas respectivas nações (WRAY, 2015; VERGANHINI, 2017). Nesse sentido, os países de moeda periférica – por definição, os “não-desenvolvidos” – mesmo em processos econômicos de substituição de importações devem seguir, além do receituário fiscal doméstico da Teoria Monetária Moderna (por exemplo, programas garantidores de emprego e investimentos produtivos estatais), uma linha liberal no mercado cambial e intervencionista no fluxo de capitais (FROYEN, 2012; WRAY, 2015; VERGANHANI, 2017).

Para o caso dos países soberanos onde a moeda nacional está na periferia do sistema monetário internacional (“não-desenvolvidos”), uma série de ponderações críticas à abordagem apresentadas por Wray (2015) estão presentes na literatura econômica heterodoxa, inclusive através de teóricos simpatizantes da própria Teoria Monetária Moderna (WRAY, 2013; VERGNHANINI, 2017). Especificamente em Vergnhanini (2017), o autor – utilizando-se do arcabouço heterodoxo – destaca que ao apresentar as propostas (a) e (b) para a promoção das políticas fiscais amplas desejadas pelo Estado soberano, Wray (2015) não equaciona dois aspectos importantes acerca do mercado monetário internacional: a fraca funcionalidade das moedas periféricas no plano das transações internacionais, que, por sua vez, restringe a capacidade do país em adquirir os bens e serviços necessários para a manutenção do seu desenvolvimento – tendo em vista que as economias nacionais capitalistas não são autossuficientes em todos seus produtos disponíveis; e o prêmio de liquidez pago por países periféricos para manter determinado fluxo de divisas via mercado financeiro. No primeiro caso, Vergnhanini (2017) afirma que:

Quando economias abertas são consideradas, existem diversas dificuldades impostas pelo mercado internacional. Uma depreciação cambial deve ser evitada caso o país necessite obter bens e serviços que não estão disponíveis em moeda nacional, se possui dívidas denominadas em moeda estrangeira, ou para evitar processos inflacionários (VERGNHANINI, 2017, p. 28).

Não obstante as ponderações citadas em Vergnhanini (2017) sobre as questões cambiais, destaca-se, ainda nesse sentido, as análises históricas e empíricas de Amsden (2001) acerca da importância dos preços relativos para o desenvolvimento de diferentes países (a depender de sua estrutura produtiva e social), inclusive sem a necessidade de adotar regimes de livre circulação de capitais ou com significativas perdas de autonomia financeira – indo ao encontro do *trilemma* assumido por Wray (2015). Já no que diz respeito ao segundo caso (prêmio de liquidez), Vergnhanini (2017) destaca que os países de moeda com baixa representação hierárquica monetária internacional:

São obrigados a determinar as suas taxas de juros básicas em um nível mais alto para compensar a relativa iliquidez de suas moedas domésticas (VERGANHANINI, 2017, p. 28).

Ou seja, para obter determinado fluxo de divisas internacional via sistema financeiro, os estados soberanos na moeda nacional cedem parte da sua capacidade de determinação da taxa de juros – ainda que instrumentalmente a taxa de juros seja condicionada de forma exógena pela autoridade monetária – de tal forma que esse prêmio de liquidez se torna uma função da posição hierárquica da moeda nacional no plano internacional e da necessidade econômica de divisas para a condução da política econômica determinada pelos *policy makers* (WRAY, 2015;VERGANHANINI, 2017).

Em suma, a aceitação dos postulados da Teoria Monetária Moderna sobre a ilimitada capacidade dos Estados soberanos em prover os meios de pagamentos domésticos e, desta feita, determinar exogenamente a taxa de juros básica, não implica em uma contradição com as pautas heterodoxas apresentadas nas obras de Vergnhanini (2017) e Amsden (2001), pois estas indicam que a estrutura da balança de pagamentos e do sistema financeiro internacional impõe às nações soberanas limites para suas políticas econômicas domésticas, que, por sua vez, não derivam, necessariamente, da estrutura institucional interna que garante ao estado seu poder soberano na moeda doméstica, mas de uma superestrutura monetária internacional e de caráter estrutural histórico, que, por sua vez, limita o grau de soberania destas nações. Todavia, a ideia de análise do setor externo através de um *trilemma* econômico pode, de fato, ir de encontro a experiência histórica e empírica dos países “não-desenvolvidos” e, deste modo, obriga os formuladores teóricos da abordagem monetária moderna – via arcabouço heterodoxo – a se voltarem para a posição dos países em questão frente à lógica econômica e institucional global (VERGANHANINI, 2017).

6. CONCLUSÃO

A fim de estabelecer a Teoria Monetária Moderna como um modelo intelectual central para a superação dos dilemas sociais que atingem a espécie humana, emergência global, desigualdade social crescente, baixo crescimento econômico e pouco nexo entre teoria econômica convencional e a realidade, ao longo deste extenso trabalho foram apresentadas as várias interpretações sobre a formação e a circulação da moeda foram traçadas como o fio condutor na história das ideias econômicas, dando devida atenção à TMM e seus componentes teóricos e conceituais; a descrição acerca da operacionalização entre autoridade monetária e tesouro nacional na condução das políticas econômicas; e a elucidação das críticas e dos limites da abordagem monetária moderna, que, por sua vez, é crucial para desmistificar e entender a forma de atuação do receituário da TMM em economias periféricas e, no limite, desenvolvidas.

Imprescindível para a economia monetária de produção, em nenhum outro momento da história humana conhecida, a moeda foi tão central para a reprodução do modo de produção vigente na sociedade, ou seja, para a alocação do produto do trabalho social humano entre os vários setores da sociedade. Nesse sentido, o entendimento sobre este constructo psicológico, tanto historicamente quanto processualmente, é primordial para a elaboração dos diversos modelos econômicos existentes e, por consequência, é um ponto de partida destas abstrações instrumentais para uma efetiva aderência à realidade estudada (KEYNES, 1936; WRAY, 1998; 2015; RESENDE, 2017). Ainda que a formação histórica da moeda evidencie o contrário, a ideologia da moeda-mercadoria dominou o consenso econômico. Em consequência deste fraco embasamento histórico, os modelos do *mainstream* derivados de tal perspectiva – mesmo que presentes entre diferentes ramificações de pensamento econômico – apresentam sérias limitações empíricas, que, por sua vez, resulta, direta ou indiretamente, em políticas econômicas com baixa capacidade de promover o adequado (com base na ociosidade produtiva e na estrutura social na respectiva sociedade) crescimento da demanda agregada e o desenvolvimento de longo prazo da economia (WRAY, 2015; RESENDE, 2017; 2019).

A respectiva incapacidade dos modelos presentes no *mainstream* – e, por vezes, em decorrência direta do uso prévio do seu receituário econômico – levou, em momentos históricos e em países específicos, ao abandono dos seus instrumentais como padrão de desenvolvimento e crescimento econômico. Nesse sentido, ao que compete aos países que adotaram o modo de produção capitalista às décadas logo após a crise de 1929, os projetos de desenvolvimento industrial de determinados países periféricos e a era de ouro do capitalismo

pós-guerras mundiais são exemplos de abordagens econômicas para além da visão estéril da moeda-mercadoria e seus derivados. Embora colocadas por convulsões e demandas sociais diversas, essas rupturas com o pensamento dominante quantitativista foram necessárias para manter, em determinado nível, a paz social (por exemplo, a reconstrução dos países europeus após as duas grandes guerras). Com a estagflação na década de 1970 (depois de um longo período de domínio keynesiano) se observou, partindo da contrarrevolução monetarista até, pelo menos, a crise do subprime em 2008, o retorno das visões fruto da ideologia quantitativistas – nesse caso, do Monetarismo até o Novo Consenso Macroeconômico – ao domínio do entendimento comum da ciência econômica (HOBSBAWM, 1994; WRAY, 2015; RESENDE, 2017).

O desencadeamento da crise financeira mundial do subprime (2008) ressaltou o evidente distanciamento do consenso macroeconômico com a realidade que vem ganhando força na academia e no cenário político internacional (ROMER, 2016; RESENDE, 2017; 2019). Nesse sentido, inúmeras teorias – não, necessariamente, novas – acerca do funcionamento do sistema capitalista moderno (re)surgiram como um caminho mais fidedigno com relação à real estrutura do modo de produção (DE CARVALHO, 2007; WRAY, 2015; RESENDE, 2017). Não obstante as consequências (em parte, ainda vigentes) da última crise econômica, o iminente colapso ambiental – assim como o alto custo social e econômico demandado para conter seu avanço (UNCTAD, 2019) – e as agendas de desenvolvimento produtivo dos países impõem uma ruptura com as visões disfuncionais da moeda – e, por sua vez, do gasto público.

Na busca por uma abordagem econômica capaz de apresentar a real funcionalidade da economia capitalista moderna e responder aos desafios econômicos e sociais que permeiam o século XXI, a Teoria Monetária Moderna se mostra, em acordo com a hipótese inicial deste trabalho, como uma aglutinadora de conceitos e evidências históricas e econômicas que – mesmo com certas discordâncias internas quanto ao do setor externo – respondem aos anseios acadêmicos e sociais do presente momento histórico. Em acordo com as vastas evidências históricas e antropológicas, a Teoria Monetária Moderna reconhece a moeda como uma criatura do Estado, sendo este ente social o emissor primário da unidade de conta e garantidor – via tributos – do seu uso nas transações comerciais dentro do território sob a tutela do respectivo Estado. A partir dessa perspectiva e somando-a às análises sobre a dinâmica entre a demanda por moeda do público, as instituições financeiras bancárias, as autoridades monetárias e os tesouros nacionais, a Teoria Monetária Moderna define: (i) Salvo em decisões políticas arbitrárias, a impossibilidade de haver escassez de moeda nacional para Estado

soberano; (ii) Ainda que a decisão sobre a taxa de juros básica seja definida de forma exógena, um ação passiva, a fim de manter o patamar da taxa de juros no estipulado pela autoridade monetária, dos banco centrais frente as alterações (via tesouro ou demanda do público) no mercado de reservas; (iii) a indissociabilidade entre a política fiscal (gasto, tributo e emissão de títulos) com a política monetária (manutenção da taxa de juros); (iv) a política monetária como estabilizadora do mercado financeiro e, em virtude da demanda por moeda ser uma função da preferência do público e dos gastos do tesouro, pouco eficiente na determinação da demanda agregada; e em com a congruência dos elementos anteriores (v) o entendimento sobre o qual política fiscal é o principal meio econômico para a manutenção – seja expansionista ou contracionista – da demanda agregada, tanto no curto quanto para o longo prazo (isto é, via endividamento público). Ainda no que diz respeito à Teoria Monetária Moderna, é importante destacar que a abordagem teórica em questão permite deduzir que uma eventual desistência na manutenção da moeda nacional sobre a tutela do Estado implica na transmissão da soberania no desenvolvimento econômico e social desta sociedade para terceiros, sendo, desta forma, contraproducente a adesão em acordo multilaterais que promulguem uma unidade de conta comum entre diversas nações – sobretudo para aqueles países que por ventura venham a ser os economicamente mais fracos – e a introdução de um processo de dolarização prolongado no seu sistema econômico (WRAY, 2015; VERGNHANINI, 2017).

Ao longo da construção deste trabalho, a apresentação do forte embasamento teórico e empírico da TMM evidencia a capacidade que a teoria possui em assumir o protagonismo político para a condução dos desafios do tempo presente, mesmo que sobre a perspectiva do modo de produção vigente. Nesse sentido, nota-se que a grande dificuldade da TMM não está nos seus postulados, mas na aceitação desse por aqueles que promovem falsas analogias e análises nos seus postulados teóricos. Em um estudo proposto por Javdani e Chang (2019), os autores evidenciaram a tendência dos economistas, sobretudo do *mainstream*, em restringir suas análises e seus entendimentos sobre as variáveis econômicas aos trabalhos que fazem coro à escola do pensamento econômico em que o próprio autor está inserido, ao passo que, a partir deste fenômeno, criam-se barreiras na academia econômica – e, por consequência, na visão política geral – que impedem o avanço da ciência econômica em sua aderência às realidades socioeconômicas dos países e do mundo. Nesse sentido, os desafios que o século XXI apresentam – os quais a Teoria Monetária Moderna postula responder – como a crise climática, o aumento da desigualdade social, o baixo crescimento econômico e a iminente extinção empírica dos preceitos derivados do quantitativismo (RESENDE, 2017;

ACEMOGLU; UNTAC; 2019), demandam das classes políticas e acadêmicas oriundas do *mainstream* a superação de suas restrições analíticas. Desta feita, a promoção do desenvolvimento econômico aos moldes necessários para a manutenção da estabilidade social e da própria existência humana devem ser o norte daqueles que se dedicam a estudar os fenômenos históricos e econômicos, ainda que isso lhes custe abandonar as premissas que permeiam seu imaginário intelectual.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACEMOGLU, Daron. It's good jobs, stupid. **Economics for Inclusive Prosperity (ECONFIP)**, jun. 2019.

AGGIO, Gustavo de Oliveira; DA ROCHA, Marco Antônio. Dois momentos para a teoria Cartalista: De Knapp a Goodhart. **Revista EconomiA**, Niterói, v.10, n. 1, p.153-168, jan. 2009.

AMSDEN, Alice H. **The Rise of “the rest”**: Challenges to the west from late-industrializing economies. New York: Oxford University Press, 2001.

ANDRETTA, Felipe. O que é o teto de gastos, como é definido e por que causa tanta polêmica. In: OUL. São Paulo, 05 set. 2019. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2019/09/05/teto-de-gastos-constituicao-calculo-limite-gastos-publicos.htm>>. Acesso em: 20 out. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Gestão da dívida mobiliária, operações de mercado aberto e swap cambial**. Brasília: Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais, 2015. (Série: Perguntas mais frequentes).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Gestão – 2018**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019.

BLANCHARD, Oliver. Public Debt: Fiscal and welfare costs in a time of low interest rates. **Peterson Institute for International Economics**, Washington, fev. 2019. Disponível em: <<https://piie.com/publications/working-papers/public-debt-and-low-interest-rates>>. Acesso em: 25 abr. 2019.

BONFIM, Vinícius Oliveira Faria. **A demanda por operações compromissadas do BCB como substitutas quase-perfeitas ou em preferência aos títulos públicos**. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2017.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização e inconversibilidade monetária. **Revista de Economia Política**, vol. 28, n. 4, p 539-556, out. 2008.

CARVALHO, et al. **Economia monetária e financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CHANG, Ha-Joon; JAVDANI, Mohsen. Who said or what said? Estimating ideological bias in views among economists. **SSRN Eletronic Journal**, jul. 2019. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3356309>. Acesso em: 5 nov. 2019.

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

FERRARI-FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. **Arestis and Sawyer’s criticism on the New Consensus Macroeconomics**: Some issues related to emerging countries. In: FONTAGA, G.; McCOMBIE, J.; SAWYER, M.; Macroeconomics, finance and money: Essays in honors of Philip Arestis. Houndmills: Palgrave Macmillan, 2010.

FILHO, Ernani Teixeira Torres. A moeda em Minsky e o atual sistema monetário globalizado americano. **Textos para discussão (UFRJ)**, Rio de Janeiro, v. 12, mai. 2019. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/index.php/publicacoes/textos-para-discussao>>. Acesso em: 25 abr. 2019.

FRIEDMAN, Lisa. What is the Green New Deal: A climate proposal, Explained. **New York Times**, New York, 21 Feb. 2019. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2019/02/21/climate/green-new-deal-questions-answers.html>>. Acesso em: 10 de jun. 2019.

FROYEN, Richard T. **Macroeconomia: teorias e aplicações**. São Paulo: Saraiva, 2013.

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

GRAUWE, Paul de; POLAN, Magdalena. Is inflation Always and everywhere a monetary phenomenon? **The Scandinavian Journal of Economics**, vol. 105, n. 2, 239-259, 2005.

HARARI, Yuval Noah. **Sapiens: Uma breve história da humanidade**. Porto Alegre: L&PM, 2016.

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

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

KALDOR, Nicholas. The New Monetarism. **Lloyds Bank Review**. London, v. 97, n. 1, p.18, mar. 1970.

MARX, Karl. **O capital: Crítica da economia política – Livro I**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1867.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultura, 1936.

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

KRUGMAN, Paul. Running on MMT: Trying to get this debate beyond Calvinball. **New York Times**, New York, 25 Feb. 2019. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2019/02/25/opinion/running-on-mmt-wonkish.html>>. Acesso em: 10 de Jun. 2019a.

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-finance-wonkish.html>>. Acesso em: 10 de Jun. 2019b.

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

MENGER, Carl. On the origin of money. **Economic Journal**, London, v.2, n.6, p.239-255, jun. 1892.

MITCHELL, William; WRAY, L. Randall; WATTS, Martin. **Modern Monetary Theory and practice**: An introductory text. Seattle: Amazon Company, 2016.

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

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

PALLEY, Thomas L. Horizontalists, Verticalists and Structuralists: The theory of endogenous money reassessed. **Macroeconomic Policy Institute**, Washington, Jun, 2013.

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

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

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

PRADO, Eleutério F. S. Kalecki: Entre Marx e Keynes. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, Niterói, v. 44, jun. 2016.

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

RESENDE, André Lara. Consenso e contrassenso: Déficit, dívida e previdência. **Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças (IEPE/CdG)**, Rio de Janeiro, v. 47, fev. 2019. Disponível em: <<http://iepecdg.com.br/publicacoes-e-leituras/#tab-2>>. Acesso em: 20 abr. 2019.

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

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

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.

SOLOW, Robert. A theory is a sometime thing. **Review of Keynesian Economics**, v. 6, n. 4, p. 421-424, out. 2018.

SORKIN, Andrew Ross. Socialist! Capitalist! Economic Systems as Weapons in a War of Words. **New York Times**, New York, 19 abr. 2019.

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

TESOURO NACIONAL. **Dealers**. Brasília, DF, 2019. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/dealers>>. Acesso em: 10 out. 2019.

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

TYMOIGNE, Éric; WRAY, Randall. Modern Money Theory 101: Reply to critics. **Levy Economics Institute working paper**, vol. 778, nov. 2013.

ULTREMARE, Fernanda Oliveira. **A endogeneidade da oferta de moeda no Brasil: A criação de moeda de créditos após a adoção do regime de metas de inflação**. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2017.

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

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

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

WRAY, L. Randall. **Trabalho e Moeda hoje: A chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços**. Rio de Janeiro: Editoria UFRJ, 1998.