

INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

HUGO DIAS NONATO

**A TEORIA MONETÁRIA MODERNA E SUA POSSIBILIDADE DE
APLICAÇÃO EM PAÍSES PERIFÉRICOS**

Orientador: Marcelo Sartorio Loural

Uberlândia

2023

INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

HUGO DIAS NONATO

**A TEORIA MONETÁRIA MODERNA E SUA POSSIBILIDADE DE
APLICAÇÃO EM PAÍSES PERIFÉRICOS**

Monografia apresentada ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Marcelo Sartorio Loural

Uberlândia

2023

HUGO DIAS NONATO

**A TEORIA MONETÁRIA MODERNA E SUA POSSIBILIDADE DE
APLICAÇÃO EM PAÍSES PERIFÉRICOS**

Monografia apresentada ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Marcelo Sartorio Loural

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 29 de junho de 2023.

Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loural
(Orientador - IERI/UFU)

Prof. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz
(Examinadora – IERI/UFU)

Prof. Dr. Aderbal de Oliveira Damasceno
(Examinador – IERI/UFU)

AGRADECIMENTOS

Pra chegar até aqui, tive uma caminhada longa e com pausas. Precisei tirar forças de mim mesmo e receber o apoio da família.

Tenho que agradecer a Deus primeiramente, pela sua paz que traz pra minha vida. Meus pais que mantiveram o apoio nos momentos mais difíceis do curso. E ao meu irmão, servindo de exemplo de uma pessoa centrada e esforçada.

Minha vida de estudos não seria a mesma se eu não tivesse tomado a decisão de ler livros aos 16 anos. Graças ao meu amigo Pedro, recebi os seus livros emprestados e fiz a leitura de todos eles, aprendendo a criar hábitos de leitura, vida saudável e desenvolvimento pessoal.

Na faculdade eu posso dizer que sou grato aos meus colegas pelos vários momentos de diversão e descontração. Percebo o quão importante manter o equilíbrio, contrabalançando uma vida de estudos com a diversão e brincadeiras.

E, por fim, Agradeço meu orientador, Marcelo Loural, pelas dicas e recomendações e por estar percebendo o meu processo com a construção desta monografia.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo descrever a Teoria Monetária Moderna – Modern Money Theory (MMT), partindo de suas bases teóricas na visão cartalista da moeda e na teoria das finanças funcionais, bem como suas implicações de política econômica e limites. A pesquisa foi feita com base na revisão da literatura sobre o tema, em busca de consolidar a visão de diferentes autores, inclusive na perspectiva crítica a essa abordagem. Conclui-se que os limites apresentados pela MMT tornam suas implicações de política pouco adequadas para uma economia como a brasileira, cuja moeda é não-conversível no plano internacional.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
Capítulo 1 – Moeda e Finanças Funcionais	10
1.1 Moeda e a visão Cartalista	10
1.2 Finanças Funcionais.....	12
Capítulo 2 – Caracterização da Teoria Monetária Moderna (MMT).....	21
2.1. Contas nacionais e o gasto público	21
2.2. Quantitative Easing.....	28
2.3 Recomendações de política da MMT – o Estado como empregador em última instância	33
Capítulo 3 – Os limites da MMT	38
3.1. Restrição externa.....	38
3.2. Moeda e hierarquia monetária	41
3.3 . Solvência Governamental	47
CONSIDERAÇÕES FINAIS	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	55

INTRODUÇÃO

Após a crise de 2008, a desconfiança nas ideias do consenso macroeconômico dominante, que destoam da realidade, reabre o debate econômico para teorias econômicas alternativas. Neste momento, surge a oportunidade para outras teorias, mesmo que não sejam completamente novas, se apresentarem como alternativas que possam oferecer uma compreensão mais adequada da realidade, ao invés de serem modelos complexos que não têm utilidade na previsão e no ajuste dos problemas econômicos que se manifestam durante os ciclos econômicos. A política de *quantitative easing*, com a ampliação da base monetária em pelo menos 10 vezes pelo Bancos Centrais não ter causado inflação nos 10 anos seguintes criaram uma oportunidade para a difusão e explicação da economia por uma teoria alternativa. Os problemas atuais, como o baixo crescimento econômico, o desemprego, o colapso ambiental, a pobreza, a desigualdade social e a saúde universal, são abordados e têm propostas para solucioná-los em uma teoria econômica heterodoxa chamada Teoria Monetária Moderna ou Modern Monetary Theory. (MMT) (PAHIM, 2019; RESENDE, 2017; 2020).

Para situar, o Brasil está seguindo um caminho contrário ao que a teoria considera ideal para um país. Podemos citar, por exemplo, o estabelecimento em 1999 de que o governo precisa ter metas de resultado primário, atribuindo uma importância de curto prazo à relação entre receitas e despesas do governo. Nas palavras do governo, as restrições orçamentárias visam preservar a situação fiscal dos entes federativos e garantir a saúde financeira deles. A lei de responsabilidade fiscal e a regra de ouro também fazem parte desse contexto.

A política de austeridade fiscal, como a Emenda 95, que congela os gastos públicos por 20 anos, aponta os gastos públicos como responsáveis pelo baixo crescimento econômico. E para reduzir o tamanho do governo, é necessário primeiro cortar as despesas para, conseqüentemente, reduzir os impostos. As políticas de privatização, autonomia do Banco Central e lei de liberdade econômica também prosseguem com o objetivo de que a iniciativa privada conduza o crescimento econômico e alcance o pleno emprego. No entanto, os efeitos dessas políticas não são sustentáveis, não solucionaram o problema do desemprego antes mesmo da pandemia de 2020 e não impulsionaram o crescimento econômico, além de trazerem de volta a inflação, mesmo após o controle dos gastos do governo, o que é mais um aspecto a ser questionado.

A falta de resultados positivos dessas políticas para o bem-estar da população motivou esta pesquisa, que busca uma alternativa. A Teoria Monetária Moderna coloca o governo

federal dos países que possuem soberania monetária, ou seja, liberdade para emitir sua própria moeda, como o principal agente capaz de resolver todos os problemas mencionados anteriormente. No entanto, existem ressalvas em relação a essa teoria, que serão analisadas ao longo da monografia.

O objetivo deste trabalho é trazer para o debate brasileiro as ideias da MMT e questionar quais são as limitações para a aplicação de seus princípios e adoção das propostas de políticas pelo Governo Brasileiro e outros países periféricos. Pretende-se compreender os motivos que restringem a aplicação da atuação do Estado para estimular a economia, de acordo com a Teoria Monetária Moderna.

Portanto, a adoção da política fiscal nos moldes da MMT é viável para a realidade de uma economia com moeda não conversível, como a brasileira? A hipótese é de que o Estado brasileiro, por meio do Banco Central, possui um menor grau de autonomia política e não tem condições de fixar a taxa de juros de forma plenamente exógena, pois deve seguir a regra de formação da taxa de juros do sistema internacional. Além dessa fragilidade da política monetária, a política fiscal também não pode ser utilizada de forma a atingir o pleno emprego, uma vez que há possibilidade de alcançar níveis muito altos de inflação antes disso, como um dos efeitos da desvalorização cambial, que pode ocorrer devido às restrições externas do país, como o aumento das importações em relação às exportações, fuga de capitais e investidores, ou importação de insumos e bens de capital para enfrentar a estrutura planejada da economia.

Quanto à metodologia, a pesquisa terá uma finalidade descritiva, utilizando um estudo estruturado e pré-planejado, por meio de levantamentos e observações. Será adotado o método de abordagem histórico-dedutivo, assim como o método de procedimento histórico e comparativo.

O procedimento de pesquisa será qualitativo, por meio de pesquisa bibliográfica, com o objetivo de coletar e analisar informações e conhecimentos prévios sobre os assuntos e problemas considerados cruciais para a MMT, como a dinâmica da dívida pública, a influência e a importância da política fiscal para uma ação efetiva na economia.

A presente monografia é composta por três capítulos, além desta introdução e das considerações finais.

No capítulo 1 abordam-se bases teóricas que sustentam a MMT, começando a explicar a visão da teoria clássica sobre a moeda e qual é a visão alternativa dessa teoria sobre a moeda. Essa visão alternativa traz um viés para políticas fiscal e monetária bem diferente do novo consenso macroeconômico.

Posteriormente, descreve-se essa teoria no capítulo 2. Com a utilização da contabilidade macroeconômica, essa teoria postula que o resultado de um gasto de um setor é a receita de outro setor. Excluindo-se o setor externo, o gasto público é e se torna a receita para o setor privado. Utilizando o princípio da demanda efetiva em suas últimas consequências, o déficit público deve ser a norma, pois o gasto precede e determina a renda, o déficit público é e se torna o superávit para o setor privado, determinando o nível de emprego e renda na economia. Além disso, contamos com a análise sobre as políticas de *quantitative easing* após a crise de 2008. E trazemos também a aplicação da MMT em termos de política econômica. A política de empregador de última instância, com o governo empregando aqueles que estão desempregados à um salário determinado pelo governo.

No capítulo 3, mostramos a limitação da utilização da teoria monetária moderna nos países periféricos. Existe três críticas, a primeira, a partir da restrição externa que os países periféricos enfrentam. A segunda, coloca-se a explicação sobre a hierarquia de moedas e onde as moedas periféricas se encaixam nesse sistema. A terceira, sobre a solvência governamental, sobre qual o limite para um déficit público não acelerar o tamanho da dívida pública de forma desproporcional.

Capítulo 1 – Moeda e Finanças Funcionais

Na história clássica, o dinheiro surgiu como uma forma de facilitar as trocas, pois antes dele existia a necessidade de haver uma "dupla coincidência de desejos" no escambo, o que tornava difícil atender às necessidades de cada indivíduo. Com o estabelecimento de sociedades em determinados locais e o surgimento do comércio, as primeiras trocas eram realizadas por meio do escambo de diferentes mercadorias. Surgiu então a necessidade de mensurar o valor de cada produto, o que levou à criação de uma referência - a moeda. No Império Romano, por exemplo, o sal chegou a ser utilizado como forma de salário, pois era escasso em determinadas regiões e passou a ser usado como moeda.

O dinheiro precisava possuir quatro características essenciais: aceitabilidade, divisibilidade, função de reserva de valor e unidade de conta. O ouro, a prata e o bronze se tornaram os principais metais utilizados como padrão de valor, devido à sua possibilidade de serem acumulados, facilmente divididos e transportados.

Nesse processo de criação do dinheiro, não houve uma autoridade centralizada, nem mesmo no Império Romano. Sua criação ocorreu de forma orgânica e gradual, como resultado das necessidades e das buscas por facilidade nas transações por parte das pessoas. Da mesma forma que desejavam objetos de consumo para ter uma vida mais confortável, como uma cama ou um sofá, buscavam também meios de troca mais eficientes.

Assim, o dinheiro é resultado da ordem espontânea dos indivíduos na economia, movidos pelo desejo de satisfazer suas necessidades. Como afirmou Menger (1892), o dinheiro é fruto de um processo entre as pessoas, que elas mesmas buscavam facilidades nas transações, assim como desejam objetos de consumo de conforto. Além disso, o dinheiro segue a lógica básica da economia, como lembrou Adam Smith: ele não é buscado pelo seu valor intrínseco, mas pela quantidade de bens que pode adquirir (Smith, 1776).

1.1 Moeda e a visão Cartalista

A versão cartalista ou moeda guiada por tributos também segue a partir de Adam Smith (1776), mas tendo sido fundamentada pelo alemão Georg Friedrich Knapp, que desenvolveu a origem da moeda diferente da utilizada por Carl Menger e a escola monetarista, dentre outras que a seguiram.

Knapp examinou os Estados modernos, desde a utilização de moedas-mercadorias como o uso de pesos de ouro até chegar ao papel-moeda e em todo este caminho houve a determinação

do Estado sobre a utilização da moeda. (WRAY, 1998). O autor vai mais fundo sobre o que significa o Estado tomar as rédeas da utilização da moeda, sendo principalmente por conta da necessidade de se pagar tributos ao Estado, “o dinheiro é criado por lei... no sentido mais amplo de que é criado pela atividade legislativa do Estado, criado pela política legislativa” (Knapp, 1905). O Estado não precisa de dinheiro para poder gastar, mas antes, as pessoas precisam da moeda estatal para pagar seus tributos. (WRAY, 1998)

Sobre o dinheiro, define-se que ele é uma criatura estatal, uma unidade de conta e meio de pagamento emitido pelo Estado, sendo a aceitação derivada da capacidade de impor impostos ao seu povo. (WRAY, 2015; CARNEIRO, 2021)

E qual é a moeda estatal? Aquela que é aceita nos guichês de pagamento públicos. Nos estados modernos existia já a figura dos bancos, que criavam moeda através de notas promissórias e, na Escócia, davam um passo além e criavam crédito concedendo conta corrente para qualquer indivíduo que tenha bens de raiz incontestável e reputação ilibada (SMITH, 1776; Knapp, 1905; WRAY, 1998).

Por mais que os bancos criassem moedas para conceder empréstimos, havia o contato do Banco Central com os bancos, e os empreendedores ou comerciantes à época tinham que ter uma parte extra para o pagamento de tributos. Então, estes mantinham em sua conta corrente a parte extra, enquanto efetuam a compra de matéria-prima e venda de bens ou mercadorias.

Como os bancos sabiam que os comerciantes não retirariam todo o recurso que eles tem como crédito (O Banco fica em dívida com os comerciantes), poderiam manter apenas uma quinta parte como ouro, enquanto que circulava as notas promissórias ou letras de câmbio na economia.

Os bancos, quando seus clientes recorrem a eles por dinheiro, geralmente o adiantam na forma de suas próprias notas promissórias. Com estas notas os comerciantes pagam aos fabricantes pelos bens, os fabricantes aos fazendeiros por matérias-primas e provisões, os fazendeiros a seus senhorios como renda, os senhorios as repagam aos fabricantes pelos bens de consumo e objeto de luxo com que os suprem, e os comerciantes de novo as retornam aos bancos a fim de manter suas contas correntes em equilíbrio, ou saldar o que tomaram emprestado; e assim quase todo o negócio de dinheiro do país é transacionado por meio deles. (SMITH, 1776, p. 283)

O papel-moeda não é apenas um substituto para o ouro e a prata, mas, na verdade, amplia o volume do comércio, como afirmou Wray (1998). Portanto, é considerado necessário para a formação de sociedades econômicas complexas.

Para resolver o enigma em torno do papel-moeda, é crucial que sua emissão não seja excessiva em relação às obrigações tributárias e que seu resgate seja incerto, para evitar sua depreciação em comparação com a moeda física (Wray, 1998).

Concluindo o entendimento de Smith (1776), "o pagamento de tributos é uma forma de fluxo que retira o papel-moeda... Não é realmente a conversibilidade, mas sim o fluxo que remove o papel-moeda indesejado" (Wray, 1998, p. 43).

Knapp (1905) argumenta que não é possível conceber um sistema monetário sem um Estado. Embora o autor tenha analisado esse tema antes da construção do Estado Moderno, vamos prosseguir sem entrar em detalhes históricos.

Knapp percebeu que os meios de pagamento são ocasionalmente trocados, mesmo quando têm uma forma material definida. Essa troca é realizada por meio de um anúncio, o que leva à "ideia fundamental de que as transações sempre exigem que o Estado anuncie uma taxa de conversão" (Wray, 1998, p. 44). Dessa forma, as dívidas são sempre nominais e nunca "metálicas". Assim, chegamos ao conceito de teoria cartalista, que sustenta que o anúncio é sempre feito pelo Estado.

1.2 Finanças Funcionais

A teoria das finanças funcionais é uma consolidação feita por Abba Lerner, juntando o entendimento da teoria cartalista com o keynesianismo e, desta forma, levando o princípio da demanda efetiva às suas últimas consequências.

As finanças funcionais retoma a ideia da teoria cartalista de que o Estado é a autoridade central na determinação do valor da moeda, seja historicamente, a partir de estudos que demonstram que o Estado criou todos os tipos de moeda até chegar ao papel-moeda atualmente. Também, por criar a demanda por moeda, preservando o valor da moeda, a partir da cobrança de impostos.

Na depressão de 1930 surgia uma questão para os keynesianos: Como aumentar os gastos públicos se, em uma ruptura econômica, as receitas tributárias são muito reduzidas e nem mesmo há um superávit público? Ou seja, a questão de usar o déficit público como uma boa política, seja de curto ou longo prazo, quando o objetivo final é acabar com o desemprego e, ao mesmo tempo combater a inflação.

Lerner tinha a resposta para essas questões, argumentando que não há empecilho fiscal algum, nem de ordem financeira ou contábil, ou de endividamento público que impeça a economia de atingir o pleno emprego. (GALVÃO, 2020)

O princípio da demanda efetiva, afirma que o gasto realizado precede a renda e a determina. O gasto esperado (*ex ante*) define a produção do período atual, enquanto o gasto realizado (*ex post*) define a renda.

Analisa-se novamente a identidade contábil entre poupança e investimento, entendendo que: a decisão de gastar é sempre autônoma, lembrando da existência do crédito na sociedade moderna, não há necessidade de nenhuma renda prévia. Dessa forma, inverte-se a causalidade tradicional, sendo o gasto agregado que define a renda. E, especificamente, o gasto autônomo, com a ação do multiplicador, é que determina o nível de emprego e renda na sociedade. (LINS, 2021)

Abba Lerner, adotando o princípio da demanda efetiva, buscou demonstrar as características do gasto público. Considerou que o gasto público é o único gasto que realmente é autônomo, já que o investimento que é dito “autônomo”, visa o lucro e se não há expectativa de lucro, não há investimento.

O gasto público pode ser um fluxo planejado e voltado para o crescimento da economia, dependendo da sua alocação e o período, define-se o volume e a composição de emprego associado a esses gastos (tanto direto quanto indiretamente, pela via do multiplicador). A decisão de tributar ou subsidiar e qual será a decisão de taxa de juros da economia, determina, ao mesmo tempo, o nível de renda da economia e quais setores ou grupos vão ser beneficiados ou prejudicados pelos gastos do governo – direta e indiretamente – e qual será o nível de emprego. (LINS, 2021)

Lerner leva até as últimas consequências o princípio da demanda efetiva de Keynes, com o seu conceito de Finanças Funcionais:

“se a demanda é que move a oferta, e não o contrário; se o melhor “demandador de última instância” é o governo (já que o investimento traz embutida uma expectativa de lucro futuro, não podendo, pois, ser considerado plenamente autônomo); então, o governo é que tem que ser o condutor da economia, através do gasto que impulsiona o crescimento até o pleno emprego.” (LINS, 2021, p. 1)

Assim, argumenta Lerner:

A ideia central é que a política fiscal do governo, seus gastos e impostos, seus empréstimos e pagamentos de empréstimos, sua emissão de dinheiro novo e sua retirada de dinheiro, devem ser realizados tendo em vista apenas os resultados dessas ações na economia e não a qualquer doutrina tradicional estabelecida sobre o que é bom ou doentio. (LERNER, 1943, p. 39)

Ter déficit, superávit ou equilíbrio orçamentário é uma consequência dos resultados requeridos pelo governo e não uma meta do governo. As metas do governo são a criação de emprego, o crescimento e a estabilidade de preços.

Para o autor, não há qualquer obstáculo fiscal ou financeiro ao governo que o incapacite de levar a economia para o pleno emprego. (GALVÃO, 2020). Note-se que para Lerner e demais autores da MMT o objetivo central do governo e da democracia é o pleno emprego e a estabilidade de preços.

A política fiscal é encarregada de ajustar o nível de emprego e a estabilidade de preços (ter mais inflação ou deflação de preços na economia), enquanto a política monetária tem a função de regular a taxa de juros ao nível adequado de investimento na economia. Por último, a emissão de moeda para fazer cumprir os dois objetivos das políticas fiscais e monetárias acima.

Há uma oposição aos princípios das “finanças públicas saudáveis” no qual o padrão de manter um equilíbrio público orçamentário seja a norma, o “normal” como de uma pessoa saudável. Pois, como Lerner traz, o déficit público deveria ser a norma, já que o princípio da demanda efetiva em uma economia capitalista, “o gasto realizado precede a renda e a determina.” (KEYNES, 1936; LINS, 2021)

“O governo possui três pares de instrumentos fiscais para ajustar o nível de gasto agregado: (a) comprar ou vender bens; (b) pagar transferências ou tributar os cidadãos; (c) emprestar ou tomar emprestado dinheiro.” (GALVÃO, 2020, p. 42)

Lerner diz que não pode haver críticas em relação a usar ou não usar gasto público, emitir ou não moeda, tributar ou subsidiar. Pois isto são apenas instrumentos fiscais ao governo e sua utilização depende das suas decisões políticas sobre quem será beneficiado, prejudicado, quais setores e locais econômicos se tornaram motores econômicos por conta dos gastos públicos recebidos. As críticas deveriam ser feitas em relação à sua função social e ao bem coletivo. (GALVÃO,2020)

Lerner alerta que a visão de que a emissão de moeda pelo governo possa causar inflação vêm da combinação da emissão de dívidas com o gasto governamental. O que Lerner propõe, na verdade, é que o governo use os três pares de instrumentos fiscais para atingir os seus dois objetivos sociais: pleno emprego e estabilidade de preços.

Ou seja, a emissão de moeda não é nem boa nem má. Não há problema se o Banco Central emite moeda e deixa ela parada no banco. A questão que ocorre é se esse dinheiro entrar

na economia que pode acontecer algo, independente do dinheiro ter sido impresso ou já estava no Banco Central.

Em registros históricos de como a teoria foi posta em prática temos o enigma de tirar um país da depressão, que teve solução com o keynesianismo na década de 30. Abba Lerner puxa uma continuidade argumentando que não há qualquer empecilho de ordem fiscal ao governo em relação ao fato de na depressão a arrecadação de impostos ser muito reduzida e tendo déficit público. Pois os resultados contábeis não são um fim em si mesmo.

Assim, as políticas anticíclicas utilizadas não dependiam de poupança para ter recursos para alavancar a economia, e sim crédito. Com isso, a utilização do gasto público nos momentos mais necessários que podemos ver uma redução dos prejuízos econômicos – desemprego e inflação – visto na crise.

Ao contrário das finanças saudáveis, em que o orçamento equilibrado é um objetivo final de política econômica, “as finanças deveriam ser funcionais, Lerner mostra que elas devem servir a um bem maior, referindo-se à economia e às sociedades nacionais.” As finanças funcionais consideram que a administração da dívida pública e o orçamento do governo devem atingir os dois quesitos seguintes: pleno emprego e estabilidade de preços. (GALVÃO, 2020, p. 22)

De acordo com Lerner, como aponta Lins (2021),

É o governo é que dirige a economia, mesmo num contexto liberal, já que o governo é que dá o arcabouço institucional básico dentro do qual as empresas vão se mover – e tomar suas decisões de investimento e produção. Suas decisões de política econômica podem favorecer ou não a entrada de empresas estrangeiras, estimular ou não a competição entre os setores e intra-setores – ou as sinergias idem. O governo pode aumentar o gasto em P&D e direcioná-lo para áreas consideradas estratégicas, como o complexo industrial farmacêutico. Ou pode estimular a exportação de produtos primários, para que se importem os bens intensivos em tecnologia. Pode construir um Estado de bem-estar social, reforçando os gastos em saúde e educação públicas e estruturando um sistema de seguridade social sólido. Ou reduzir a participação do Estado e deixar a educação e a saúde a cargo do setor privado. (LINS, 2021, p. 3)

Boa parte da limitação das ações do governo estão na acusação dos movimentos econômicos do governo, seja através de política fiscal seja por política monetária, que há um resultado de inflação dos preços. Mas, na última década vemos um acontecimento distante da teoria econômica dominante. Como recorda André Lara Resende o que aconteceu pós-crise de 2008, quando os bancos centrais baixaram as taxas de juros e expandiram as reservas bancárias (Em um montante maior que a base vezes 100). O que aconteceu foi que mesmo com a expansão da base monetária e dívida pública crescendo a taxas tão altas, a inflação não mostrou qualquer sinal de crescimento nos dez anos posteriores. Dessa forma, percebeu-se que “A teoria

monetária não correspondia à realidade. Estava simplesmente errada.” (RESENDE, 2017, 2019)

Além da limitação do governo no que se refere aos preços gerais da economia, as limitações ao gasto público se restringem também em outro aspecto, “se todos os trabalhadores estão sempre empregados, o aumento dos gastos públicos implica redução dos gastos privados. Na perspectiva ortodoxa, os fatores de produção estariam todos ocupados”. O efeito de *crowding out* na economia, de acordo com a teoria convencional, o gasto público utiliza a poupança privada para gastar, então a busca por fundos se torna uma competição com o setor privado, provocando o aumento da taxa de juros dos fundos. O aumento da taxa de juros desestimula o investimento das empresas, o qual não aumenta a contratação de trabalhadores. Sem o aumento do nível de emprego, perde-se também oportunidade de aumento de poder de compra dos trabalhadores e o conseqüente aumento do consumo. (GALVÃO, 2020, p. 34)

Além disso, outra crítica seria que o aumento do gasto público que não for financiado pelo aumento de impostos, a redução do gasto privado seria pela via do “imposto inflacionário”. Pensando dessa forma, o governo nada mais pode fazer para ajudar a economia.

Logo, para as “finanças saudáveis”, de acordo com Lerner, as finanças do governo são iguais a de um agente econômico privado. Ou seja, com corte de gastos e aumentos dos impostos é essa a forma de atuação do Estado em busca do equilíbrio. (GALVÃO, 2020)

No entanto, não é compreendido que o governo confere o monopólio de emissão monetária, identificando aquilo que é dinheiro e aceitando apenas isso no pagamento de tributos. Todas as moedas privadas criadas não são aceitas no pagamento de tributos – no sentido de serem drenadas reservas dos bancos para o Banco Central em qualquer pagamento ao governo – e assim confere ao governo o poder de ajustar seja taxa de juros, gasto total através da política fiscal, investimento e, conseqüentemente, o nível de emprego na economia.

Para isso acontecer, o governo terá que ofertar mais moeda do que o montante cobrado em obrigações tributárias, pelo menos, no longo prazo. Isto é, incorrer em déficit público. Este é o caso normal que é desejável pelos agentes privados, que desejam ter mais moeda em caso dos anos seguintes serem mais difíceis de obter moeda. (WRAY, 1998)

Este déficit público não é só “para prover a demanda por moeda, mas também para prover a demanda de renda dos desempregados” (GALVÃO, 2020, p. 40). Aqui que entra a questão chave das finanças funcionais, pois as finanças do governo devem ser usadas e verificadas apenas com base na finalidade de atingir o pleno emprego e a estabilidade de preços.

“O interesse individual de gastar ou não gastar raramente vai coincidir com o interesse social de manter o pleno emprego e o controle da inflação.” (GALVÃO, 2020, p. 41). O mercado não irá corrigir os volumes de gastos agregados para atingir o pleno emprego, o que deixa de ser chamado de gasto “autônomo” pois vive em função do lucro. Se não há expectativa de lucro, não há gasto privado voltado a empregabilidade e renda.

Lerner afirma a necessidade do Estado buscar o pleno emprego ativamente e considera que não há obrigatoriedade nem motivo algum para igualar receita e despesa pública em um determinado “ano solar”, abrindo espaço para o planejamento e crescimento econômico pela via do Estado.

Conclui-se que o gasto “autônomo” deve ser o do governo, que pode usar em primeiro lugar a política fiscal para atingir o volume de gasto adequado. Enquanto a política monetária para fixar a taxa de juros em segundo lugar, não para controlar a quantidade de moeda, mas sim para fixar onde o governo bem entender que trará maiores benefícios sociais.

As finanças funcionais prescrevem:

Primeiramente, ajustar o gasto total para eliminar tanto o desemprego quanto a inflação usando o dispêndio governamental quando o dispêndio total é muito baixo e a tributação quando o dispêndio total é muito alto. Segundo, ajustar a quantidade de dinheiro e de títulos governamentais em poder do público, pela tomada de empréstimos ou pagamento de dívidas a fim de alcançar a taxa de juros que resulta no nível mais desejável de investimento; terceiro, imprimir, para implementar as duas primeiras partes do programa. (WRAY, 1998, p. 41)

O déficit público é ideal para prover liquidez e solvência para o setor privado, através da emissão de moeda ou títulos de dívida. Se, ao contrário, houvesse superávit público permanente, a situação seria de chegar a um ponto em que as famílias, empresas e bancos ficassem sem “reservas” ou moeda fiduciária para pagar; poderiam apresentar os títulos de dívida adquiridos depois para pagar os tributos, mas após a redução dos títulos adquiridos não sobraria moeda e títulos para pagar os tributos e, assim, teriam ido à falência, bancarrota de bancos e empresas, fora o desemprego das famílias. (WRAY, 1998)

O que os agentes privados fazem é buscar poupar mais do que investir quando percebem situações como essa. Tendo resultado nulo externo e nulo no resultado público interno, a conta de agentes privados ao expandir de tal forma, não terá a liquidez esperada para pagar as suas dívidas. Assim, o governo pode salvar uma economia através do déficit público, emprestando dinheiro para os agentes privados enquanto realiza gastos – o que serve de renda para as famílias.

Há críticas em relação a proximidade e convergência da teoria de Abba Lerner com Keynes, mesmo que aquele apresente adepto da teoria keynesiana e busca se aprofundar nos conhecimentos das falhas do sistema capitalista e nas formas de tornar o sistema capaz de geração sistemática do pleno emprego através do Estado (CARVALHO, 2018).

Entre as funções básicas da moeda, enquanto para os clássicos dão destaque para a função meio de troca, Abba Lerner destaca a função unidade de conta e, para Keynes, a função reserva de valor tem o aspecto mais relevante para a geração de riqueza na sociedade. Pois, a moeda torna viável a preservação do poder de compra dos agentes no tempo.

A moeda é uma forma abstrata de riqueza e implica a não utilização do seu poder de compra. Como objetivo de aumento do capital, as decisões dos agentes em realizar gastos devem ser uma das opções entre as diferentes valorizações da riqueza – por exemplo, sendo a retenção de um ativo amplamente aceito e que transporte o poder aquisitivo ao longo do tempo. (CARVALHO, 2018)

Já que no capitalismo o objetivo essencial é a ampliação da riqueza, em momentos de incerteza há a demanda por moeda para entesourar, por ser um ativo de liquidez máxima. Diferentemente da teoria das finanças funcional que mantém a principal demanda por moeda a obrigatoriedade do pagamento de impostos.

A escolha de alocação dos agentes, de maneira simplificada, estaria entre: moeda, títulos ou bens de capital. A moeda é o ativo mais líquido e viabiliza o estoque do poder de compra ao longo do tempo. Os títulos são remunerados em uma determinada taxa de juros, e os bens de capital oferecem retornos associados as suas receitas futuras (líquidas), que são obtidas ao longo de sua vida útil.

Com o sistema permeado pela incerteza, acontece que a taxa de juros e a eficiência marginal do capital sejam formadas com base em expectativas subjetivas, aonde o nível agregado de gastos depende de uma opção autônoma dos agentes detentores de riqueza pelas inversões produtivas, também será volátil. Assim, o nível de emprego raramente seria pleno nestas condições. “A incapacidade dos mercados de garantir *per se* o pleno emprego – resultando no fenômeno do desemprego involuntário – levaria à necessidade de ação/coordenação por parte do Estado nesse sentido.” (CARVALHO, 2018, p. 746)

De acordo com Carvalho (2018), apesar de Lerner ter compreendido a taxa de juros como um fator de equilíbrio entre oferta e demanda de moeda, em vez de operar como fator de igualdade entre poupança e investimento; pouco tem sido fiel a abordagem original de Keynes, ao não conferir importância à incerteza, ao processo de formação de expectativas; mudanças na

escala da eficiência marginal do capital e na preferência pela liquidez; e a prescrição de investimentos adotados diretamente pelo Estado.

Para Lerner, a ferramenta fundamental para a manipulação do gasto agregado é o orçamento público. Com um tratamento mais simples sobre o excesso ou falta de demanda efetiva, a criação da ideia de “finança funcional” correspondendo ao objetivo do orçamento público ser unicamente por conta dos seus efeitos econômicos (como geração de renda, aumento do nível de emprego) e sendo o seu saldo de menor e/ou pouca importância.

Keynes (1980), ao contrário de Lerner, mostra sérias reservas em relação ao uso não-disciplinado do déficit orçamentário, seja pela impossibilidade de absorção dos títulos nos contextos recessivos (com a queda das receitas e excedentes que podiam ser direcionados para essa aplicação) quanto o desperdício de recursos que podiam ser mais produtivos.

Para Lerner,

O governo deveria optar pela via da dívida apenas caso desejasse obter como resultado uma redução da oferta de moeda e aumento da taxa de juros, que, uma vez elevadas, trariam de inibir gastos excessivos em investimento que poderiam gerar inflação. [...] ou pagar dívida com emissão de moeda, caso desejasse obter maior oferta de moeda e juros mais baixos e maior nível de investimentos e emprego. (CARVALHO, 2018, p. 749)

Nestes pontos, vemos que a abordagem de Lerner corresponde a uma abordagem mecanicista de vários conceitos apresentados por Keynes.

Outra questão para Keynes (1936), que a taxa de juros é um fenômeno puramente monetário, formado pela interação entre a disponibilidade de moeda e a preferência pela liquidez, sendo esta última objeto de expectativas muito voláteis e subjetivas quanto à escala de rentabilidade esperada do capital. Dessa forma, o poder do Estado é relativo no que tange à emissão de moeda, não podendo assegurar resultados definitivos sobre a definição da taxa de juros ou dos gastos privados em novos investimentos, o que torna a política monetária uma ferramenta com resultados imprevisíveis – essa conclusão é contrária a abordagem mecanicista de Lerner. (CARVALHO, 2018)

Keynes apresenta uma proposta de dois orçamentos para o Estado, em que são parecidos com os saldos de uma empresa privada. No longo prazo, o orçamento do governo mostraria uma tendência de equilíbrio, mantida a estratégia macroeconômica de pleno emprego. No curto prazo, superávits orçamentários seriam requeridos, e serviriam como um saldo para o longo prazo, o qual seria utilizado para apoiar gastos em investimentos, seja reduzindo a dívida de investimentos anteriores ou novos investimentos. Ou seja, Keynes dá importância ao uso

produtivo do gasto público em investimentos, considerando improdutivo uso de dívidas com o orçamento comum de curto prazo, sendo os déficits apenas falhas nas previsões do orçamento.

Portanto, para Keynes, o déficit orçamentário seria uma forma para se combater a falta de demanda efetiva, que deveria ser utilizado apenas em última instância. Essa argumentação é bem distante dos princípios de finanças funcionais. (CARVALHO, 2018)

Com a construção teórica de Keynes, a estratégia de emitir moeda para financiar o gasto público em casos de crise econômica profunda, pode levar a queda na confiança quanto ao Estado preservar o valor da moeda, este fato limitaria a liberdade na escolha do orçamento em certos contextos. Também se aplica à capacidade do Estado em emitir dívida junto ao setor privado – já que as crises levam a uma redução da poupança, e dessa forma, da capacidade dos agentes privados absorver novos títulos públicos.

Capítulo 2 – Caracterização da Teoria Monetária Moderna (MMT)

2.1. Contas nacionais e o gasto público

A MMT é baseada em princípios de contabilidade macroeconômica, como para qualquer déficit deve haver um superávit igual e compensatório. Assim, para cada injeção de gastos na economia, há um vazamento igual e compensatório (Dalto et al, 2020).

A MMT revive o entendimento que o governo soberano que emite sua própria moeda não enfrenta uma restrição externa. Para o meu projeto, será analisado os limites da restrição financeira externa. Apesar disso, o governo enfrenta a restrição de recursos, restrições de inflação e restrições políticas (Dalto et al, 2020).

A teoria também alerta que um limite de dívida ou adotar austeridade são tipos de restrições autoimpostas. Ou seja, adotadas de forma autoritária, lembrando que não há lei econômica que exija que a nação impeça o crescimento para evitar um déficit público.

A MMT também buscou explicar como os emissores de moeda soberana gastam. Já que atualmente o governo gasta creditando contas bancárias. Assim, as reservas sempre aumentam quando o governo gasta, sendo os impostos a reversão disso, retirando liquidez da economia. O que chamamos de gasto deficitário é e se torna a criação líquida de reservas. Os déficits públicos são os superávits privados. Os gastos públicos geram renda para o setor privado e a tributação reduz a renda disponível para o setor (Dalto et al, 2020).

A MMT tem objetivos, propõe que o orçamento seja formulado para atingir o objetivo público e privado. Um dos objetivos é manter o emprego razoavelmente pleno dos recursos domésticos. No que o governo gasta é tão importante como o quanto ele gasta. A MMT defende os gastos específicos para atingir metas de pleno emprego e crescimento sustentável (Dalto et al, 2020).

A MMT retoma o argumento da abordagem cartalista que coloca o Estado como estrutura central seja histórica, no fato da moeda ser a unidade de conta criada pelo Estado, seja da sua imposição da moeda para a sociedade, como, por exemplo, através da cobrança de impostos, já que a sociedade terá que adquirir a moeda do Estado para pagar os impostos. O dinheiro é uma unidade de conta criada pelo Estado. Os Estados, além de definir a unidade de conta na qual as dívidas a receber são contabilizadas, o Estado emite a moeda que será aceita no pagamento dessas dívidas (Dalto et al, 2020).

O Estado não sofre restrições financeiras como uma família ou uma firma e assim não ter dinheiro para honrar pagamentos na própria moeda que ele emite. Logo, o governo que se endivida em sua própria moeda não enfrenta limites financeiros e, assim, não podem quebrar em sua própria moeda. O governo não necessita das receitas tributárias ou venda de títulos públicos para financiar seus gastos (Dalto et al, 2020).

Todos os princípios econômicos, brevemente levantados acima, tem implicações para a formulação das políticas econômicas. Os gastos do governo injetam reservas bancárias e pressionam as taxas de juros para zero. Entendendo que o Banco Central opera a política monetária por meio de uma fixação exógena da taxa de juros de curto prazo. Ou seja, as taxas de juros de curto prazo não são determinadas pelos agentes privados e o Tesouro não corre risco de não ser financiado pelo mercado financeiro, já que este não financia o Tesouro. Outro quesito, os déficits do Tesouro não pressionam as taxas de juros para cima, pois o endividamento do Governo em sua própria moeda não é igual ao endividamento privado e não causa um aumento da fragilidade financeira do Governo (Dalto et al, 2020).

A questão da inflação é vista como resultante do conflito distributivo das classes sociais, principalmente pelos capitalistas e trabalhadores, pela renda produzida. Políticas de pleno emprego atribuídas aos gastos públicos elevam o poder de barganha dos trabalhadores e aumentam a redundância dos capitalistas para a geração de riqueza social. Antes de se atingir o pleno emprego há uma probabilidade de que existam restrições de disponibilidade de recursos reais (Dalto et al, 2020).

A hierarquia de moeda na MMT é baseada na dívida não bancária; dívida bancária; moeda estatal. Se os agentes escolhem as moedas bancárias e moedas de instituições não financeiras, eles incorrem em um risco de não conversão à moeda estatal.

As reservas bancárias surgem do Banco Central. Sendo o Banco Central o emissor primário e monopolista de todas as reservas e papel-moeda na economia. As demais fontes de reservas são somente potenciais acumuladores de reservas, logo são fontes secundárias de reservas. As fontes secundárias não podem aumentar o estoque de reservas do sistema. Assim, o mercado é constituído por uma fonte primária e várias fontes secundárias de distribuição de reservas (Dalto et al, 2020). Além disso, o mecanismo multiplicador monetário não existe.

Sobre a demanda por moeda, a demanda por reservas (moeda estatal) não se relaciona com a confiança no governo. A demanda por reservas requerida pelos bancos está ligada à necessidade dos bancos de resgatar as dívidas (depósitos) em moeda estatal. Se não há reservas,

quando deve haver a conversão de depósitos em moeda estatal ser requerida, pode levar o banco à insolvência (Dalto et al, 2020).

A demanda por reservas precisa ser satisfeita, ou seja, a oferta de moeda pelo Banco Central é endógena, para que o sistema de pagamentos seja estabilizado. Se os bancos não encontrassem reservas suficientes, as taxas de juros subiriam sem limites. Por os bancos emitirem depósitos denominados na moeda estatal, a demanda dos bancos por moeda estatal (reservas) é inelástica em relação a taxa de juros (Dalto et al, 2020).

Quando a moeda é endógena, a taxa de juros deve ser exógena. O Banco Central é o fornecedor monopolista de reservas, sendo o único que é capaz de satisfazer completamente a demanda dos bancos por reservas. E também o único que elimina as reservas excessivas dando em troca os títulos. Se a disponibilidade de reservas estivesse fixa, a taxa de juros de curto prazo flutuaria com a demanda por reservas. Assim, a volatilidade da taxa de juros de curto prazo colocaria uma impossibilidade para os agentes privados calcularem os riscos relativos dos vários ativos de risco. Logo, não haveria uma taxa livre de risco que serviria de referências de risco do mercado (Dalto et al, 2020).

No *mainstream* econômico, a receita tributária proporciona os recursos necessários para que o governo financie o seu dispêndio. Além disso, pode gastar mais do que arrecada se o público privado decidir comprar os seus títulos públicos. Rejeita-se utilizar dívida que não rende juros – a moeda corrente – para financiar os gastos e déficits. (WRAY, 1998)

Os déficits financiados com a expansão monetária causam, diretamente, o aumento geral dos preços da economia (Inflação). Se o governo opta pela venda de títulos que rendem juros para financiar o seu déficit, estaria disputando com o setor privado a tomada de empréstimos do público, acabando por ocupar os seus espaços, “... pois ampliaria a demanda por fundos emprestáveis, pressionando para cima as taxas de juros e deslocando dispêndio privado sensível aos juros (investimento, construção habitacional, consumo duráveis). (WRAY, 1998, p. 93)

Até os economistas keynesianos protestam uma das teses da MMT, de que déficits permanentes devem ser evitados, entretanto, nas recessões o governo deve ocorrer anticiclicamente operando com déficits, estes devem ser compensados por superávits durante os momentos de “boom” econômicos.

Conclui-se que os governos estão sujeitos a iniciativa privada, que determinam a quantidade de títulos de dívida e sua taxa de juros. (WRAY, 1998)

Para a MMT, há discordância em relação aos argumentos convencionais mencionados anteriormente, e a teoria acredita que déficits governamentais permanentes são a norma em uma

economia monetária moderna. Além disso, o gasto público é sempre financiado por meio da criação de moeda fiduciária. Os tributos, nessa perspectiva, têm o objetivo de criar demanda para a moeda estatal, enquanto a venda de títulos públicos é realizada para retirar o excesso de reservas, a fim de controlar a taxa de juros (aumentando-a), e não para financiar os déficits governamentais.

André Lara Resende destaca que o gasto público não é financiado com o “nosso” dinheiro (Resende, 2020). Portanto, não é correto afirmar que o dinheiro "nosso" está sendo mal utilizado quando se refere aos gastos do governo. O governo não é financiado por meio dos nossos impostos. Os impostos são uma forma que o governo utiliza para retirar liquidez da economia. Todo gasto do governo é feito por meio da emissão de moeda, o que resulta na inserção de liquidez na economia, e o governo reduz essa liquidez por meio da arrecadação de impostos. Além disso, os gastos públicos sempre geram criação de dinheiro, e os títulos da dívida são emitidos para regularizar e atingir a taxa de juros determinada politicamente. O governo não precisa obter moeda por meio do recolhimento de impostos, do aumento da dívida ou da renda de ativos para poder gastar (Dalto et al., 2020; Resende, 2020).

A visão da MMT está mais apoiada na abordagem pós-keynesiana de Lerner,

A ideia central é que a política fiscal do governo, seu dispêndio e tributação, sua tomada e repagamento de empréstimos, sua emissão de nova moeda e sua retirada de moeda (do mercado) serão todos tratados tendo exclusivamente em vista os resultados destas ações na economia, e não em alguma doutrina tradicional estabelecida sobre o que é ou não saudável. (LERNER, 1943, p.39; apud WRAY, 1998)

Lerner lista as leis de finanças funcionais sobre o dispêndio do governo,

A primeira responsabilidade financeira do governo (visto que ninguém mais pode assumir essa responsabilidade) é manter a taxa total de dispêndio no país em bens e serviços nem maior nem menor que a taxa que, a preços correntes, compraria todos os bens que é possível produzir. (LERNER, 1943, p. 39, apud WRAY, 1998)

Exemplificando, caso os gastos sejam muito altos, o governo deveria diminuí-lo e aumentar as receitas tributárias; quando é muito baixo, o contrário também é verdadeiro (aumentar gastos e cortar tributos).

Na questão do financiamento do gasto público, teríamos importantes consequências via déficits e rolagem da dívida pública. O gasto precede a renda, e assim pode sempre ser financiado pela expansão monetária, sendo esterilizada parcialmente pela arrecadação de impostos e/ou por várias formas de dívida. A última opção não está sujeita a um default; pois pode sempre ser monetizada ou as taxas de juros são fixadas em um padrão inferior ao crescimento da renda. (WRAY, 2015; CARNEIRO, 2021)

Se o governo que emite sua própria moeda, não precisa tributar para se financiar, por que então cobrar impostos? De acordo com Lerner, o governo não recorre a empréstimos com o objetivo de dispêndio, apenas se desejável que os agentes tenham menos moeda e mais títulos governamentais. Além disso, o governo tributa para retirar poder aquisitivo da economia e abrir espaços para que possa aumentar os seus gastos sem pressionar a capacidade instalada. O governo não tributa visando obter dinheiro para gastar, pois quando gasta sempre cria dinheiro. Só há a necessidade de tributar quando não há espaço na capacidade produtiva da economia para acomodar o gasto público (Resende, 2020; WRAY, 1998).

Para resumir os mecanismos de transmissão monetária para a parte real na economia, Lerner argumenta,

Finanças funcionais rejeitam completamente doutrinas tradicionais de finanças saudáveis e o princípio de tentar equilibrar o orçamento durante um ano solar ou qualquer período arbitrário. Em seu lugar, prescreve: primeiro, o ajustamento do dispêndio total na economia (por todos na economia, incluindo o governo) a fim de eliminar tanto o desemprego quanto a inflação, usando o dispêndio governamental quando o dispêndio total é muito baixo e a tributação quando o dispêndio total é muito alto; segundo, o ajustamento da quantidade de dinheiro e de títulos governamentais em poder do público, pela tomada de empréstimos ou pagamento de dívida, a fim de alcançar a taxa de juros que resulta no nível mais desejável de investimento; e, terceiro, a impressão, armazenamento ou destruição de moeda à medida que for necessário para implementar as duas primeiras partes do programa. (LERNER, 1943, p. 41; WRAY, 1998)

A MMT, portanto, prescreve três medidas: primeiro, ajustar o dispêndio total na economia para eliminar o desemprego e a inflação, utilizando o dispêndio governamental quando o dispêndio total está baixo e a tributação quando está alto; segundo, ajustar a quantidade de dinheiro e títulos governamentais em posse do público por meio de empréstimos ou pagamento de dívidas para atingir a taxa de juros mais adequada para o nível desejado de investimento; e terceiro, imprimir, armazenar ou destruir moeda conforme necessário para implementar as duas primeiras partes do programa

No capítulo 1 deste trabalho se discutiu que todas as economias capitalistas modernas funcionam com o sistema em que o governo emite a sua própria moeda fiduciária. Esta moeda é a única que é aceita como pagamento de tributos; e além disso, fica na parte de cima em uma pirâmide hierárquica de dívida. Ou seja, é o ativo mais líquido usado internamente. (WRAY, 1998)

De acordo com a MMT, quando o governo realiza um gasto, as reservas bancárias crescem quase na mesma proporção, enquanto a transferência das contas tributárias é usada apenas para estabilizar as reservas. O Banco Central (BC) realiza a injeção ou drenagem para

retirar o excesso de reservas. Essas ações do BC são diárias e buscam estabilizar a taxa de juros do *overnight*.

No setor privado, cada “criação” privada de moeda (depósitos à vista, realização de empréstimos, entre outras) é contrabalançada por uma obrigação privada contábil de igual valor. A moeda bancária está abaixo na pirâmide hierárquica, sendo apenas uma moeda “interna”. Nos pagamentos em que os agentes utilizam a moeda bancária, esta muda de mãos mas permanece inalterada, com exceção se um empréstimo é pago ou se feito pagamento ao governo; ou o cheque bancário apresentado ao caixa. (WRAY, 1998)

Caso as famílias usassem os seus depósitos bancários para pagar impostos, o que aconteceria é uma drenagem de reservas do banco. Se o banco não puder satisfazer os requerimentos de reserva, eles buscam vender outros ativos para satisfazer as obrigações legais. O banco central pode proporcionar as reservas de moeda fiduciária necessárias ao banco neste ponto, sendo mais provável a utilização da compra de títulos governamentais no mercado aberto e injeção de reservas consequentemente.

O que se pode concluir é que um superávit permanente do setor privado não é possível, já que as famílias esgotarão os seus estoques líquidos de moeda com os pagamentos de tributos e assim o superávit na conta do Tesouro (governo) só seria possível caso o banco central injetar reserva comprando ativos e realizando empréstimos. (WRAY, 1998)

O governo, em sua primeira etapa, gasta primeiro a sua moeda fiduciária. Após o governo ter gastado, a moeda fiduciária fica disponível para ser transferida de volta a fim dos agentes econômicos satisfazer as suas obrigações tributárias. O que percebe, é que, de forma lógica, o público não tem como pagar o governo antes, o governo é que tem que pagar ao público com moeda fiduciária e depois o público realiza gastos tributários. (WRAY, 1998)

Para a MMT,

Cada pagamento de tributos gera uma drenagem na compensação de reservas, ou uma perda de reservas. Assim, tributos não podem ser pagos até que moedas ou notas reais sejam injetadas na economia, ou reservas bancárias tenham sido criadas. O dispêndio governamental gerará moedas divisionárias, notas ou reservas bancárias que são necessárias para “pagar tributos”. (WRAY, 1998, p. 100)

As famílias e empresas não venderiam os seus bens e serviços para o governo em troca de notas de papel, que não tem um valor de uso, a não ser que tenha uma boa razão para isso. A razão principal que os agentes econômicos privados aceitam as moedas fiduciárias é por causa das obrigações tributárias para o governo. (WRAY, 1998)

Dessa forma, se o sistema tributário fosse excluído, o governo notaria a perda do seu poder, não podendo realizar mais gastos na economia, pois sua moeda fiduciária perderia a propriedade de comprar bens e serviços do mercado. (WRAY, 1998)

O sistema bancário, na economia moderna, cria a possibilidade que os contribuintes possam sempre trocar obrigações bancárias por moeda fiduciária; assim, as famílias não precisam reter quantias de dinheiro para o pagamento de impostos. Estes estoques de dinheiro das famílias se tornam uma função de incerteza sobre a segurança dos bancos. Enquanto para os bancos, os estoques de moeda são função das taxas de reservas bancárias exigidas para um “equilíbrio mínimo”. E, por fim, o banco central opera assegurando que os equilíbrios mínimos sejam atingidos.

Uma observação é que, em parte, da composição de carteira das famílias e bancos é destinada a títulos governamentais, que nada mais são do que a moeda estatal que rende juros, provida pelo governo como uma forma de política monetária para drenar reservas e, assim, permitir que o BC atinja a sua meta de taxa de juros.

Conclui-se que o governo pode estar com o orçamento em déficit até o ponto em que tenha proporcionado a quantidade de moeda fiduciária que não rende juros e títulos que rendem juros requeridos pelas famílias, empresas e bancos.

Se o governo emite a sua própria moeda, a conclusão é que toda dívida contabilizada em sua própria moeda pode ser honrada a qualquer momento que o governo decidir, podendo emitir moeda na quantidade que for para pagar a dívida.

Outro ponto está relacionado à contabilidade macroeconômica. Existem três contas gerais: O setor privado, o setor público e o setor externo. Se o governo está incorrendo em déficits, os outros agentes da economia estão recebendo estes recursos e estarão em superávit. Excluindo o setor externo, se o governo está em déficit, o setor privado está em superávit, acumulando dívida financeira líquida do setor público. Essa é uma questão para desconsiderar o déficit do governo como algo propriamente ruim. Também sobre a impossibilidade dos três agentes estarem em superávit a todo tempo. Sempre há um em déficit para que pelo menos os outros dois estejam em superávit (Dalto et al, 2020).

No geral, 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. O governo está sujeito a restrição da realidade, a da capacidade produtiva da economia. O gasto governamental é parte da demanda agregada, o aumento dos gastos por parte do estado eleva a demanda e pressiona a

capacidade instalada. A partir de um determinado ponto, o gasto governamental pode pressionar os preços e provocar inflação (Resende, 2020).

Ou seja, “O seu constrangimento seria apenas o da disponibilidade de recursos ociosos e o seu limite, a inflação”. (WRAY, 2015; CARNEIRO, 2021)

2.2. Quantitative Easing

A partir da crise financeira de 2008, os bancos centrais dos EUA, Inglaterra, do Japão e o Banco Central Europeu buscaram entrar em uma nova política não convencional – conhecida como *Quantitative easing*, ou seja, flexibilização quantitativa.

Como descreve o André Lara Resende abaixo,

Ocorre que toda a macroeconomia está sendo questionada. A grande crise financeira das economias avançadas de 2008 deixou claro que algo estava errado na condução da política macroeconômica. Justamente quando a academia se vangloriava de ter entendido como controlar os ciclos e garantir a prosperidade econômica, o sistema financeiro implode numa crise que poderia ter levado a uma depressão ainda mais profunda do que a dos anos 30. Foi justamente a atuação altamente heterodoxa dos Bancos Centrais, liderados pelo Fed americano, que impediu o colapso da economia mundial. Ao baixar a taxa básica de juros para próximo de zero e expandir as reservas bancárias, isto é, emitir moeda, numa velocidade e proporção nunca vistas, os Bancos Centrais salvaram a economia mundial, mas implodiram a teoria macroeconômica. O que ocorreu desde então – juros básicos próximos de zero por mais de dez anos, base monetária multiplicada por fatores superior a dez e os passivos dos Bancos Centrais chegando a 75% do PIB, como no caso dos EUA, sem que a inflação mostrasse qualquer sinal de aceleração – demonstrou de forma clara e cabal que [...] a teoria monetária não correspondia à realidade. Estava simplesmente errada. (RESENDE, 2020)

Uma das questões mais rechaçadas pela teoria monetária moderna é a emissão de moeda. Essa, um tanto quanto polêmica e criticada, teve uma nota positiva na crise de 2008. A utilização do *Quantitative Easing* (QE), foi um dos meios para se atingir a meta de inflação que já estava muito abaixo da linha ideal nos países desenvolvidos.

Essas mudanças na oferta monetária podem demorar até dois anos para se ter um impacto sobre a inflação, de acordo com informações distribuídas do Banco da Inglaterra. Por isso, o cuidado com a utilização dessa política monetária é mantido constantemente pelo Banco da Inglaterra.

Quando o Banco Central tem uma preocupação com os riscos de uma inflação muito abaixo do esperado, ele realiza cortes na Taxa Bancária – e, assim, reduz o preço da moeda do Banco Central. Se essas taxas estiverem perto de zero, e mesmo assim ocorrer de ter inflação muito baixa, o Banco pode, neste caso, aumentar a quantidade de dinheiro – isto é, injetar

dinheiro diretamente na economia. O nome desse processo será descrito neste trabalho como flexibilização quantitativa.

Um dos motivos de injetar dinheiro na economia é que a oferta monetária precisa continuar crescendo em um ritmo constante para acompanhar a expansão do produto da economia e, assim, garantir que a inflação permaneça próxima de uma meta estabelecida pelo governo.

A decisão, no caso da Inglaterra, de injetar dinheiro diretamente na economia não envolve a impressão de mais cédulas. No lugar dessa forma, o Banco compra ativos de instituições do setor privado – podendo ser seguradoras, fundos de pensão, bancos ou empresas não financeiras – e passa a creditar na conta bancária do vendedor.

Ou seja, a compra realizada pelo Banco Central pode ser de variados ativos. Desde títulos do governo até dívidas de alta qualidade emitidas por empresas privadas. Essas compras de ativos do setor privado visam tornar mais barato para as empresas obter financiamento e também uma melhora nas condições de crédito corporativo no mercado.

Com isso, o vendedor tem mais dinheiro em conta, enquanto o seu banco mantém uma reivindicação que é correspondente contra o Banco Central. Os vendedores dos ativos retêm mais dinheiro, e podem gastar o dinheiro ou comprar outros ativos (ações, títulos públicos ou privados). O resultado final desse processo é mais dinheiro circulando na economia.

Além disso, o preço dos ativos passar a ficar mais altos, e isso significa rendimentos mais baixos, o que começa a reduzir o custo de empréstimos para as empresas e as famílias, fornecendo mais um impulso aos gastos da economia. Também aumenta a demanda total para esses tipos de ativos, os quais foram se tornando ativos “bem” precificados.

Normalmente não é utilizado este tipo de política, a compra de ativos do setor privado, entretanto, em circunstâncias excepcionais, a intervenção se faz necessária.

Então, o Banco Central – utilizando o exemplo da Inglaterra – pode efetuar grandes cortes nas taxas bancárias e também a flexibilização quantitativa, criando um impulso à economia e reduzindo as chances de a inflação cair abaixo da meta.

Nos países industrializados, as taxas de juros despencaram pra quase zero, sendo um escopo de mais flexibilização monetária – expansionista – e outros tipos de programas de compras de ativos são adotados nestas situações excepcionais. Mas, acontece que apenas com a crise de 2008 que os bancos dos países desenvolvidos passaram a implementar essas políticas de QE como forma de estímulo à economia e aumento de empréstimos bancários, e conseqüentemente, os gastos.

Nos EUA foram implementados programas de QE1 em 2008, QE2 em 2010 e QE3 em 2012, consistindo em uma injeção mensal de US\$85 bilhões por meio de compras de hipotecas. Além de títulos lastreados e títulos do Tesouro de prazo mais longo. (HAUSKEN, NCUBE, 2013)

No Reino Unido, o banco da Inglaterra aumentou gradualmente as compras de ativos QE para £375 bilhões, sendo a maioria usada para compra de títulos do governo do Reino Unido. Na área do euro, realiza-se duas rodadas de programas de compras de títulos cobertos em 2009 e 2011.

No Japão, o banco central implementa frequentemente aumentos cumulativos no tamanho de sua flexibilização quantitativa (para ¥ 101 trilhões até o fim de 2012).

Nota-se, O aumento do tamanho de seus balanços acaba se tornando o meio principal pelo qual os bancos centrais (BC) intervieram na economia nestes países. A adoção dessas políticas monetárias não convencionais de QE indica que os BC procuram estimular o crescimento da economia, eliminar o desemprego ou colocá-lo em níveis mínimos, proteger o sistema bancário injetando mais dinheiro na economia e trazer a inflação para dentro da meta.

Uma das conclusões é que as políticas de QE trouxeram um ambiente acomodatório ao mercado corporativo, ao conter custos de financiamento das instituições financeiras e “eliminar” incertezas de financiamento. Enquanto o efeito da flexibilização quantitativa na demanda agregada e nos preços foi limitado, com razoável efeito real na economia.

Existe vários canais que afetam ativos específicos de uma maneira diferente. O canal da sinalização, que é uma demanda única por ativos seguros de longo prazo, um canal de inflação para os QE, um canal de pré-pagamento de títulos lastreados em hipotecas e um canal de risco de inadimplência de títulos corporativos para QE. (HAUSKEN, NCUBE, 2013)

Tanto nos EUA quanto no Reino Unido, cerca de 80% das mudanças cumulativas e os rendimentos dos títulos do governo são atribuídas à primeira flexibilização quantitativa (QE). O mercado responde de forma muito menos relevante às próximas rodadas de *quantitative easing*.

Os resultados de Hausken e Ncube (2013) mostram que o QE serve como uma política eficaz no aumento geral de preços na economia, trazendo a inflação para dentro da meta nos países desenvolvidos – que estavam sofrendo com inflação muito baixa e estagnação econômica.

Mesmo assim, há um fracasso no estímulo às atividades econômicas como um todo – efeito do QE no crescimento econômico é bastante limitado, com nenhum efeito significativo

de QE para as principais economias que o utilizaram – mas os resultados dizem que contribuíram para reduzir o desemprego nos EUA e no Japão e também para o aumento das expectativas de inflação nos EUA, Reino Unido e na zona do euro. Sendo inconclusivas os efeitos do QE sobre os demais indicadores da economia.

O objetivo no caso de realizar o QE é o mesmo que cortar a taxa básica de juros. Afetando as taxas de juros através de vários canais de transmissão. Em primeiro lugar, quando o BC anuncia compra ativos em grande escala, eles entregam informações sobre um provável caminho das próximas políticas monetárias do futuro aos participantes do mercado por meio de um canal de sinalização. As compras de vários ativos de longo prazo servem como um compromisso dos BC em manter os juros baixos no futuro. (HAUSKEN, NCUBE, 2013)

Depois, temos que a compra de grandes quantidades de ativos mantidos pelo setor privado por meio de QE, os Bancos Centrais alteram, com isso, a oferta relativa dos ativos que estão sendo adquiridos e, dessa forma, estimulam mudanças de equilíbrios em seus rendimentos relativos. Os participantes do mercado que estão vendendo estes ativos financeiros podem reequilibrar as suas carteiras comprando outros ativos com características semelhantes aos ativos que foram vendidos. Assim, este processo aumenta também os preços dos ativos adquiridos sob QE e seus substitutos próximos, além da redução dos prêmios de prazo e rendimentos associados.

E, em terceiro lugar, os bancos aumentam a liquidez nas mãos dos investidores por meio de compras de emissão de títulos de longo prazo e emissão de reservas bancárias com o QE. Os preços dos ativos mais altos, de um lado, passam a aumentar a riqueza líquida dos detentores desses ativos e, de outro lado, reduzem o custo dos empréstimos. Com isso, espera-se que os efeitos riqueza e redução dos custos dos empréstimos criados pelo QE aumentem os gastos nominais de indivíduos e empresas, buscando atingir a meta de inflação e estimular o crescimento do PIB e redução da taxa de desemprego.

Além do QE funcionar pelo canal de aumento de preço dos ativos, também pode ter outro canal de efeito real na economia através dos empréstimos bancários e canais de confiança. Já que o QE melhora a liquidez do setor bancário, ele cria incentivos para os bancos efetuarem novos empréstimos que não tinham feitos.

Nos países da Europa, o Banco Central Europeu foi um dos que implementaram uma série de políticas não convencionais na área do euro, consideradas como medidas QE as operações de refinanciamento de prazo mais longo (LTROs) e os programas de compras de títulos hipotecários (CBPPs). Também efetuaram programa de mercado de títulos (SMP) e

transações monetárias definitivas (OMTs), mas estes dois últimos não se enquadram na definição de política de QE, por não expandir a base monetária.

Nos EUA, o Federal Reserve (Banco Central Americano) realizou compras de até US\$ 100 bilhões em dívidas imobiliárias patrocinadas pelo governo, em novembro de 2008. Também realizou a compra de US\$ 500 bilhões em títulos lastreados em hipotecas. O objetivo final dessas compras é a redução dos custos de empréstimos e a facilitação das condições de crédito no mercado imobiliário, servindo de base para a melhora dos mercados financeiros em geral. O que aconteceu após os anúncios de compras é a queda dos rendimentos dos títulos do Tesouro dos EUA, com suas taxas OIS (Swap indexado overnight) caindo com a mesma magnitude, o que indica que os declínios nos rendimentos do Tesouro e nas taxas OIS possuem estímulos de um fator comum.

Mais uma rodada de compras acontece em março de 2009, com a compra de US\$ 300 bilhões em títulos do Tesouro de prazo mais longo. Além das suas compras máximas de MBS (segurança lastreada em hipoteca) de agências elevada de US\$ 500 bilhões para US\$ 1,25 trilhão e de dívidas de agências de US\$ 100 bilhões para US\$ 200 bilhões. O resultado foi novamente que os rendimentos dos títulos caíram acentuadamente em todos os vencimentos após este anúncio.

Assim, o declínio relevante nos rendimentos do Tesouro por causa das compras de longo prazo do Tesouro acaba refletindo o efeito combinado do QE por meio dos canais de sinalização e de reequilíbrio do portfólio. A primeira rodada de política monetária não convencional feita pelo Federal Reserve é eficaz na redução dos rendimentos do Tesouro dos EUA.

O que acontece é que a partir da segunda rodada de QE (nos EUA foi realizada em novembro de 2010) os efeitos foram bastante limitados nas taxas de juros. O mesmo acontece com o QE3 (terceira rodada de flexibilização quantitativa), tendo quase nenhuma redução nos rendimentos do Tesouro.

No geral, nota-se, de acordo com os resultados empíricos do Hausken e Ncube (2013), que as políticas não convencionais do Federal Reserve são eficazes na redução das taxas de juros, principalmente das médias e longas. Mas, a partir da segunda rodada QE os efeitos são limitados pois o mercado antecipa antes mesmo dos anúncios. O mesmo aconteceu com as políticas implementadas no Reino Unido. Ou seja, há a dificuldade de reduzir as taxas de juros depois que o QE já fora implementado uma vez. Com mais de 80% das mudanças cumulativas nos rendimentos de ouro e mais de 70% das mudanças cumulativas nas taxas de rendimento – OIS são atribuíveis ao conjunto de eventos do QE1.

2.3 Recomendações de política da MMT – o Estado como empregador em última instância

Após uma séria de formulações para a teoria monetária moderna, há uma proposta de política econômica. Neste trabalho, ela será projetada para o Brasil e países periféricos.

A proposta de política de pleno emprego, de acordo com Wray (1998), não geraria pressões inflacionárias na economia. Apesar que, um certo tipo de inflação – aumento contínuo de um índice de preços – coexistiria com essa política de pleno emprego, mas não seria causada por essa política.

A política de pleno emprego além de não causar pressão inflacionária, ela ajudaria a amenizar as flutuações do ciclo de negócios, a partir de um estabilizador interno. Este estabilizador seria um estoque de trabalhadores do governo a partir dessa política, que manteria aqueles não empregados pela iniciativa privada passando a estar empregados pelo EUI – Empregador de última instância (ou ELR – Employer of Last Resort) – do governo.

Para realizar esta política é necessário um aumento significativo do gasto governamental, o que pode resultar até em um déficit governamental persistente. Isto, no entanto, não seria um problema já que o governo não enfrenta restrição financeira. O único fator limitante é o excesso de demanda agregada, quando a economia estiver operando além do pleno emprego. Neste caso, um novo gasto do governo ou setor privado seria suficiente para ocasionar inflação.

Dentre os componentes da proposta, o governo:

- Atuaria como empregador de última instância;
- Estabelece, de forma exógena, o preço marginal do trabalho.

A proposta de pleno emprego é desenhada para aqueles que estão dispostos, aptos e desejosos para trabalhar. Sendo uma oportunidade para trabalhar a um salário determinado pelo governo.

Ninguém será forçado a trabalhar pelo governo neste programa.

Aqueles que recebem benefícios de bem-estar, entre seguro desemprego e outros, poderá escolher, de forma voluntária, entrar no ELR – Programa de pleno emprego – para receber mais do que recebe com os seus benefícios.

Os trabalhadores do ELR podem ser demitidos e ainda tem restrições para a sua reintegração. Com isso, essa nova oportunidade para trabalhar mantém os padrões de desempenho.

O salário inicial do ELR será no nível do salário mínimo do país ou algum outro método adotado.

O ELR não irá resolver todos os problemas do desemprego, subemprego, renda baixa e desqualificação. Logo, necessitará de outros pacotes de benefícios sociais.

Nota-se que o governo será o empregador de última instância, o motivo para enquadrar o governo nesta posição empregadora é descrito abaixo:

O problema político é desenvolver uma estratégia para o pleno emprego que não leve a instabilidade, inflação e desemprego. O principal instrumento de tal política é a criação de uma demanda infinitamente elástica por trabalho a um salário de piso ou mínimo que não dependa das expectativas de lucro de longo e curto prazo dos negócios. Como somente o governo pode separar a oferta de emprego da lucratividade de contratar trabalhadores, a demanda infinitamente elástica de trabalho precisa ser criada pelo governo. (MINSKY, 1986, p. 308)

O salário básico no setor público (SBSP) será determinado pelo governo, ao qual todos aqueles que procuram emprego àquele determinado salário encontrarão trabalho – emprego básico no setor público (EBSP). Com esta política, ela eliminará todo o desemprego de uma economia, com base naqueles que estão dispostos, desejosos e aptos a trabalhar ao salário mínimo oferecido pelo governo.

Se esta política estiver em funcionamento, gastos com o desemprego não seriam necessários, como em programas de seguro-desemprego. Assim, estes programas associados ao desemprego seriam substituídos pelo ELR. Entre as vantagens estão o tempo ilimitado para trabalhar no ELR, ninguém estaria sendo pago para não trabalhar e os pagamentos seriam equalizados, com o SBSP.

O objetivo do EBSP continua sendo o de preparar os trabalhadores para empregos não-EBSP (podendo ser do setor privado ou público), assim, teria um proveito melhor ainda se tivesse treinamento e qualificação para estes trabalhadores.

Não podemos deixar de notar diversos benefícios que este programa pode trazer com a diminuição do desemprego. Como a redução dos crimes, abusos psicológicos em relação matrimonial em casa, maus-tratos em crianças, entre outros.

Para entender a necessidade do programa como falta de demanda agregada para atingir o ponto ótimo esperado pela sociedade, entende-se que se há uma quantidade de 9 milhões de pessoas desocupadas atualmente no Brasil (IBGE, 2022), isso evidencia que a poupança nominal líquida desejada é maior do que a poupança nominal líquida efetiva que será gerada pelo déficit do governo.

O programa ELR atuara a partir da empregabilidade destes 9 milhões de trabalhadores, incorrendo em déficit até o ponto em que todo desemprego involuntário seja eliminado; acabando os trabalhadores que estão querendo aceitar o EBSP ao SBSP, o déficit deixará de ser aumentado.

O que se pode observar na economia em que está sendo aplicado este programa é que a partir do momento em que os trabalhadores estão sendo empregados pelo ELR, eles gerarão renda para o setor privado com os seus gastos e, dessa forma, o setor privado poderá começar a empregar trabalhadores para dar conta da demanda. Isso fará com que menos trabalhadores sejam necessários ao EBSP, ou seja, menos gastos governamentais com a demanda de trabalho.

Qual seria o tamanho do gasto deficitário do governo? Este seria determinado pela quantidade de trabalhadores que ficariam de fora dos empregos privados. No entanto, o preço pago pelos trabalhadores será mantido fixo, estabelecido exogenamente pelo governo. Assim, a quantidade de trabalhadores irá flutuar enquanto o seu preço permanecerá fixo.

A estabilização de preços acontecerá da seguinte forma: os trabalhadores têm a opção do EBSP, o qual também os empregadores têm a oportunidade de contratar trabalhadores no *pool* do EBSP. Então, caso as demandas salariais dos trabalhadores o setor privado excederem muito a margem sobre sua produtividade, os empregadores poderão obter trabalhadores do EBSP com uma margem sobre o SBSP. Isso seria uma forma de amenizar as pressões salariais que são causadas por conta da eliminação do medo do desemprego.

Os trabalhadores do ELR operarão como um estoque regulador – o estoque regulador de qualquer mercadoria é usado para estabilizar seu preço – que servirá para estabilizar o preço do trabalho não-EBSP naqueles trabalhos em que o *pool* do ELR são substitutos para trabalho não-EBSP.

A economia com o programa de pleno emprego seria melhor que a forma atual no tratamento dos trabalhadores de baixa qualificação. O sistema atual utiliza o trabalho desempregado e o excesso de capacidade como forma de amortecer aumento de salários e preços, só que paga aos trabalhadores desempregados para não trabalhar – seguro desemprego – e com isso, permite que o trabalho se deprecie de certa maneira, o qual se torna uma barreira para a recontração pelo setor privado. Ou seja, o dispêndio social com o desempregado sustenta a demanda agregada, mas não cria estímulos a oferta agregada (como, por exemplo, o crescimento do produto potencial).

Com o programa do ELR, os trabalhadores são pagos para trabalhar, o que pode elevar a produção de bens e serviços públicos e estimular a eficiência do setor privado, quando projetos

públicos de infraestrutura, que usa os trabalhadores do EBSP, melhora a produtividade das empresas nos locais empreendidos. O programa também pode aumentar a educação e qualificação dos trabalhadores comparando relativamente com o desempregado atual, e dessa forma, aumentar a oferta agregada, o que irá exercer uma pressão para baixo nos preços ao invés de causar inflação (Neste caso o aumento de produtividade deverá ser maior do que a demanda salarial exigida pelos trabalhadores para não causar inflação de custo).

As empresas que apresentam ciclos econômicos mais voláteis ou sazonal, como o setor de commodities, entre outras, seriam beneficiadas pelo não-pagamento de gastos com o seguro-desemprego e outros custos pela demissão do trabalhador, já que o programa ELR substitui programas sociais para desempregados. Essas empresas deixariam de ter custos do trabalho, o que serviria para contrabalançar outra vez em relação aos custos salariais mais altos.

O ELR serve como um programa de estoque regulador. Isto significa que o ELR permite estocar a força de trabalho quando esta não é necessária para os empregadores privados e outros cargos governamentais, sendo recolocados no *pool* de estoque regulador do ELR.

A partir da construção do ELR, ele também poderá gerar treinamento e educação no emprego básico do setor público (EBSP). Dessa forma, o governo se torna um “criador de mercado”, quando se dispõe em comprar o trabalho não-utilizado a um preço fixo e vendendo este trabalho com uma margem sobre o salário básico do setor público (SBSP).

Assim, a “artimanha” política da MMT é esta, estabelece um mercado de trabalho com a criação do estoque regulador de trabalho. Isto, de acordo com Wray (1998) permite obter o pleno emprego e preços estáveis. O que lembra em parte o padrão-ouro que mantinha o ouro plenamente empregado, o padrão do ELR garante o pleno emprego do trabalho.

Em conclusão,

... não é provável que a política do ELR induza inflação – muito menos cause aceleração inflacionária -, mesmo que ela de fato leve os preços a aumentarem quando implementada, e toda vez que o SBSP é elevado. Entretanto, a magnitude da pressão sobre os preços é atenuada pela probabilidade de que o ELR preservará e mesmo aumentará a produtividade dos trabalhadores do “exército de reserva” do EBSP que teriam ficado desempregados na ausência do ELR. Além disso, outros custos privados e sociais do desemprego serão reduzidos. Finalmente, a “âncora de preços” do SBSP poderia comunicar um grau maior de estabilidade aos salários pelo estabelecimento de um salário bem conhecido para trabalho homogêneo, padrão, de estoque regulador... (WRAY, 1998, p. 162)

Entende-se que se o governo que pode emitir livremente a moeda para os demandantes que oferecem bens e serviços, assim como serviços do trabalho, logo o seu dispêndio não contém limitações em suas decisões de financiamento. E, assim, o governo pode criar o programa para empregar todos os trabalhadores desempregados a qualquer preço de sua

escolha, o que aumentaria o déficit governamental ao ponto tão alto que seja relevante para permitir que o desemprego seja eliminado.

O programa do ELR é proposto pois, de acordo com Wray (1998),

1. Um sistema de mercado mais ou menos livre não gera o pleno emprego verdadeiro – sendo apenas transitório caso consiga atingir.
2. Nenhuma sociedade civilizada pode permitir que uma parte de sua população não tenha alimentação, roupa e habitação
3. Que a sociedade tem atribuído um alto valor ao trabalho como meio através do qual a maioria dos indivíduos obtém a sua sobrevivência.

O governo não enfrenta restrições financeiras, mas enfrenta restrições reais. Como o trabalho desempregado involuntariamente, está à venda, o governo pode empregá-lo. O programa ELR irá atuar como um estoque regulador para estabilizar os preços. E, comparando-se ao padrão-ouro que empregou plenamente o ouro, o padrão ELR irá gerar pleno emprego de trabalho.

Capítulo 3 – Os limites da MMT

3.1. Restrição externa

Antes de supormos uma economia periférica com a utilização de uma política da MMT, devemos entender que, diferentemente do país que a teoria se alardeou – EUA – os países periféricos possuem uma estrutura produtiva mais instável, dependente de capital externo ou com o crescimento limitado por questões de recursos externos.

A moeda periférica não é utilizada no âmbito internacional e, por isso, não serve de liquidez para pagamento de dívidas internacionais. Apenas o dólar americano – atualmente – serve como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor no âmbito internacional, não tendo problemas de balanço de pagamentos. Pois, o próprio EUA emite a moeda que serve para quitar os déficits em transações correntes.

A regra, de Kaldor e também de Thirlwall, demonstra a limitação decorrente da relação entre o crescimento e as exportações: Sem uma composição suficiente de exportação, qualquer desenvolvimento vigoroso será restringido, por uma necessidade de acumulação de dívida externa que tem o risco final de deixar de ser financiável ou pela necessidade de realizar cortes de importação de bens de capital, tecnologia, o que termina por impedir o crescimento da produtividade na economia.

As leis de Kaldor consistem nas seguintes proposições:

- A relação positiva entre o crescimento da indústria e o crescimento do produto agregado, portanto, quanto maior a taxa de crescimento da indústria, maior a taxa de crescimento do produto agregado.
- Há uma relação positiva entre a taxa de crescimento da produtividade da indústria e o crescimento do produto industrial, ou seja, quanto maior a taxa de crescimento da indústria, maior a taxa de crescimento da produtividade.
- Quanto maior a taxa de crescimento das exportações, maior a taxa de crescimento do produto
- O crescimento da economia a longo prazo não será restringido pela oferta, mas pela demanda, dessa forma, a principal restrição de demanda ao crescimento do produto, em uma economia aberta, é o Balanço de Pagamentos.

Essa regra sugere que, se o objetivo é o crescimento sem constrangimentos externos no longo prazo, “como deve crescer a exportação (em termos físicos) para suportar um dado

crescimento do PIB (em termos físicos), condicionada à tecnologia do sistema produtivo e às preferências dos consumidores incorporadas na elasticidade-renda das importações.” (NETTO, 2010)

Ou seja,

“o crescimento econômico, liderado pela demanda agregada, pode assim ser restringido por desequilíbrios no Balanços de Pagamentos, gerados ou pelo aumento relativo das importações vis-à-vis as exportações ou por uma perda de competitividade das exportações, provocado pelo relativo atraso industrial. Nesse sentido, encorajar uma aceleração na taxa de crescimento das exportações pode permitir taxas de crescimento econômico maiores caso um déficit externo não possa ser coberto por um fluxo de capitais. O aumento das exportações, neste sentido, deve ser direcionado para os setores onde a demanda mundial é crescente.” (LAMONICA, FEIJÓ, 2011, p. 119)

A teoria de Thirlwall sugere formas para evitar a restrição externa:

1. O crescimento da economia com prioridade à expansão das exportações, mas sem criar empecilhos as importações, pois todo o comércio intra-indústria, nos produtos industrializados, dispõe e se relaciona com uma logística eficiente.
2. Dar ênfase à elevação da competitividade dos produtos que possuem elevada elasticidade com relação ao PIB mundial.

A tese da Cepal argumenta que os países periféricos, exportadores de matérias-primas, teriam dificuldade para se desenvolver, por conta da baixa elasticidade-renda das suas exportações no mercado mundial. (NETTO, 2010)

De acordo com o argumento de Kaldor, para uma economia como a brasileira crescer com taxas mais elevadas no contexto de abertura econômica atual, é necessário reduzir a restrição externa, o qual é possível apenas com a transformação da estrutura industrial, de forma a aumentar a competitividade das exportações. Ou seja, as economias em desenvolvimento deveriam adotar uma política de acumulação de capital como forma de alcançar o crescimento. Sendo o desenvolvimento de um setor industrial avançado tecnologicamente fundamental para sustentar o crescimento de longo prazo da economia. (LAMONICA, FEIJÓ, 2011)

Com a impossibilidade de diversificação da pauta de exportação, estes países estariam com o destino de ter crises no balanço de pagamentos toda vez que buscassem acelerar o crescimento, já que este implica, em maior demanda de importações. O caminho que o Brasil tomou para contornar isso foi a substituição de importações, como forma de reduzir a elasticidade-renda.

Com o caminho adotado pelo Brasil, acontece que a economia não se desenvolveu voltada para fora e, dessa forma, em suas fases de crescimento se mostrou dependente de capital

externo, sendo condicionada as limitações do crédito e liquidez internacional de maior ou menor liquidez. (BRITTO, 2007)

Após 1981, no Brasil, as restrições do Balanço de Pagamentos começam a se constituir como importantes condicionantes da ausência de crescimento econômico sustentável nesse período. Os limites externos à economia brasileira ocorreram com os choques do petróleo, aumento da taxa de juros dos EUA, reduzindo as exportações e as taxas de crescimento do PIB.

O desempenho excepcional das exportações brasileiras nas décadas de 1965-75 e 1975-85, foi por causa da política de aceleração da diversificação da pauta dos produtos manufaturados. Mas, essa foi a opção de crescimento com endividamento, que é, de acordo com Castro & Souza (2004), uma alternativa à contração econômica, ao mesmo tempo que se estimulava uma mudança estrutural na economia.

Depois destes períodos ocorrem a tragédia das contas externas. Os planos de estabilização fracassados e com o crescimento do produto industrial à taxa média de 1,0 % ao ano (1987-2006), com bastante instabilidade. Redução da geração de recursos internos das empresas, enquanto temos a maior taxa de juro real do Mundo e com as expectativas de demanda abordadas por um longo período.

Com a primeira metade do período (1987-2006) começou a ter os desequilíbrios de várias ordens, resultando em um ambiente de alta inflação. Neste período, ocorre um baixo crescimento do produto em um contexto de desvalorização cambial e alta da inflação. A segunda metade do período é de baixo crescimento do PIB, mas agora em um ambiente de estabilidade de preços e valorização da taxa cambial. (LAMONICA, FEIJÓ, 2011)

As dificuldades em relação ao equilíbrio externo acontecem pelos seguintes motivos:

1. O razoável desempenho da economia, deixou-se de criar a demanda interna;
2. A eliminação de uma estratégia de desenvolvimento e de exportação;
3. Uma deterioração dos instrumentos criadores de novas vantagens comparativas;
4. As supervalorizações e volatilidade do câmbio, os congelamentos de preços das últimas décadas;
5. A diminuição dos investimentos públicos na infraestrutura. (NETTO, 2010)

A conclusão é que o fraco desempenho exportador foi um inibidor do maior crescimento do PIB real. Assim, investimentos em setores que criariam maior dinamismo na economia ficaram comprometidos a partir de 1981, devido à escassez de divisas, à política cambial e a alta inflação.

A década de 80/90 perpassa com vários “erros” de política econômica: valorização do real, contínuo déficit em transações correntes, juros elevados, aumento de forma incontrollada das despesas públicas, da carga tributária e da dívida pública, o que acabou terminando nas crises cambiais de 1998 e 2002 que levaram o Brasil a buscar um acordo com o FMI. (NETTO, 2010)

Ao longo dessa década, com a ausência de fluxo de capitais ao Brasil, o modelo de crescimento nas décadas anteriores não se sustentou. Sem os fluxos de capitais externos, a condição para equilibrar o Balanço de Pagamentos imporia um limite à demanda agregada para atuar com reduções das importações relativamente às exportações. “A inércia da indústria de transformação em função da inflação e das dificuldades externas levou a uma semiparalização da economia brasileira, o que afetou o crescimento da produtividade industrial.” (LAMONICA, FEIJÓ, 2011, p. 129)

Com este retrospecto, percebe-se que a tese de Thirlwall faz sentido na história econômica do Brasil.

O Brasil teve um crescimento bem sustentado no período de substituição de importações. Apesar que essa política é “secundária” como forma e esforço para reduzir a elasticidade-renda das importações e a escassez de divisas para o financiamento dos déficits.

De acordo com NETTO (2010), a estratégia de longo prazo de um país em desenvolvimento com a dimensão física e demográfica do Brasil deveria, portanto, ser a continuidade a participação ativa na oferta de bens manufaturados, e, naqueles produtos que apresentam maior elasticidade, ou seja, aqueles que demandam tecnologias avançadas e com certo grau de complexidade. Assim que fizeram países como a Coreia e a China.

3.2. Moeda e hierarquia monetária

Casos como o Brasil são diferentes e talvez não podem servir para aplicação. Veremos adiante um dos motivos que torna o sistema monetário Brasileiro e de outros países periféricos diferentes do país que teve o maior alargamento das suas ideias – nos EUA – onde o país pode ser considerado detentor da moeda reserva do sistema internacional.

Com o fim do acordo de Bretton Woods, o sistema não tem uma base de conversibilidade ao ouro e sim, flutuações de uma moeda à outra. O sistema monetário internacional se baseou no dólar como a divisa-chave. Tendo o regime de câmbio flutuante e a livre mobilidade de capitais. (PRATES, 2005)

A economia global passou por mudanças nos regimes monetários e financeiros. Um dos fatores foi o aumento do processo de securitização de dívidas e operações com derivativos, além de outros segmentos do mercado financeiro. Mas, com isso, aumenta-se os fluxos especulativos e criação de novas engenharias financeiras o que deixa o sistema mais instável.

Os ganhos com as operações financeiras altamente voláteis atraem a massa dos capitais do mundo, o qual passam a exigir retornos mais altos para as suas decisões de investimento. Neste interim cria-se grandes corporações que passam a consolidar o sistema internacional da produção. Essas corporações se dirigem para a periferia do globo, buscando custos mais baixos e adicionais.

Enquanto isso, os países emergentes sofrem de uma instabilidade sistêmica em seu sistema monetário e financeiro. O motivo para a maior vulnerabilidade destes países são as assimetrias monetárias e financeiras. Ou seja, a entrada de capitais não é boa ou ruim, pois pode estar seguindo uma busca por lucros maiores em períodos de normalidade e uma “fuga para qualidade” – voltar os recursos para as moedas centrais – nos períodos de crise. O que aprofunda a instabilidade dos países periféricos ou – por outra visão – são os capitais indo para os países onde eles não são ameaçados com políticas governamentais controladoras ou restritivas.

O lado positivo do aumento do investimento estrangeiro acontece com a transferência de tecnologia na China e aumento da exportação de commodities na América Latina. Na América Latina, os países não aproveitaram para implantar mudanças profundas na sua estrutura produtiva. Pois essa facilidade das condições internacionais manteve uma integração internacional subordinada.

O Brasil também teve o crescimento puxado pela demanda interna resultante do aumento da expansão do investimento e do consumo. Com o consumo induzido pelo crescimento da renda e pelas políticas distributivas e de crédito implantadas pelo governo.

No entanto, após a crise de 2008, houve mudanças nas características do novo cenário. Os países desenvolvidos recuaram sua postura fiscal expansionista e passaram a recorrer a instrumentos de política monetária, na forma de flexibilização quantitativa e taxas de juros baixas.

O regime de câmbio flutuante no contexto de livre mobilidade de capitais não ajudou muito a estabilidade das taxas de câmbio dos países periféricos e seus desequilíbrios na balança de pagamentos.

Essa instabilidade acontece em períodos fora da normalidade, em que acontece a fuga para a divisa-chave do sistema. Divisa-chave é a moeda internacional que desempenha as

funções de uma moeda nacional – meio de liquidação das transações e dos contratos, unidade de conta e reserva de valor – em âmbito internacional. (PRATES, 2005)

Os fluxos de capitais obedecem aos ciclos econômicos e a hierarquia monetária. Há uma assimetria monetária entre as moedas dos países, com base no nível de integração e desenvolvimento financeiro e monetário do país. A assimetria está relacionada com a hierarquia de moedas que existe em âmbito internacional. Com as moedas centrais no topo da hierarquia e as moedas dos países emergentes compõe-se o restante da hierarquia até a base.

Podemos prosseguir entendendo que “a taxa de juros do dólar, constitui-se a taxa básica do sistema, tendendo a ser a menor de todas, pois remunera a moeda-chave, considerada a mais segura e mais líquida pelos detentores de capital.” (PRATES, 2005, p. 13); CARNEIRO, 1999)

A taxa de juros dos países periféricos deve seguir o componente da taxa básica de juros internacional. Sendo a taxa básica de juros dos EUA, acrescida de um prêmio de liquidez e da expectativa de variação cambial.

Taxa básica de juros de um país periférico = Taxa básica de juros do SMI¹ + Spread (Risco-país) + Expectativa de variação cambial.

Assim, os países periféricos não tem condições de escapar da regra de formação da taxa de juros do sistema, dado fatores como a livre mobilidade de recursos seja em períodos de normalidade ou em crise, abundância ou escassez de recursos, esses países, de forma geral, não tem graus de liberdade para adotar políticas como a MMT ou anticíclicas que atenuariam as variações dos fluxos de capitais sobre a economia doméstica. (PRATES, 2005)

Podemos colocar a globalização financeira² como um problema fora de controle dos países periféricos. Essa dinâmica do mercado financeiro internacional determina os fluxos de capitais para a periferia. Tendo uma hierarquia que integra de forma desigual os sistemas financeiros nacionais dos países periféricos. (PRATES, 2005)

Com a livre mobilidade de capitais e câmbio com flutuação suja, os agentes privados, ao sentirem-se ameaçados, tem o endereço certo para aonde os seus recursos serão aplicados como forma de proteção a instabilidade política nacional ou controle “fora do comum” do governo sobre a moeda e o funcionamento da economia. A colocação de recursos em títulos do governo americano ou ativos do exterior (dólar, ações americanas, títulos de instituições privadas estrangeiras) servem como um hedge de mercado para a carteira dos indivíduos privados e está disponível para qualquer um no mercado financeiro.

¹ Sistema Monetário Internacional

² A globalização financeira está relacionada à eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros.

As políticas do governo, ao agirem com a colocação da taxa básica de juros muito baixa e com um déficit público permanente e “abrupto” nos primeiros anos de aplicação de políticas da MMT, espantarão capitais financeiros e agentes privados. Estes iriam para países que os riscos são mais baixos e com boa rentabilidade e valorização de ativos. A questão do grande déficit público causar um efeito *crowding out* é questionável, por conta do aumento do gasto público causar uma queda da taxa de juros e não o contrário, de acordo com a teoria.

Países com moedas periféricas e com liberalização financeira e de capitais como o Brasil não são indicados para a aplicação das políticas MMT. Percebe-se o risco que a volatilidade de mercado pode trazer ao país quando suas políticas adotadas estiverem contando com gastos públicos e aumento da dívida pública, acúmulo de trabalho público com a política de pleno emprego e com resultados não esperados pela teoria – A inflação – que é tratada com mais impostos e não com a política monetária. Toda essa distorção de diagnósticos, soluções e políticas diferentes para cada situação econômica instiga curiosidade e preocupação de analistas econômicos que espalharão o “terror” da continuidade dessas políticas.

Para que as políticas da MMT ocorram e tenham os resultados esperados é necessário um descarte de boa parte das ideias econômicas tradicionais e dos analistas financeiros. Considerando-se improvável o resultado positivo, pois, os países com moedas periféricas não têm um poder discricionário com a política fiscal e a emissão de moeda.

Qual o ponto de encaixe que assegura ao investidor a sua renda e poder de compra? A função de reserva de valor de uma moeda. Essa é a principal função procurada por participantes do mercado financeiro e agentes privados. Além do mais, a busca por uma reserva de valor leva aos investidores a venderem ativos e colocarem recursos em ativos dolarizados. Pois o dólar representa a reserva de valor do sistema monetário internacional, sendo a moeda divisa do sistema.

“As moedas periféricas, por não desempenharem a função de reserva de valor, não são capazes de cumprir o papel de receptáculo da incerteza no âmbito mundial, estruturalmente mais elevada pelas características deste sistema.” (PRATES, 2005, p. 19)

Em suma, as assimetrias monetária e financeira, que são relacionadas e imbricadas, contribuem para explicar a maior vulnerabilidade dos países emergentes à volatilidade intrínseca aos fluxos recentes de capitais, bem como a tendência ao endividamento em moeda estrangeira e à dolarização, que resultam no descasamento de moedas e nos feedbacks recíprocos entre crises cambiais e bancárias, subjacente ao caráter predominantemente gêmeo das crises financeiras nesses países. (PRATES, 2005, p. 20)

Assim, entende-se que as crises econômicas e cambiais acontecem reciprocamente. Os países periféricos com fronteiras liberalizadas não conseguirão uma expansão fiscal significativa sem ter o risco de uma grande fuga de capitais, um colapso da moeda e conseqüentemente uma crise. No entanto, o fechamento das fronteiras para impedir este resultado é indesejável e difícil devido ao grande volume e fluxo de capital estrangeiro que se acumulou dentro das fronteiras dos países. Dessa forma, qualquer sinal de controles rígidos de capital desencadearia uma fuga de capital de grande escala com as mesmas conseqüências.

Como foi analisado por Prates (2020), o sistema monetário internacional possui uma hierarquia, sendo os países, que não são detentores das moedas centrais, emissores de moeda inconversível. Adiciona-se a isso a elevada abertura financeira (No sistema atual) teriam graves dificuldades para colocar as políticas da MMT em prática. (CARNEIRO, 2021)

Apesar de o dinheiro ser considerado pela teoria como uma criatura do Estado, qualquer agente privado pode emitir moeda, o problema é a sua aceitação, visto que a moeda estatal liquida tributos. A questão é que os tributos são apenas parte pequena da renda, assim, para fazer a moeda estatal circular, precisaria de ajuda da moeda privada. (CARNEIRO, 2021)

A MMT foca centralmente no caráter creditício e meio de pagamento do dinheiro, esquecendo de analisar o dinheiro como reserva de valor como demanda. O que, “para a teoria keynesiana, a dimensão de reserva de valor, ou o dinheiro como riqueza, ou ainda como ativo, é crucial.” (CARNEIRO, 2021, p. 293)

As decisões dos agentes econômicos quanto à escolha de ativos, formulada por Keynes (1936) é feita, primeiramente, em termos das taxas de retorno do próprio ativo. Isso envolve a consideração de quatro elementos: - (c), (q), (l) e (a): - (c) o custo de carregamento, (q) são as quase-rendas associadas ao ativo, (l) o prêmio de liquidez ou o prêmio genérico que se cobra pela iliquidez. (CARNEIRO, 2021)

Ir da moeda para outros ativos requer a observação das quase-rendas (q) e do custo de carregamento (-c) que estão associados aos rendimentos. Outro elemento adicionado é o termo (a) que representa o retorno dos ativos reais em sua apreciação ou depreciação. Este, está associado a mudança de preços relativos. Em todos os ativos, seja moeda, títulos ou ativos reais, contém suas taxas próprias de retorno. (CARNEIRO, 2021)

Todo o processo acima descrito está na base da definição de riqueza especulativa... e que a partir dessa precificação são transacionados em mercados secundários, com diversas conseqüências, incluindo bolhas de preços e ciclos financeiros. A preferência pela liquidez,

refletindo o papel do mercado na determinação das taxas de juros é esquecida pela MMT, que vê apenas o caráter estatal em sua determinação. (CARNEIRO, 2021)

De acordo com a MMT, não há restrição financeira ao gasto público, então o seu financiamento e rolagem da dívida sempre funcionará, sem ocorrer *default*. “No financiamento da dívida, cabe distinguir a rolagem do principal (estoque), da carga de juros (fluxos), e do saldo primário.” (CARNEIRO, 2021, p. 298)

O pagamento ou a amortização e, portanto, a criação de moeda é prévia à sua recaptura por meio da emissão de novos títulos. Mas, mesmo neste caso, esta renovação está sujeita a mudanças de prazos e juros e o seu resultado dependerá do poder relativo do Tesouro vis-à-vis a preferência pela liquidez dos rentistas. (CARNEIRO, 2021, p. 298)

A carga de juros da dívida pública não é a contrapartida de uma emissão de moeda feita previamente, nem se aplica os princípios de demanda efetiva igualmente é feito com o déficit primário. Esta carga de juros demandará o fluxo novo de poupança sem ter contribuído para seu aumento.

O financiamento para a dívida pública dependeria do aumento ideal do PIB ou mudanças nos portfólios privados e nas taxas de juros.

Assim, a preeminência da moeda estatal não confere atenção as formas de moeda privada como os depósitos à vista dos bancos. Adiciona-se a isso o mercado financeiro e abertura financeira que confere quase total liberdade aos agentes privados em entesourar a sua renda, conceder empréstimos e especular, o que tem um efeito determinante na economia, seja para alavancar empresas, bancos e grandes gestores, investidores ou o contrário, causando instabilidade na economia.

A abordagem mais ideal seria considerar as duas formas da moeda – pública e privada – e quais seriam as suas relações e consequências. (CARNEIRO, 2021)

Outras críticas a teoria MMT advém do seu papel sedutor, para aqueles que enxergam o Estado como o principal promotor de prosperidade e justiça. De acordo com Mueller e Vaz-Curado (2019), a MMT justifica gastos governamentais, promessas de garantia de emprego público e subestima os riscos da inflação. Isso porque a MMT veio a público com a proposta de que o governo não deve procurar se preocupar com restrições financeiras, só que no caso dos países periféricos vão sofrer de restrições externas.

Quando os períodos são normais, o investidor pode considerar os títulos do governo como se fossem moeda. Manter estes títulos é como economizar em moedas. Se o mercado de títulos é líquido, em sua maior parte do tempo, os títulos são um substituto total da moeda e ainda rendem juros.

Entretanto, no caso de a inflação de preços exceder as expectativas, os cálculos feitos dos investidores para comprar os títulos não se sustentam mais. O investidor irá vender os títulos e os novos investidores apenas aceitarão comprar os títulos a uma taxa de juros mais alta. “A equivalência de títulos a moeda se quebra.” (MUELLER, VAZ-CURADO, 2019, p. 11)

De acordo com Mueller e Vaz-Curado (2019),

“Equivalência ricardiana significa que o financiamento da despesa pública por dívida pública é equivalente ao financiamento por impostos. Caso o governo opte por financiar seus gastos com emissão de dívida, mais cedo ou mais tarde o governo terá que aumentar os impostos para pagar suas dívidas. Em outras palavras, há um trade-off entre cobrar impostos no presente ou no futuro. Logo, despesas públicas financiadas com emissão de dívida serão respondidas com aumento da poupança privada através da aquisição de títulos públicos.” (MUELLER, VAZ-CURADO, 2019, p. 11)

Neste caso de quebra de equivalência, observa-se que a argumentação da teoria monetária moderna sobre o governo poder gastar sem levar em conta o seu recebimento, ou “déficits não importam”, acaba se tornando uma promessa falsa. Assim que as expectativas inflacionárias começam a subir e têm-se a confirmação com a realidade, o governo se torna um devedor comum, sendo digno de crédito apenas na sua própria capacidade de honrar sua dívida. O fenômeno que acabou de ser descrito é a perda de confiança.

3.3. Solvência Governamental

De acordo com Resende (2019), o argumento da MMT é que os déficits orçamentários não importam se a taxa de juros for menor que a taxa de crescimento da economia.

Para seguir nesta questão, apresento os coeficientes da dívida pública e do déficit orçamentário descritos por Mueller e Vaz-Curado (2019).

O coeficiente do déficit orçamentário anual (k) de um país é dado pela variação da dívida pública (B) no período em relação ao PIB anual (Y):

$$k = \frac{B_t - B_{t-1}}{Y_t}$$

O crescimento da dívida em fixa relação com o PIB nominal (kY) é igual ao coeficiente da dívida (D) multiplicado pela taxa de crescimento do PIB nominal (g) ou multiplicado pela taxa de crescimento do PIB real (g^*) mais a taxa de inflação (π):

$$k * Y = D * g = D * (g^* + \pi)$$

O coeficiente da dívida pode ser reescrito dessa forma:

$$D = \frac{B}{Y}$$

Com uma taxa de juros constante, o coeficiente da dívida convergirá para a relação do coeficiente do déficit e da taxa de crescimento do PIB nominal. Caso o coeficiente do déficit e a taxa de crescimento for constantes, o coeficiente converge para um valor estável:

$$\frac{B}{Y} = \frac{k}{g^* + \pi} = \frac{k}{g}$$

O coeficiente da dívida irá aumentar se o coeficiente de déficit sobe ou se a taxa de crescimento decai. Dessa forma, a liberdade do governo em praticar finanças funcionais depende da diferença entre o valor do serviço da dívida e o resto do orçamento. Sendo a questão da dívida de longo prazo em relação ao superávit primário é:

$$\frac{T - G'}{Y} = (r - g^*) = \frac{B}{Y}$$

A fórmula acima demonstra o tamanho do superávit que é necessário para manter a solvência. Nas oportunidades em que a taxa de juros real (r) excede a taxa de crescimento real (g^*), o governo federal deverá criar superávits primários para se manter solvente. Se não o fizer, a dívida poderá se tornar insustentável. (MULLER, VAL-CURADO, 2019)

O crescimento do PIB real depende da acumulação de capital físico e humano, progresso tecnológico, que são fatores de longo prazo. Mesmo se o governo seja capaz de manipular a taxa nominal de juros, a taxa real de juros estará ancorada à taxa natural, que é determinada pela preferência temporal em uma determinada sociedade.

A única forma para a política econômica, seria gerar superávits primários e implementar uma política econômica voltada ao aumento do crescimento natural da economia. Neste caso, criar condições para o progresso técnico e promover a acumulação do capital físico e humano são os passos ideais para melhorar a produtividade de uma economia e sua taxa natural de crescimento e a política de boa governança (aplicar finanças saudáveis como o orçamento equilibrado) se encarrega de estabelecer a confiança e, portanto, reduzir a taxa natural de juros (NAIRU – taxa de desemprego não aceleradora da inflação).

Para a MMT, com a política de pleno emprego, geradora de emprego governamental, pode reduzir a taxa natural de desemprego para o pleno emprego. A questão não é criar um emprego permanente e sim servir de estoque para a criação de empregos privados, quando estiverem disponíveis. O estoque de trabalhadores reserva, comportaria como um amortecedor, chamado *buffer stock*. Assim, a nova taxa natural de desemprego seria chamada de NAIBER (*buffer* de reservas de emprego não acelerador da inflação).

De acordo com Mueller e Val-Curado (2019), o governo deve identificar quais áreas há ociosidade para realizar investimentos, e caso consiga identificá-las, perde-se o controle sobre

a moeda quando ela entra na economia por meio de gastos governamentais. Já que os gastos governamentais são partes da demanda agregada, o governo deveria identificar áreas ociosas na economia para evitar excesso de demanda agregada e, conseqüentemente, inflação. No entanto, com a entrada da moeda na economia, ela foge do controle do governo, tornando inviável qualquer objetivo de controle da demanda agregada. Ou seja, não é possível atingir os dois objetivos da MMT ao mesmo tempo, o pleno emprego e a estabilidade de preços.

O primeiro momento da política de pleno emprego acontece com o governo contratando até o nível da NAIBER. O segundo momento acontece com o setor privado demandando trabalho, como os trabalhadores estão empregados pelo governo, eles exigem salários mais altos para trocar de emprego e irem para a iniciativa privada.

Uma das conseqüências do setor privado é o encarecimento do trabalho. Este acontece no segundo momento, com o movimento dos trabalhadores do governo para o setor privado. Com o encarecimento, as empresas buscam contratar menos trabalhadores e atingindo uma função de produção menor do que poderia, caso os trabalhadores custassem menos e, assim, contaria com uma quantidade maior de trabalhadores. E, com salários maiores, os lucros das empresas seriam menores. Com a queda dos lucros, as empresas optariam pelo aumento dos preços dos produtos e serviços vendidos por elas.

Logo, o resultado da política do governo de contratar, de forma temporária, os desempregados, seria o aumento do custo das empresas e um empecilho de contratar os trabalhadores do governo.

O governo vira uma grande empresa que demanda trabalho e determina o nível dos salários. Como o governo não tem restrições financeiras, os gastos em salários são indeterminados, podendo ser pago qualquer salário. E, dessa forma, de acordo com Mueller e Vaz-Curado (2019), passa a ser uma fonte de *crowding-out* em relação ao investimento privado, por causa do aumento dos custos das empresas. Como o setor privado determina o nível de preços dos seus produtos, um aumento do custo das empresas em salários resultará em um aumento do nível de preços.

A proposta da intervenção do governo na economia como uma solução do desemprego pela MMT é feita sem o conhecimento pleno de todos os fatores necessários para o sucesso dessa decisão. Pois, o governo é um grupo de indivíduos. Estes indivíduos que o compõem são falíveis e tem as suas decisões literalmente subjetivas. Assim, o conhecimento necessário para a tomada de decisões não está disponível em sua totalidade a nenhum indivíduo, e sim, está

disperso entre frações a cada indivíduo. Ou seja, não há a possibilidade de concentrar o conhecimento necessário para a coordenação da atividade econômica.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A fim de trazer à discussão a teoria monetária moderna aos países periféricos, analisando as diferenças que teria com a teoria aplicada aos países periféricos em relação ao país que teve sua repercussão maior, os Estados Unidos. No início, a teoria monetária moderna se apresentou como uma nova alternativa à ortodoxia econômica atual, desafiando suas ideias em vários campos da economia e da história. Ao longo deste trabalho apresentamos a teoria, mostramos quais são suas ideias principais, conceitos e interpretação sobre a moeda e as políticas monetária e fiscal. Além disso, a teoria coloca o papel do governo como principal agente da economia com a capacidade de levar a sociedade para o pleno emprego e a estabilidade de preços.

A teoria, que parece ser perfeita no papel, sofre de diversas limitações e críticas. Além de uma possível aversão dos analistas financeiros, empresários na economia sobre a aplicação de uma teoria que propõe que o governo que detém o monopólio da moeda não possui restrição financeira. A proposta de déficits permanentes pode assustar a sociedade brasileira que já sofreu com o inchaço do Estado e as consequências da inflação – que ocorrem com a descrença no Governo, já que a moeda instável representa um Governo instável.

Com a teoria, coloca-se a moeda como ponto central para entender os problemas das economias. É a moeda que serve como alocação dos produtos do trabalho social humano entre diversos segmentos de mercado da sociedade. Assim, o entendimento sobre a moeda, que é uma construção coletiva e do Estado, de forma histórica e também nos seus processos, é fundamental para a elaboração do modelo econômico e ser, um ponto inicial para uma forma ideal de acordo com a realidade.

Construímos, com essa teoria, uma formação histórica diferente da propagada pela história da moeda-mercadoria que é feita pelas escolas de economia do *mainstream*. De forma que a noção de políticas econômicas fosse apresentada e utilizada de forma diferente do atual e conseguisse atingir o objetivo de pleno emprego e estabilidade de preços.

A teoria se torna à tona, a partir da última falha que aconteceu em 2008, considerada um erro do consenso econômico que já dominava a sociedade americana. Os países periféricos são exemplos de países que abandonaram o receituário do consenso econômico a partir da crise de 1929, criando seus próprios desenvolvimentos industriais no contexto da era de ouro do capitalismo. Já na década de 1970, vemos retornar ao domínio o liberalismo, através da revolução monetarista com o seu principal expoente o Milton Friedman. Este domínio mantém

até hoje com o novo consenso macroeconômico, mas sofre rupturas a partir da crise de 2008, sendo a teoria monetária moderna uma dessas rupturas que está sendo propagada.

O que percebe na crise de 2008 é alguma falha na teoria econômica convencional e no seu modelo econômico. A forma de solucionar a crise pelos Bancos Centrais de aumentar a base monetária em mais de cem vezes e não causar inflação durante anos foi um novo questionamento a teoria convencional, que poderia estar “simplesmente errada” como diz o André Lara Resende.

Para aqueles que buscam ter o interesse em entender uma abordagem econômica alternativa em sua capacidade de mostrar a funcionalidade da economia moderna e como responder aos empecilhos econômicos e sociais do século atual, a teoria monetária moderna se apresenta, acumulando conceitos econômicos e produção histórica que respondem aos questionamentos feitos por parte da sociedade e no atual momento da história. A teoria monetária moderna utiliza evidências históricas antiga como formas que reconhece a história da moeda como sendo muito mais antiga. A partir do conceito que a moeda é uma dívida e uma criatura do Estado. O Estado passa a ser visto como a entidade emissora primária da moeda e que garante a sua utilização através dos tributos cobrados à população.

A teoria monetária define que o governo nunca sofrerá por falta de moeda, como meio de gastar e comprar produtos e serviços. Já que o Estado é o emissor da moeda, ele pode sempre emitir moeda para gastar. Considera também que a taxa de juros é definida de forma exógena pela autoridade monetária, sendo o objetivo de colocar no patamar que cause um ótimo de investimento. No terceiro ponto, temos que há uma associação da política monetária com a política fiscal, devendo ser utilizadas em um plano conjunto de atingir um determinado objetivo. A política monetária é utilizada como uma estabilizadora no mercado financeiro, e por conta da demanda por moeda ser uma função da preferência do público e dos gastos do governo, ela se torna pouco eficiente na determinação da demanda agregada. Assim, a política fiscal se torna o meio principal para o controle da demanda agregada, podendo ser expansionista ou contracionista.

Ao longo da construção deste trabalho, no entanto, mostramos que há diversas limitações da teoria no que diz respeito à sua aplicação aos países periféricos. A teoria não consegue ter o protagonismo político em condução as soluções aos problemas econômicos vistos no Brasil e outros países periféricos. O grande problema da teoria é não considerar a reação dos agentes econômicos privados ao lidar com uma política de gastos expansionista que leva à déficits permanentes, além das emissões de moeda, baixando taxa básica de juros à força

e criação de um mercado de empregos públicos como forma de eliminar o desemprego involuntário. É uma proposta revolucionária que deve ter muito cuidado antes de ser colocada em prática. Uma das questões que temos é a restrição externa que o Brasil enfrenta. Sempre dependente de capital externo ou investimento direto externo, o Brasil terá problema se não manter a confiança dos investidores estrangeiros no país, manter o orçamento equilibrado e espaço atrativo para a iniciativa privada. Outro ponto apontado com o trabalho é a moeda periférica que o Brasil tem, fazendo parte de uma hierarquia monetária em que tem o dólar como centro dessa hierarquia. Sempre em momentos de incerteza há uma imigração de recursos aplicados em moedas periféricas para as moedas centrais do sistema, em que tem uma segurança maior e, por consequência, reserva de valor para os capitais.

Percebemos que nos países emergentes, nenhum deles sozinho com fronteiras tão liberalizadas conseguirá uma expansão fiscal significativa sem arriscar uma grande fuga de capitais, um colapso da moeda e conseqüentemente uma crise. Entretanto, fechar as fronteiras para impedir este resultado indesejável não é possível, tanto por conta do grande volume de capital estrangeiro legado que se acumulou dentro das fronteiras de muitos países quanto pela liberdade dos empreendedores nacionais em empregar seus recursos no país e não temerem qualquer risco de controle ou taxas.

Qualquer sinal de imposição de controles rígidos de capital desencadearia uma fuga de capital em grande escala com as mesmas conseqüências. Como entendido acima, a assimetria monetária resultará em uma assimetria macroeconômica, o qual diz respeito aos diferentes graus de autonomia política dos países periféricos no sistema.

Outro ponto, temos que a política de *quantitative easing*, que pareceu ser uma quebra de paradigma na ortodoxia econômica, na verdade perde a sua eficácia a partir da segunda vez que utiliza essa política, pois percebemos com os resultados apresentados que o mercado antecede tais políticas, não tendo efeito na economia.

Nesse sentido, consideramos não haver uma “novidade boa” na teoria monetária moderna. Por mais que queiramos a solução mágica para todos os problemas econômicos atualmente, não há uma solução que vá em outro caminho do que o aumento do nível de educação e qualificação de uma população e aumento do nível de investimento real e bem-sucedido. Tudo passa por uma questão de muito estudo, planejamento, conhecimento de oferta e demanda do setor em que irá realizar o investimento. Um programa em que ensina o empreendedorismo, vendas, educação financeira e inteligência emocional é mais assertivo do

que um programa em que simplesmente entrega uma “enxada” para alguém trabalhar para o governo.

Logo, o estímulo do desenvolvimento econômico para os países periféricos passa longe da proposta defendida pelo programa da teoria monetária moderna, devendo ser questionada sempre que apresentada ao público como “nova” teoria e solucionadora de desafios econômicos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRITTO, G. (2007) “Economic growth in Brazil from a Kaldorian standpoint”. Tese de doutorado, University of Cambridge, UK.

CARNEIRO, R. M. (1999) “Globalização financeira e inserção periférica”. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, p. 58-92.

CARNEIRO, Ricardo. *Globalização e Inconvertibilidade Monetária. Globalização e Inconvertibilidade Monetária*. São Paulo, p. 1-18. out. 2008.

CARNEIRO, Ricardo. *As falhas da Modern Monetary Theory (MMT)*. *As Falhas da Modern Monetary Theory (Mmt)*. Rio de Janeiro, p. 1-15. jan. 2021.

CARVALHO, Marcelo Soares de. *Abba Lerner à sombra e à luz de John Maynard Keynes: convergência e divergência em teoria e política econômica*. *Finanças Funcionais*. Campinas, p. 743-769. dez. 2018. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ecos/a/QxX3QdDYjmHCNKQXHtLMvjK/?lang=pt>. Acesso em: 7 dez. 2022.

CASTILHO, Paulo Alexandre Francisco. **A abordagem cartalista: Uma aplicação ao plano real e ao euro**. 2013. 37 p. Monografia (Especialização) - Curso de Ciências Econômicas, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

CASTRO, A.B. e SOUZA, F.P. (2004) *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*. Editora Paz e Terra, 3ª edição.

CONTI, Bruno Martarello de. *POLÍTICAS CAMBIAL E MONETÁRIA: OS DILEMAS ENFRENTADOS POR PAÍSES EMISSORES DE MOEDA PERIFÉRICAS*. 2011. 1 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Unicamp, Campinas, 2011.

CONTI, Bruno Martarello de; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. *A Hierarquia Monetária e Suas Implicações Para As Taxas de Câmbio e de Juros e A Política Econômica dos Países Periféricos*. Campinas, p. 341-372. ago. 2014.

DALTO, Fabiano A. S. *et al. Teoria Monetária Moderna: a chave para uma economia a serviço das pessoas*. Fortaleza: Nova Civilização, 2020. 194 p.

FINANÇAS FUNCIONAIS: A CONTRIBUIÇÃO DE ABBA LERNER. São Paulo, 9 abr. 2021. Disponível em: <https://mmtbrasil.com/financas-funcionais-a-contribuicao-de-abba-lerner/>. Acesso em: 27 out. 2022.

GALVÃO, Gustavo. Finanças Funcionais e a Teoria da Moeda Moderna - MMT. São Paulo: Gustavo Antônio Galvão dos Santos, 2020. 159 p.

HAUSKEN, Kjell; NCUBE, Mthuli. Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe. Quantitative Easing. New York, p. 1-129. 6 dez. 2013.

INNES, Alfred M. What is Money? Banking Law Journal , May, pp.377–408, 1913.

KALECKI, Michal. Aspectos Políticos do Pleno Emprego. In KALECKI, Michal. Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas . Ensaios selecionados e traduzidos por MIGLIOLI, Jorge. São Paulo, Hucitec, pp.54-60, 1977. Originalmente publicado em 1943.

KELTON, Stephanie. The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy. The Deficit Mith. Eua, p. 1-331. jun. 2020.

KEYNES, John Maynard ([1930] 1976), A Treatise on Money, Volumes I and II, New York: Harcourt, Brace & Company.

KEYNES, John Maynard. Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. London: Relógio D'água, 1936 (2010).

KEYNES, John Maynard (1964), The General Theory, New York: HarcourtBrace-Jovanovich.

KEYNES, J. M. The Collected Writings of John Maynard Keynes. London: MacMillan, 1979.

v. XXIX.

KEYNES, J. M. The Collected Writings of John Maynard Keynes. London: MacMillan, 1980a.

v. XXV.

KEYNES, J. M. The collected writings of John Maynard Keynes. London: MacMillan, 1980b.

v. XXVII.

KEYNES, J. M. The Collected Writings of John Maynard Keynes. London: MacMillan, 1982.

v. XXI.

KNAPP, George Friedrich, The State Theory of Money, Clifton, NY: Augustus M. Kelley, 1905 (1973)

LAMONICA, Marcos Tostes; FEIJÓ, Carmen Aparecida. Crescimento e industrialização no Brasil: uma interpretação à luz das propostas de Kaldor. Uff. Rio de Janeiro, p. 1-21. mar. 2011.

LERNER, Abba P. Functional Finance and the Federal Debt . Social Research, vol. 10, no. 1: pp. 38-51, fevereiro 1943.

LERNER, Abba P. Money as a Creature of the State. The American Economic Review , vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fiftyninth Annual Meeting of the American Economic Association, mar. 1947.

LERNER, Abba P. Economics of Employment . Londres: McGraw Hill, 1951

LERNER, Abba P. MAP the Market Mechanism Cure for Stagflation. Atlantic Economic Journal , 7(1), 1979.

LERNER, Abba P. Stagflation—Its Cause and Cure . Challenge, 20(4): pp.14-19, 1977.

LERNER, Abba P. (1961), The Burden of the Debt, Review of Economics and Statistics, 43, pp. 139-41.

LINS, Renata. Finanças Funcionais: A contribuição de Abba Lerner. Finanças Funcionais. São Paulo, p. 1-3. 10 abr. 2021. Disponível em: <https://mmtbrasil.com/financas-funcionais-a-contribuicao-de-abba-lerner/>. Acesso em: 04 dez. 2022.

MENGER, Carl. The Origins of Money. A Origem do Dinheiro. Auburn, p. 1-56. 16 jun. 2011.

MINSKY, Hyman P. (1964). Poverty and Unemployment. Hyman P . Minsky Archive. Paper 124.

MINSKY, Hyman P. The Role of Employment Policy. In GORDON, Margaret S. (ed). Poverty in America . San Francisco: Chandler Publishing Company. 1965.

MINSKY, Hyman P. Stabilizing an Unstable Economy . New Haven: Yale University Press. 1986.

MITCHELL W, WRAY, L R, WATTS, M. Modern Monetary Theory and Practice: An Introductory Text. Centre of Full Employment and Equity (CofFEE). The University of Newcastle. 2016.

MOORE, Basil 1. (1988), Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money, Cambridge: Cambridge University Press.

MOSLER, Warren (1995), Soft Currency Economics, 3rd edn., West Palm Beach, FL (self published). [Http://www.warrenmosler.com](http://www.warrenmosler.com).

MOSLER, Warren (1997-8), 'Full Employment and Price Stability' Journal of Post Keynesian Economics, 20(2), Winter, pp. 167--82.

MUELLER, Antony Peter; VAZ-CURADO, Samuel Fernandes Lucena. A Teoria Monetária Moderna (MMT): Uma avaliação de suas premissas e suas consequências políticas. *Modern Monetary Theory*. São Paulo, p. 1-22. ago. 2019.

NETTO, Antonio Delfim; IKEDA, Akihiro. A RESTRIÇÃO EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA. *Fgy*. Rio de Janeiro, p. 1-15. set. 2010.

OLIVEIRA, Ana Luiza Matos de *et al* (org.). *Economia Pós-pandemia: Desmontando os Mitos da Austeridade Fiscal e Construindo um Novo Paradigma Econômico*. São Paulo: Autonomia Literária, 2020. 360 p.

PRATES, Daniela Magalhães. AS ASSIMETRIAS DO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL. *As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional*. Rio de Janeiro, p. 1-26. ago. 2005.

PAHIM, Rafael Caminha. *Teoria Monetária Moderna: A soberania do Estado acerca da moeda em uma economia monetária de produção*. 2019. 71 p. TCC (Graduação) - Curso de Ciências Econômicas, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2019.

RESENDE, André Lara. *Consenso e Contrassenso*. Rio de Janeiro: Portfolio, 2020. 224 p.

RESENDE, André Lara. *Juros, moeda e ortodoxia*. São Paulo: Portfolio, 2017. 192 p.

SERRANO, Franklin. *Do ouro imóvel ao dólar flexível*. *Do Ouro Imóvel Ao Dólar Flexível*. Rio de Janeiro, p. 1-17. jun. 2002.

SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações*. Glasgow, Escócia: Madras Editora, 1776 (2009). 745 p.

WRAY, L. Randall (1997), *Government as Employer of Last Resort: Full Employment without Inflation*, Working Paper No. 213, Jerome Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, NY, December.

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

WRAY, L. Randall. *Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade de preços*. Rio de Janeiro: Editora da UFRJ e Contraponto, 1998 (2003).

WRAY, L. Randall. *Inflation*. In HOLT, Richard P. F. e PRESSMAN, Steven. (eds.). *A New Guide to Post-Keynesian economics*, vol. 6, Psychology Press,