

CAIO VILELLA

PONTOS E CONTRAPONTO SOBRE A TEORIA DO DINHEIRO MODERNO NO ÂMBITO DOMÉSTICO E INTERNACIONAL

Recebido em 22/04/2021

Aprovado em 24/10/2021

PONTOS E CONTRAPONTO SOBRE A TEORIA DO DINHEIRO MODERNO NO ÂMBITO DOMÉSTICO E INTERNACIONAL¹

Resumo

A Teoria do Dinheiro Moderno (MMT) surge para preencher a lacuna deixada por Minsky sobre como financiar um programa de garantia de empregos. O presente trabalho apresentou tal teoria a partir de seus três pilares – moeda cartal, finanças funcionais e programa de garantia de empregos – para não só trazer as críticas heterodoxas à MMT, mas também organizar as respostas apresentadas pela abordagem da MMT aos seus críticos. O objetivo deste trabalho é tanto contribuir para a organização do debate como também delinear o caminho das respostas que a abordagem da MMT ainda precisa pensar, dentre as quais destacamos: as institucionalidades jurídicas fiscalmente funcionais e o desenho de políticas econômicas que amenizem a restrição externa e compatibilizem a manutenção do pleno emprego com a estabilidade da inflação.

Palavras-chave: Teoria do Dinheiro Moderno; centro-periferia; cartalismo.

Classificação JEL: E12; E61; F41

CAIO VILELLA

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Doutorando em Economia pela UFRJ.
E-mail: caio.vilella@ufrj.br

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4540-897X>

¹ O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

Abstract

The Modern Money Theory (MMT) comes up to explain how to pay for Minsky's proposal of a job guarantee. This paper presents such theory from its three main features – chartalism, functional finance and job guarantee – in order not only to raise the heterodox criticism on MMT, as well the responses given to such critics. This paper aims to contribute to the literature throughout the debate organization, but also pointing out the paths that still must be taken, which the paper highlights: functional fiscal legislation and economic policies that alleviate external constraints and the necessity of making full employment compatible with prices change stability.

Keywords: Modern Money Theory; core-periphery; chartalism.

JEL Classification: E12; E61; F41

I. Introdução

Em 1996, Warren Mosler (1995), um gestor de fundo financeiro, fazia apresentação para acadêmicos como Paul Davidson e Jan Kregel em um grupo de estudos pós-keynesiano². O trabalho, intitulado *Soft Currency Economics*, argüía que títulos públicos não financiavam os gastos governamentais. A conclusão não parecia nova para os participantes da reunião, mas os desdobramentos desta conclusão despertaram a curiosidade de duas pessoas em especial: Stephanie Bell, que dali a uns anos passou a assinar com seu nome de casada, Stephanie Kelton, e seu professor Randall Wray. Em 1997, em um dos trabalhos inaugurais do que veio ficar conhecido como Teoria do Dinheiro Moderno (MMT, na sigla em inglês), Wray (1997) usou a conclusão de Mosler para propor um programa público de garantia de empregos. A evolução dessa abordagem passou pelo livro inaugural de 1998, *Understanding Modern Money*, até chegar na publicação mais recente de Kelton (2020). Mas, desde os primeiros trabalhos dos anos 1990 até os dias atuais, a MMT nunca foi consenso entre economistas heterodoxos e enfrentou algumas críticas.

As críticas à MMT oriundas da heterodoxia econômica ganharam escala ainda maior quando tal teoria conquistou espaço no debate político. Rochon (2019) atribuiu essa notoriedade recente da MMT ao fato de não ser mais possível à ortodoxia econômica continuar negando as evidências empíricas que insistem em questionar suas hipóteses e predições. Dada a velocidade com que as críticas emergiram, cada uma reproduzindo os argumentos da abordagem da MMT a sua forma, o debate ganhou contornos caóticos e, em alguns casos, dificultou o desenvolvimento da teoria. O mesmo aconteceu quando este debate foi incorporado por economistas de nações periféricas que, além de questionarem os pilares teóricos, ainda se perguntaram sobre a viabilidade da MMT na periferia do sistema monetário internacional. Não raro, é possível encontrar textos que se pretendem críticos à MMT, mas que acabam por repetir algumas de suas conclusões

² Neste trabalho utilizaremos o conceito amplo de pós-keynesianos, estabelecido por Lavoie (2014).

e proposições³. O problema maior, contudo, ocorre quando as críticas nos levam a discutir elementos teóricos que já estavam estabelecidos na literatura pós-keynesiana, algo que obstaculiza o desenvolvimento teórico⁴.

Diante do exposto, o presente trabalho investiga os caminhos sólidos pelos quais a abordagem da MMT pode avançar a partir da agenda de pesquisa pós-keynesiana. Ao percorrer a literatura existente, o texto pretende contribuir de duas formas distintas: Primeiro, organizando os principais argumentos e pontos do debate que se constituiu nessas mais de duas décadas e, segundo, resumindo as críticas que já foram respondidas pela literatura e as críticas que ainda precisam ser incorporadas para que o debate teórico possa avançar dentro do paradigma heterodoxo pós-keynesiano.

Para atingir os objetivos propostos, o presente trabalho está dividido em outras quatro seções além desta breve introdução. Na segunda seção, será apresentada a MMT e seus principais argumentos, seguida por uma seção responsável por expor as críticas, dividindo-as por cada pilar teórico. Em seguida, a quarta seção trabalhará as principais críticas com os contra-argumentos de autores identificados com a abordagem da MMT e apontará caminhos para avançar o debate acerca da teoria. A quinta seção será responsável por trazer as considerações finais do autor.

2. Política fiscal em nações soberanas

A Teoria do Dinheiro Moderno (MMT) está ancorada na visão cartalista da moeda, a qual foi desenvolvida sobre os conceitos originais de Knapp (1924). Este é o primeiro pilar teórico da MMT tratado nesta seção. O cartalismo, inicialmente, estabelece a moeda como uma criatura do Estado, mas a forma pela qual esta criação se dá pode ser vista por diferentes perspectivas.

³ Vernengo e Caldente (2019) e Kriesler *et alii* (2020) são alguns destes exemplos e terão seus argumentos explorados abaixo.

⁴ Isso acontece, por exemplo, quando Prates (2020) e Carneiro (2021) argumentam em favor da endogeneidade da taxa básica de juros, argumento que já se encontrava em descrédito dentro do arcabouço pós-keynesiano. Ver Lavoie (2014, cap.7, pp. 462-474). O argumento será doravante explorado no texto.

Atualmente o cartalismo divide-se em duas grandes abordagens, como destaca Dequech (2013): a primeira, liderada por Davidson (1972), e outra que tem Wray (1998) como seu principal expoente.

Davidson (1972) propõe que o Estado, ao definir a unidade de conta na qual os contratos serão firmados com o setor privado, define também a mercadoria que exercerá a função de moeda. Em outras palavras, o poder do governo em determinar a unidade de conta das transações atuais e futuras, por meio de leis e/ou através de contratos firmados pelo próprio governo, faz com que os ativos denominados nesta unidade de conta sejam aceitos como os de menor grau de incerteza. Enquanto permanecer a crença na capacidade do governo em cumprir os contratos firmados naquela unidade de conta, o ativo denominado nesta unidade continuará sendo o de maior liquidez na economia. O fato de os contratos representarem um elo entre o presente e o futuro faz com que o item que o saldará tenha a capacidade de transportar valor no tempo, agindo como uma “máquina do tempo”.

Por outro lado, Wray (1998) estabelece o dinheiro como criatura do Estado através de impostos, não de contratos. O Estado seguiria quatro etapas lógicas para que a moeda fosse criada. O primeiro passo seria a criação de uma unidade de conta, a qual possuía total controle. Em seguida seria necessário estabelecer obrigações compartilhadas pela sociedade que estariam denominadas nesta unidade de conta, isto é, tributos. Esta etapa seria importante para gerar nos agentes a necessidade de obter algum item que seja capaz de saldar estas obrigações. Nessa conjuntura, o Estado introduziria a moeda ao estabelecer o item que seria aceito como representante da unidade de conta outrora criada e que saldaria as obrigações. Por último, para que o Estado exerça plenamente sua soberania sobre a moeda criada, este não pode se comprometer a convertê-la em nenhum outro item ou mercadoria que não possua o controle pleno. Wray (2004) sugere que, na ausência do Estado, caberia ao senhor feudal, à Igreja, ao líder espiritual ou a qualquer outro agente hierarquicamente superior exercer estas etapas lógicas que explicam a criação da moeda. E teria sido assim por pelo menos quatro mil anos, segundo Keynes (1930, p. 4, grifo adicionado, tradução nossa):

Este direito vem sendo exercido por todos os Estados *modernos* por aproximadamente quatro mil anos. A partir desta etapa da evolução da moeda, o cartalismo de Knapp – a doutrina de que o dinheiro é peculiarmente uma criação do Estado – é completamente materializado.

É justamente desta sentença que Wray extrai o termo “*modern*” presente na “*Modern Money Theory*”, ou seja, uma ironia de Keynes no *Treatise*⁵.

Wray (2004) argumenta que a origem histórica da moeda não pode ser encontrada, já que a forma de dinheiro é variável entre diferentes sociedades em diferentes momentos históricos. Desta monta, qualquer um que pretenda encontrar a origem histórica da moeda recortará o conceito de dinheiro conforme seu interesse e o aplicará para alguma sociedade específica em algum momento histórico determinado. Nas palavras de Wray (2004, p. 9, tradução nossa): “Aqueles que adotam a abordagem do crédito vão além, conseguindo identificar a natureza social da unidade de conta e, portanto, o processo social que estabelece credores e devedores”. O entendimento do dinheiro como dívida permitir-nos-ia desmistificar o caráter social da moeda, que não se finda com a simples troca de mercadoria. Senão, representa uma relação de dívida amplamente aceita, ou seja, um passivo emitido que circula pelos balanços financeiros dos agentes⁶. A moeda representa uma promessa (um passivo) do Estado soberano em aceitá-la no futuro como forma de “redenção” dos tributos impostos⁷. Temos assim, além da criação da moeda, a explicação de que as pessoas passam a aceitar dívidas denominadas nesta unidade de conta por acreditarem que outras também o aceitarão (WRAY, 2015, p. 47). Em última instância, as pessoas acreditam que

⁵ Importa notar que, diferente do que ficou popularizado no debate público, o adjetivo “*modern*” não se refere a “*Theory*”, mas a “*Money*”. Por isso opto por denominar a teoria como “Teoria do Dinheiro Moderno”.

⁶ Este conceito permite que todos agentes na economia sejam capazes de criar sua moeda; o problema é fazê-la aceitável por um amplo espaço de tempo. Bancos podem transacionar entre si por moeda bancária, mas, em períodos de maior percepção de incerteza, os agentes convertem a moeda bancária em estatal. Diferente do Estado, os bancos devem manter a conversão de sua moeda em moeda estatal (através das reservas), sobre a qual eles não possuem controle. Em outras palavras, apenas o Estado é soberano na sua moeda.

⁷ Esta relação social fica cristalina quando o Estado ameaça o cidadão de prisão ou morte caso não salde sua dívida, isto é, tributos. Ora, para saldar esta dívida, o cidadão deve possuir a moeda estatal.

dívidas nessa unidade de conta continuarão sendo aceitas enquanto houver tributos – uma dívida em comum a todos – a serem pagos nesta unidade monetária. Isto leva Wray (1998, p.6) a afirmar que “*taxes drive money*”.

Uma vez entendido o processo teórico de criação de moeda, surge a necessidade de entender o processo prático dessa criação. Através da abordagem neocartalista, temos o entendimento de como a moeda surge e como ela é destruída. É o gasto do governo o responsável pela criação de moeda, enquanto os tributos a destroem. Em outras palavras, o governo cria moeda através do gasto, creditando a conta dos agentes no banco. A moeda criada circula pela economia executando as transações privadas e servindo como meio de troca geral, reserva de valor e unidade de conta durante toda sua existência até ser destruída pelos impostos (KELTON [BELL]; WRAY, 2002). Esta abordagem deixa nítido o fato de que os impostos não podem preceder os gastos, já que, para pagar impostos, os agentes precisam, primeiro, ter a moeda estatal⁸. Atualmente, os gastos ocorrem através de uma operação de crédito, determinada pelo governo, na conta dos agentes junto aos bancos. Da mesma forma, a arrecadação é feita via operação de débito nesta mesma conta privada, destruindo uma porção dos recursos líquidos no sistema bancário (KELTON [BELL]; WRAY, 2009, p. 2).

Essa constatação evidencia que as operações fiscais possuem impacto direto sobre o nível de reserva bancária e, portanto, sobre a taxa de juros cobrada nas operações interbancárias. Com isso, adentramos no tema das finanças funcionais, segundo pilar teórico da MMT. Se o governo apenas creditar a conta dos bancos (gastar), o nível de reservas interbancárias ficará inflado ao final do dia e pressionará a queda da taxa de juros do interbancário. Na ausência de qualquer atuação posterior, a taxa de juros do sistema bancário tenderia naturalmente para zero (MOSLER; FOSTATER, 2005). Porém, o Banco Central assume um compromisso mensal de cumprir uma meta de taxa básica de juros que varia de acordo com a taxa negociada no mercado.

⁸ Assim como no princípio de demanda efetiva, os gastos do governo gerarão a renda que será tributada no momento posterior.

Para tanto, operações de mercado aberto são realizadas, nesta conjuntura, visando enxugar a liquidez injetada pelo gasto do tesouro e trazer a taxa de juros do interbancário de volta para a meta da autoridade monetária. Evidencia-se que títulos públicos funcionam como instrumento de política monetária para controlar a liquidez do mercado interbancário de acordo com a meta da autoridade monetária e não para financiar os gastos (WRAY, 1998).

Se nem os impostos e nem os títulos servem para financiar os gastos de um governo soberano, este não encontra qualquer restrição financeira sobre seu balanço⁹. Dividindo a economia em três grandes balanços financeiros conectados – público, privado e externo –, o setor público terá que aceitar o resultado do período de acordo com as preferências do setor privado e externo. Supondo o balanço do setor externo equilibrado, se o setor privado doméstico estiver superavitário, acumulando riqueza líquida, o setor público terá, necessariamente, que estar em déficit, oferecendo esta riqueza líquida e segura. O resultado fiscal é composto pelas transferências e pelos gastos do governo, sobre os quais ele possui certo controle, mas também pela arrecadação, a qual está atrelada ao nível de atividade econômica. Dessa forma, em vez de ter como meta o resultado fiscal, para a MMT, o governo deveria ter como objetivo o pleno emprego, e utilizar seus gastos para atingir este objetivo, de tal forma que o resultado fiscal seria uma consequência da decisão privada de alocar riqueza gerada pelo gasto e pelas transferências e não destruída por impostos (WRAY, 1998).

Por fim, uma diferenciação na abordagem de Wray (1997, 1998) em relação à de Lerner (1943) deve ser destacada. Para Wray (2015), políticas tradicionais de estímulo da demanda agregada possuiriam uma série de dificuldades. A primeira dificuldade seria manter o nível de pleno emprego por longos períodos. Seguindo a abordagem de Minsky (1986), a MMT acredita que a estabilidade conduz à instabilidade através de um processo endógeno de fragilização financeira das unidades econômicas. Assim, por mais que a

⁹ Lerner (1943, p. 41) rejeita qualquer tentativa de estabelecer cientificamente que o governo deve equilibrar seu balanço “durante um ano solar ou qualquer outro período arbitrário”.

demanda agregada reduza a amplitude dos ciclos econômicos, ainda será preciso mitigar seus impactos sobre os trabalhadores mais necessitados. Além disso, a segunda dificuldade seria a de regular o mercado de trabalho no ponto de pleno emprego. Wray *et alii* (2018) analisam o caso americano para concluir que, mesmo com a taxa de desemprego agregada em níveis historicamente baixos em 2018, existe uma parcela de trabalhadores que não conseguem encontrar emprego ao salário vigente. Normalmente esta parcela costuma ser composta por mulheres, negros e pessoas com deficiências, as quais seguem consistentemente com taxas de desemprego relativamente elevadas. Dessa forma, além das políticas tradicionais de estímulo de demanda agregada, seria necessário ter um Programa de Garantia de Empregos (PGE) regionalmente organizado e federalmente custeado. Chegamos, agora, ao tema do PGE, terceiro pilar teórico da MMT.

O PGE é uma herança deixada por Minsky (1965, 1986), que o sugeriu como forma de combate à pobreza, mas não avançou na sua forma de financiamento. A MMT surge para preencher este ponto e avançar no sentido de desenhar as institucionalidades desejadas pelo programa¹⁰. Em suma, o governo soberano, financeiramente irrestrito, assumiria a responsabilidade por um programa que funcionaria como um “*Buffer stock*” (adiante: estoque regulador) de emprego. Dado o problema de desemprego, o governo ofereceria uma ocupação remunerada para todos que desejam, estejam aptos e prontos para trabalhar por um salário estipulado. Esse salário funcionaria como um piso para o preço da “*commodity*” trabalho, forçando o setor privado a oferecer, no mínimo, o mesmo nível nominal de salário. Além de emprego por meio-período, o programa deveria oferecer um treinamento para qualificar o trabalhador a fim mantê-lo atualizado nas práticas do mercado de trabalho (TCHERNEVA, 2018).

O PGE funcionaria como um amortizador automático de ciclos que mitigaria os impactos das fases recessivas, bem como regularia o mercado de trabalho nas fases de prosperidade econômica. Para funcionar ao longo das

¹⁰Ver Nersisyan e Wray (2019) e Dantas e Wray (2017).

fases cíclicas, o “estoque regulador” de empregos deveria oscilar de acordo com o nível de demanda agregada de forma a manter a inflação sob controle. Durante as fases de escassez de demanda agregada, os trabalhadores migrariam do setor privado para o PGE, inflando o estoque regulador e garantindo um piso para queda da demanda efetiva. No entanto, a partir do momento que o ciclo se reverte, os trabalhadores seriam demandados pelo setor privado e o estoque regulador iria diminuindo. Porém, se o setor privado estimulasse a demanda agregada acima da oferta agregada de curto prazo, o governo poderia, deliberadamente, desaquecer a economia para controlar preços, mas os trabalhadores que antes ficariam desempregados agora teriam um emprego remunerado no PGE. Esta dinâmica do PGE leva Mitchell (1998) a argumentar que existiria um volume tal do estoque regulador que garantiria a estabilidade de preços, pois seria compatível com o equilíbrio entre oferta e demanda agregada (NAIBER – *non-accelerating inflationary buffer stock of employment rate*).

Resumidamente, esta seção sumarizou os principais pontos teóricos da MMT, passando por seus três principais pilares: o cartalismo, as finanças funcionais e o PGE. A seção seguinte apresentará as críticas heterodoxas selecionadas em cada um destes pilares destacados.

No entanto, antes de adentrar as críticas, é de suma importância pontuar que a abordagem apresentada restringiu o desenvolvimento teórico de acordo com a abordagem de Kansas da MMT¹¹. Com o referido ganho de popularidade da MMT, interpretações alternativas também ganharam notoriedade – no Brasil, por exemplo, temos a interpretação de Resende (2019 e 2020). Diferente da abordagem de Kansas, originária de Minsky e do princípio da demanda efetiva, Resende (2019) mantém a restrição de oferta no longo prazo para atrelar a validade dos argumentos das finanças funcionais a condições em que a taxa de juros seja menor do que a taxa de crescimento – condicionante necessário, nas palavras do autor, para garantir a “sustentabilidade da ‘dívida pública’”.

¹¹ Como definido por Wray (2020).

A abordagem de Resende (2019) não se constrói sobre as bases do princípio da demanda efetiva e, portanto, fugirá ao escopo deste trabalho. A título de diferenciação de abordagens, basta esclarecer que a MMT¹² entende a oferta agregada como condicionada ao nível de demanda no longo prazo, fato que nos leva à impossibilidade de estabelecer uma determinada trajetória ou um determinado nível de dívida pública doméstica como “mais sustentável” que outra trajetória ou outro nível (MITCHELL; WRAY; WATTS, 2019, cap. 16 e 22). Independentemente do tamanho do déficit público, do nível de juro ou da taxa de crescimento, na concepção da MMT, os limites da dívida pública doméstica não são dados endogenamente por variáveis monetárias, mas sim pelos fatores reais de produção domésticos.

3. Críticas aos pilares

A teoria apresentada até aqui está longe de ser amplamente aceita na academia e, desde que foi desenvolvida, tem enfrentado críticas estruturais dentro da heterodoxia. Por questões de escopo, as críticas ortodoxas serão suprimidas¹³, enquanto as críticas heterodoxas serão resumidas em quatro grupos. Primeiro, serão apresentadas as críticas ao pilar neocartalista e seus desdobramentos (LAWSON, 2019; ÓRLEAN, 2007; KREGEL, 2019). Em seguida, expõem-se as críticas quanto ao PGE e às demais sugestões de políticas econômicas (LAVOIE, 2019; COLANDER, 2019). O terceiro grupo de críticas referir-se-á ao pilar das finanças funcionais (GNOS; ROCHON, 2002; LAVOIE, 2013; 2019). Por fim, existem as críticas que utilizam a restrição externa para questionar o pilar das finanças funcionais; esta crítica merece um tratamento separado do grupo anterior, devido à diferença de abordagem teórica.

¹² Restrita à abordagem de Kansas (WRAY, 2020).

¹³ Thomas Palley (2015, 2019) possui um posicionamento crítico ao arcabouço teórico da MMT. Algumas de suas críticas são coerentes e já se encontram em outros trabalhos aqui citados, como Kregel (2019), Lavoie (2014), Colander (2019) e Gnos e Rochon (2002). Outras críticas de Palley não serão tratadas neste trabalho por falta de aderência à teoria heterodoxa. Palley (2015) demonstra-se cético quanto ao impacto de política fiscal sobre produto, trata produto potencial como exógeno, além de levantar argumentos em favor do caráter disciplinador do desemprego. Acreditamos que estes argumentos já foram amplamente refutados pelo corpo teórico heterodoxo e não cabe sua discussão neste trabalho.

3.1. Críticas ao pilar cartalista

A interpretação sobre a origem da moeda é um campo de disputa fortíssimo entre os heterodoxos. Colander (2019) critica a visão neocartalista e afirma que o dinheiro não é uma criatura do Estado, senão da sociedade. Segundo o autor, seria a opinião média da sociedade que determinaria a unidade de conta na qual as mercadorias seriam denominadas e os lucros auferidos. A moeda emergiria como uma representação contábil da unidade de conta na forma de um item. Os agentes desta economia depositariam sua confiança na capacidade deste item exercer as funções de moeda. Isso abriria espaço para a possibilidade (pouco provável) de dois itens ocuparem este posto contemporaneamente.

A ideia de moeda como criatura da sociedade advém do fato de os agentes necessitarem de um numerário que os permita calcular as receitas de sua produção e o custo de seus insumos com base na posição relativa no mercado em que está inserido (ORLÉAN, 2007)¹⁴. Isto é, o produtor de carros não pode calcular sua rentabilidade em termos de carros produzidos se estes produtos não lhe permitirão obter os bens de consumo que desejar. A economia de mercado requer que este produtor de carros aufera sua riqueza em termos dos bens desejados pelo produtor da mercadoria que ele deseja adquirir com a venda de carros. Nesta conjuntura, na ausência de moeda pré-existente (ou perante a descrença na moeda atual), os produtores tentariam determinar qual mercadoria os demais produtores utilizariam para medir o valor da sua produção. No agregado, quando todos os produtores reproduzem este jogo de adivinhação, perante o conflito para determinar o equivalente geral da economia, surgiria(m) a(s) mercadoria(s) comumente aceita(s) naquele mercado, isto é, a moeda (DEQUECH, 2013, p. 256).

Dentre os aspectos que concedem confiança à moeda escolhida, teríamos: 1) a “confiança metódica”; 2) a “confiança hierárquica” e 3) a “confiança ética” (ORLÉAN, 2007, p. 5). Por “confiança metódica”, Orléan (2007) refere-se à

¹⁴ Nesta seção tomaremos o texto do Orléan (2007) como representativo de uma abordagem que também contou com contribuições de Lawson (2016; 2019) e Aglietta (2018).

confiança obtida através da repetição de determinado comportamento que, ao ser adotado seguidamente, pode tornar-se um hábito e reduzir a percepção de incerteza do agente que passa a atribuir maior grau de confiança. A “confiança hierárquica” seria aquela conquistada pela garantia de um ente hierarquicamente superior. Já a confiança ética seria oriunda da adesão a objetivos coletivos, ou seja, como os agentes compartilham a crença de que todos têm o mesmo objetivo, aumenta-se o grau de confiança sobre a decisão que envolva tal objetivo. Esta visão institucionalista sustenta que a moeda emerge, dentre tantos outros objetos candidatos ao posto, ao combinar o compartilhamento destas três confianças entre os agentes.

Dito isso, a moeda emergiria como fruto de conflito entre os interesses dos agentes para eleger qual “mercadoria” funcionaria como métrica de “valor abstrato”. Nesse ponto, a confiança hierárquica que os agentes depositam sobre o Estado impactaria fortemente a influência deste na decisão dos agentes. Durante o processo de ascensão de uma mercadoria ao posto de “moeda”, cada agente buscaria influenciar a posição dos demais agentes conforme seus interesses. Com isso, o Estado exerceria influência no processo decisório através do seu poder de conceder “confiança hierárquica” à mercadoria, além de gerir os conflitos de acordo com seus interesses (ORLÉAN, 2007, p. 8). Em suma, o Estado agiria como se fosse um agente com poder de influenciar fortemente a opinião média dos demais, guiando as decisões. A divergência com os neocartelistas advém do fato de que a moeda como criatura do Estado seria apenas uma possibilidade para a escola institucionalista. Consequentemente, esta última considera a possibilidade de os agentes perderem a confiança na moeda estatal e migrarem para alguma nova forma de moeda, fato que colocaria o Estado em sérios problemas para emitir dívida¹⁵.

Paralelamente ao debate entre neocartelistas e institucionalistas sobre o que levaria as pessoas a demandarem moeda, Kregel (2019) e Davidson (2019)

¹⁵ Complementarmente, Lawson (2016; 2019) argumenta que a MMT negligencia o fato de existir diferença entre o posto de moeda e o item que ocupa este posto. Caso outra mercadoria venha a ocupar o posto de moeda, esta passaria a gozar das prerrogativas concedidas pela população à ocupante do posto. Neste cenário, a moeda estatal deixaria de estar no topo da hierarquia de “*Money things*”.

preferem uma abordagem distinta. Kregel (2019) corrobora a visão de Davidson (1972) da moeda cartalista via contratos, e sugere que não são os impostos que fazem a moeda ser demandada, mas sim seu excesso de liquidez sobre o custo de carregamento. O que torna a moeda especial é sua propriedade de elasticidade substituição nula ou desprezível¹⁶, e não o fato de ser redentora de impostos. As pessoas demandam moeda como fonte de segurança frente ao futuro incerto, e o fato desta demanda desviar a riqueza da esfera industrial para a esfera financeira é o que confere tamanha importância a esta “mercadoria” singular [moeda]. Independente do volume de impostos, quanto menor a preferência pela liquidez e maior a confiança dos agentes, menos estes demandarão moeda em seus portfólios. Somente assim podemos entender que nunca houve e jamais haverá um sistema de pagamentos somente com moeda bancária.

3.2. Críticas ao PGE

Resumidamente, poderíamos destacar duas frentes de ataque críticas ao PGE¹⁷. A primeira frente está relacionada com os custos em termos de renda em se manter uma NAIBER (*non-accelerating inflationary buffer stock of employment rate*) em vez de uma NAIRU (*non-accelerating inflationary rate of unemployment*). Por sua vez, a segunda frente busca questionar o programa através dos *aspectos políticos do pleno emprego* (KALECKI,1943).

Começando pela segunda frente, Kriesler *et alii* (2020) destacam que os aspectos políticos do pleno emprego não estão baseados em um antagonismo entre lucros e salários, mas no caráter dual do investimento. O autor refaz uma leitura do texto seminal de Kalecki (1943) para sustentar que o fator gerador do antagonismo capitalista residiria no fato de que o investimento que gera demanda hoje é o mesmo que será capacidade ociosa amanhã

¹⁶ Para Keynes (1936) e Davidson (1972), a elasticidade substituição nula ou desprezível da moeda está ligada ao fato de que nenhum outro ativo funciona como substituto perfeito da moeda.

¹⁷ Neste resumo, deixaremos de considerar as críticas quanto ao financiamento do programa, pois, na verdade, estas críticas dizem respeito ao pilar das finanças funcionais, tratado nas próximas seções. Se as finanças funcionais valem, qualquer crítica que questione o financiamento do programa torna-se inválida de partida.

e, portanto, só o gasto público seria capaz de manter a demanda efetiva crescendo *pari passu* com o grau de capacidade utilizada no nível de pleno emprego. O problema em manter este nível estável é que os capitalistas costumam opor-se a gastos públicos, principalmente aqueles geradores de emprego, pelo fato de o desemprego comportar aspectos apreciados pelos capitalistas. O principal aspecto destacado por Kalecki (1943), e utilizado por Lavoie (2019), como crítica ao PGE é o caráter disciplinador do desemprego. A extinção de uma vez por todas do desemprego pelo PGE dotaria os trabalhadores de poder de barganha disruptivo do ponto de vista do conflito distributivo. Dessa forma, o desafio da manutenção de um PGE seria o de implementá-lo sem que isso implicasse em um poder de barganha desestabilizador do conflito distributivo.

Se rejeitarmos que inflação seja um fenômeno de demanda e adotarmos um arcabouço de inflação como um fenômeno de custos¹⁸, poderíamos pensar na NAIBER como a proporção de trabalhadores à margem do setor privado que seria capaz de apaziguar o conflito distributivo. A partir desta estrutura, a NAIRU seria a taxa de desempregados que manteria a força de trabalho disciplinada o suficiente para evitar demanda por melhores condições de trabalho e salários. Somente partindo desta estrutura podemos entender o argumento do Seccareccia (2004) e Sawyer (2003) no sentido de comparar a NAIBER com a NAIRU. Os críticos de um programa de PGE questionam o volume necessário de trabalhadores alocados no estoque regulador. Ao ameaçar os trabalhadores com o desemprego e a total ausência de renda, a política econômica guiada pela NAIRU conseguiria garantir a manutenção da estabilidade de preços com um baixo volume de desempregados durante boa parte dos períodos de “normalidade”. Dito isto, os críticos se perguntam se valeria a pena eliminar este risco e empregar um número maior de pessoas, pagando-lhes menos do que ganhariam no setor privado. Em suma, a preocupação destes autores seria que, ao tentar evitar um dano aos trabalhadores, o PGE acabaria gerando outro ainda maior.

¹⁸ Em que os preços são determinados aplicando uma margem de mark-up sobre os custos unitários de produção. Para detalhes, ver Lavoie (2014, cap. 8).

Ainda neste argumento, de maneira análoga, Seccareccia (2004) questiona a qualidade do emprego gerado. Na ânsia de acabar com uma massa de desempregados de baixa qualificação, o PGE colocaria a economia em uma situação de baixo pleno emprego. Em poucas palavras, o autor sugere que o fim do desemprego de baixa qualificação seria erguido à custa do aumento do desemprego de alta qualificação. Inspirado em Lerner (1951), Seccareccia (2004) explica que haveria dois pontos possíveis de pleno emprego: a) um com altos salários reais, em que a demanda efetiva é estimulada e a ociosidade do capital é plenamente extinguida e b) outro com baixos salários reais, em que a força de trabalho deixa de procurar emprego, desalentada pelas condições do mercado de trabalho. Nesse sentido, se o PGE tentasse se aproximar do tipo “a”, ele geraria a demanda efetiva necessária e o bolsão seria extinto tão logo fosse criado. Agora, dadas as forças políticas atualmente verificadas, o mais esperado é que o salário pago pelo programa se aproximasse do pleno emprego tipo “b” e, apesar de eliminar o desemprego de baixa qualificação, consideraria como desemprego voluntário os trabalhadores bem qualificados que se recusassem a trabalhar pelo salário-mínimo pago no programa. Logo, a adoção de tal programa só se faria desejável se a NAIBER fosse menor do que a NAIRU, ou seja, se a proporção de trabalhadores no bolsão de empregos em relação ao setor privado compensasse os empregos de alta qualificação que seriam perdidos.

3.3. Críticas ao pilar das finanças funcionais: no âmbito doméstico

As críticas diretas ao pilar das finanças funcionais podem assumir caráter institucional ou teórico. A crítica de caráter institucional não discorda dos efeitos positivos da política fiscal expansionista sobre o nível de emprego e renda, mas destaca institucionalidades que supostamente dificultariam a operacionalização de tais políticas. A crítica teórica, a seu turno, destaca contornos negativos que a política fiscal poderia gerar, principalmente quando contrariasse a vontade dos agentes privados de mercado.

Gnos e Rochon (2002), um dos primeiros expoentes das críticas institucionais, argumentam que, para o Tesouro creditar a conta dos agentes, é preciso obter a leniência do Banco Central (BC). Nessa conjuntura, os autores interpretam essa operação como empréstimo deste último para o Tesouro, que só o fará sob a condição de obter títulos públicos como colateral. A partir deste argumento, os autores destacam a importância em separar as figuras do BC e do Tesouro, que em muitos países são separados por lei. Como consequência, Gnos e Rochon (2002, pp. 51-53) sustentam que chegará um momento em que os impostos deverão ser coletados para compensar o débito do Tesouro com o BC e manter a credibilidade do devedor. É verdade que os impostos destroem a base monetária, mas o fazem saldando a dívida assumida pelos gastos fiscais. Através desses argumentos, os autores chegam à conclusão de que os impostos, além de garantirem a circulação da moeda, garantem também a emissão de dívida e a manutenção dos gastos (GNOS; ROCHON, p. 55).

Lavoie (2013), assim como Gnos e Rochon (2002), propõe um estudo detalhado da relação entre Tesouro e BC, ainda que por motivos diferentes dos autores tratados no parágrafo acima. Lavoie (2013) não difere entre moeda da autoridade monetária e título público, porém, defende que a unificação do Tesouro com o BC pode esconder algumas peculiaridades. O autor é menos enfático quanto à necessidade de coletar impostos para continuar expandindo os gastos, mas ressalta que, em economias com separação legal entre BC e Tesouro, este último necessita de saldo monetário prévio para realizar o gasto. Sem sugerir dificuldades na emissão de títulos, Lavoie (2013) argumenta que tributos coletados ou títulos previamente emitidos são necessários para que a autoridade fiscal tenha acesso ao “*high powered Money*” (doravante apenas HPM) que só a autoridade monetária tem o poder de emissão. Em uma conjuntura em que o saldo da conta do Tesouro estivesse zerado, a autoridade fiscal ficaria impossibilitada por lei de gastar qualquer volume extra. Ainda, se a estrutura legal impedisse a venda de títulos diretamente para o BC, a obtenção de saldo na conta dependeria da intermediação do mercado financeiro. Dessa forma, Lavoie (2013, p. 18)

chama a atenção para esta institucionalidade e acusa a MMT de assumir a hipótese de haver saldo pré-existente para que o gasto seja executado.

Adicionalmente, Lavoie (2019) argumenta que a MMT tem duas abordagens distintas. A primeira seria baseada em casos específicos, a partir dos quais a MMT sugere que as instituições importam e que as políticas públicas devem ser cuidadosamente planejadas caso a caso, de acordo com as instituições vigentes. A segunda abordagem é mais generalista e as institucionalidades são deixadas de lado para que conclusões teóricas gerais possam ser tiradas. Lavoie (2019) sugere não ter nada de errado com generalizações teóricas, mas, segundo o autor, a MMT utilizar-se-ia deste caso geral (teórico) para sugerir políticas públicas, regimes cambiais e monetários. Ainda nesta linha de argumentação, Colander (2019) também faz apontamentos em relação à proposição de políticas pela MMT, sugerindo que este arcabouço daria muita atenção ao crescimento dos gastos e pouca atenção para a qualidade do gasto e a distribuição de renda. O autor sugere que a MMT estaria mais próxima de “gastos funcionais” do que de “finanças funcionais”. Apesar do argumento ser impecável, completa ele, sua aplicabilidade é improvável e indesejável, pois se não houver limites legais para o déficit do governo, como recomenda a abordagem, políticos conservadores poderiam usar corte de tributos para beneficiar ricos e milionários e deteriorar a distribuição de renda. Para Colander (2019), uma boa prática fiscal deveria ser, ao mesmo tempo, “funcional” e “saudável”, em que regras sobre o orçamento são convenções estabelecidas democraticamente com a sociedade. Nesse sentido, faltaria pragmatismo às proposições políticas da MMT.

A partir das críticas institucionais destacadas acima, Prates (2017, 2020) constrói críticas teóricas quanto aos limites de espaço fiscal. Para a autora, uma política fiscal que fosse indesejada pelo mercado financeiro poderia levar os agentes a dificultarem a intermediação financeira requerida para que o Tesouro tenha acesso ao HPM emitido pelo BC. Sob tal restrição, a expansão de gastos para atingir o pleno emprego provocaria uma quebra da confiança na moeda doméstica e novas emissões de títulos da dívida só

seriam aceitas sob a condição de maior pagamento de serviços da dívida, ou seja, diferente dos autores das críticas institucionais, Prates (2020) trata a taxa de juros básica doméstica como endógena às variáveis fiscais¹⁹.

Antes de desenhar um ambiente internacional restritivo, em um parágrafo dedicado a discutir as “finanças funcionais”, Prates (2020, p. 499) sugere que países periféricos que operam com câmbio flutuante teriam limites de endividamento em moeda doméstica. Depois de apresentar o argumento (a ser criticado) de que a taxa de juros definida pelo BC seria exógena e o nível de dívida doméstica, irrelevante para forçar sua alteração, Prates (2020, p. 499, tradução nossa) afirma: “pelo contrário, um país com divisa não soberana não tem soberania monetária e conta com um espaço fiscal menor, precisando se endividar (para gastar) e, assim, fica sujeito ao risco de calote.”²⁰.

3.4. Críticas (indiretas) ao pilar das finanças funcionais: no âmbito internacional

As críticas endereçadas ao pilar das finanças funcionais no âmbito internacional podem ser organizadas a partir de uma escala gradual. Esta escala parte da rejeição do arcabouço das finanças funcionais e taxa de juros básica exógena (PRATES, 2020), passa pela acusação de leniência quanto aos ciclos internacionais restritivos (EPSTEIN, 2019), e chega a uma forma em que não nega o arcabouço das finanças funcionais, mas adiciona elementos novos (VERNENGO; CALDENTEY, 2019). Esta subseção organizará as críticas conforme esta escala, começando pela negação das finanças funcionais e da taxa de juros exógena de Prates (2020) e terminando no apontamento

¹⁹ Carneiro (2021) e Prates (2020) afirmam que a MMT sugere taxa de juros zero. De fato, há um texto de Mosler e Fostater (2005) que argumenta que a taxa de juros tenderia a zero, caso o BC não intervisse no mercado aberto. Porém, a MMT é composta por um grupo de autores vasto e divergente e o referido texto não é compartilhado por todos os seus membros. Wray (2020), por exemplo, argumenta em favor de taxa básica de juros positiva, baixa e estável por longos períodos, sem, no entanto, cravar qualquer número para o nível.

²⁰ É muito importante notar que Prates (2020) e Epstein (2019) criticam a MMT por sugerir a “monetização da dívida”, fato que não encontra respaldo na literatura. A MMT jamais sugeriu a monetização da dívida. A referida monetização só faz sentido para as vertentes que acreditam haver um volume ótimo de estoque da dívida que os agentes privados aceitam carregar em seu portfólio, fato sugerido por Sargent e Wallace (1984) e de pronto rejeitado pela MMT.

de Vernengo e Caldentey (2019) quanto à necessidade de incorporar controles de capital.

Tomando como válidas todas as críticas às finanças funcionais em um ambiente doméstico (apresentadas ao final da subseção anterior), Verghanini e De Conti (2017), Prates (2020) e Carneiro (2021) sugerem que a MMT não funcionaria em países periféricos. Para uma economia que não emite uma moeda conversível no sistema monetário internacional, a política fiscal esbarraria na necessidade de atrair fluxos de capital para o país. Para Prates (2020) e Carneiro (2021), políticas que fossem entendidas como “irresponsáveis” pelo mercado poderiam precipitar a fuga de capital e causar restrições de balanço de pagamentos (BP). Carneiro (2021, p. 10), ao falar sobre a eventual dificuldade de rolagem da dívida pública, afirma²¹:

O proprietário da riqueza [obtida pelo vencimento dos títulos antigos] pode, por exemplo, julgar a taxa de juros oferecida pelo título público de nova emissão insuficiente. Aqui há duas hipóteses: a primeira, como já vimos, diz respeito à compra de moeda ou títulos no exterior, com as consequências já apontadas; a segunda pode dizer respeito a uma aposta de valorização dos títulos (fiquemos por ora nos públicos) já emitidos e que circulam no mercado secundário [sic]²².

Os efeitos desta compra de moedas no exterior (fuga de capital) manifestar-se-iam sobre a perda de autonomia monetária; trocando em miúdos: a taxa de juros deixaria de ser exogenamente determinada pelo BC. Por meio da realocação de portfólio, especulando sobre a taxa de juros de longo prazo, o mercado forçaria a autoridade monetária a perseguir uma nova meta de curto prazo, que reduzisse a diferença entre as taxas longa e curta da dívida. Paralelamente aos déficits na conta capital e financeira (assumindo como constante o volume de reservas internacionais e supondo

²¹ A dificuldade na rolagem da dívida teria como consequência última, na prática, a incapacidade de gastar do governo e o *shutdown*.

²² É preciso destacar que só a primeira alternativa (fuga de capital) seria válida. A demanda por títulos no mercado secundário só trocará a riqueza financeira de mãos, cabendo ao ex-proprietário dos títulos, agora detentor de moeda, decidir por recomprar os títulos recém-emitidos (garantindo a rolagem da dívida) ou retirar seu capital do país (primeira alternativa).

que o câmbio não possa se desvalorizar), seria necessário praticar austeridade para ajustar a conta comercial, conforme Verghanini e De Conti (2017, p. 23, tradução nossa) concluem: “Portanto, austeridade não é sempre autimposta, como sugere a MMT, mas a maioria das economias são, de fato, sujeitas a algum grau de disciplina de mercado”. Assim, economias periféricas estariam restritas do ponto de vista de autonomia fiscal e monetária, a fim de manter o saldo positivo no BP sem mexer nas reservas e no câmbio²³.

Em uma crítica menos extremista, Epstein (2019) levanta apontamentos quanto ao regime cambial compatível para que o arcabouço das finanças funcionais seja válido em países periféricos. Considerando o fluxo de capital como exógeno e não afetado pela situação fiscal do país, o autor chama a atenção para os efeitos que a política monetária americana tem ao redor do mundo. Ao praticar política monetária expansionista, o FED injeta liquidez no sistema monetário internacional, o que, se por um lado, evita um colapso financeiro imediato, por outro, infla os ativos financeiros dos países, principalmente aqueles que não contam com um grande montante de recursos pré-existentes, os periféricos. Assim, na eventualidade de um novo choque exógeno de restrição monetária, como foi o choque de Volcker em 1979²⁴, os países periféricos seriam os mais vulneráveis aos efeitos negativos. Nessa conjuntura, o regime cambial flexível não resolveria o problema da restrição de BP. Por mais que o câmbio se desvalorizasse, não haveria um novo nível de equilíbrio de BP até que o país central interrompesse a política restritiva.

A partir desta análise em que as finanças funcionais não são questionadas, o autor acusa a MMT de desconsiderar os impactos que o regime de câmbio flexível teria na eventualidade de choques como o de Volcker em 1979. Ao deixar de atentar-se para estes efeitos domésticos, a MMT seria levada a sugerir, erroneamente, que câmbio flexível seria amplificador de espaço para

²³ Prates (2002, 2017, 2020) mostra-se cética quanto à capacidade do câmbio de ajustar a conta comercial, independentemente do grau de desvalorização, devido ao grau de abertura da conta capital e financeira.

²⁴ O evento conhecido como “choque de Volcker” refere-se à elevação abrupta e forte da taxa de juros americana em resposta geopolítica para o mercado dos petrodólares. Ver Tavares (1985).

a política monetária. Contudo, faltaria ao arcabouço em questão atentar-se para o efeito inflacionário e desestabilizador que a desvalorização cambial provocaria. Assim, o autor conclui que a flexibilização cambial fornece algum espaço para autonomia de política, mas não resolve o problema de BP.

Finalmente, no outro espectro das críticas advindas quanto às questões de BP está o texto de Vernengo e Caldentey (2019). Diferente de Prates (2020), os autores testemunham em favor das finanças funcionais e juro exógeno, mas compartilham de certo pessimismo presente em Epstein (2019) com relação às desvalorizações cambiais. Porém, diferente da abordagem descrita no parágrafo acima, Vernengo e Caldentey (2019) apresentam uma abordagem de longo prazo que traz as contribuições cepalinas sobre as restrições de BP. Os autores retomam a ideia de deterioração dos termos de troca combinada com a alta elasticidade-renda das importações quando comparada com a elasticidade-renda das exportações para rerepresentar o problema de restrição de BP. Diferente dos mencionados anteriormente, Vernengo e Caldentey (2019) reconhecem a contribuição das finanças funcionais para lidar com os desafios da periferia do capitalismo, uma vez que políticas industrializantes para mitigar a restrição de BP usualmente requerem mais gastos fiscais e nunca, menos.

No entanto, segundo os autores, seria preciso que as economias periféricas desenvolvessem o arcabouço de política fiscal sempre com vistas a mitigar as restrições de BP. Não seria o caso de invalidar algo que a MMT construiu, mas de relativizar a importância do câmbio flexível em equilibrar o BP frente à importância dos controles de capital na abordagem em questão. Vernengo e Caldentey (2019) acusam a MMT de negligenciar a importância de controle sobre os fluxos de capital, fato que, se considerado, ampliaria o espaço de política fiscal relativamente mais do que simplesmente manter o câmbio flexível. Diferente da subseção anterior, que questionava a validade teórica e institucional das finanças funcionais, esta subseção considera os efeitos da restrição de BP sobre as finanças funcionais e, por isso, estes argumentos foram considerados como “indiretos”.

Apesar da restrição de espaço, esta seção buscou resumir o cerne das críticas endereçadas à abordagem da MMT, organizando-as por pilares. A seção seguinte trará as réplicas às críticas apresentadas e encaminhará as críticas que ainda precisam ser incorporadas na abordagem a fim de se avançar no debate.

4. O futuro da MMT nos âmbitos doméstico e internacional

Após introduzir o arcabouço teórico e as críticas aos pilares da MMT, esta seção apresentará algumas respostas a fim de revisitar os pilares teóricos, verificar suas validades lógicas e encaminhar o debate para as respostas que ainda precisam ser dadas. A organização do debate acerca de uma teoria pode mostrar-se útil tanto para o estudo da teoria em questão, como para o encaminhamento de futuros textos críticos. Para além de responder as críticas, esta seção pretende contribuir com a literatura ao encaminhar o debate da MMT em economias periféricas.

No campo sobre a disputa pela origem da moeda, os cartalistas oferecem uma resposta para uma lacuna deixada pelos institucionalistas. O argumento lógico de que os agentes aceitam moeda por esperarem que “outros” também aceitarão deixa vaga a explicação do motivo pelo qual estes “outros” também aceitarão a moeda como tal. A conformidade com a opinião média não é um recurso lógico suficiente por si para explicar o que confere a algum item em específico o posto de moeda, uma vez que cai em um ciclo infinito argumentativo, inconclusivo, que termina sem esclarecer o motivo de as pessoas aceitarem moeda como meio de pagamento. Nesse ponto, Wray (2004; 1998) oferece uma explicação que avança na compreensão da origem da moeda (via gasto do governo), bem como sua destruição (impostos). Assim, a conformidade com a opinião média é explicada pela crença compartilhada de que todos possuem tributos a serem saldados na moeda determinada por um ente hierárquico superior, atualmente, o Estado.

Isto, no entanto, não significa que a visão de moedas por “contratos” apontada por Davidson (1972) esteja suprimida. Quando o Estado soberano cria moeda através do gasto, ele só o faz sob a promessa de aceitar essa moeda em um futuro próximo como redenção de tributos, um passivo que a maioria dos agentes possuem com o Estado. Considerando os Estados modernos, dado que a arrecadação só viria depois dos gastos, os tributos funcionariam como um contrato, isto é, uma garantia futura de que a dívida será quitada por essa moeda. Podemos dizer que os tributos fornecem a característica de “máquina do tempo” para o item que o liquidará, permitindo com que este item aceito pelo Estado carregue seu valor no tempo para então ser aceito como redenção de uma dívida, da mesma forma que contratos de dívida bancária geram a moeda bancária e assim por diante. Em resumo, a moeda é entregue hoje pelo setor público para o setor privado através do gasto sob a promessa do ente público em aceitar esta mesma moeda, em um futuro próximo, como redenção dos tributos.

Mas, de fato, Kregel (2019) e Davidson (2019) possuem um ponto importante ao destacar a atenção que deve ser dada à escolha de alocação de portfólio. A análise da escolha de portfólio permite-nos entender a dinâmica econômica, como bem demonstrou Carvalho (1992). Ambas as abordagens são distintas, mas não conflitivas, isto é, aceitar que a origem da moeda está ligada aos impostos não invalida as funções da moeda e as análises de uma economia monetária da produção. O caminho da MMT nos leva à análise com foco no nexo-fiscal monetário, enquanto o caminho de Davidson (1972) e Carvalho (1992) enfatiza a análise teórica da decisão de investimento e o papel da incerteza. A depender do objeto de análise, o pesquisador pode enfatizar mais uma abordagem do que outra. A MMT não tem a pretensão de ser uma “teoria geral”, que abrange todos os aspectos econômicos, senão um arcabouço para estudar o setor público, seu endividamento e suas restrições. O próprio Wray (1992), em trabalhos mais antigos, utilizou a abordagem da preferência pela liquidez quando estudou objetos que requeriam tal abordagem.

Quanto ao pilar das finanças funcionais, Tymoigne e Wray (2015) respondem a crítica institucional de Gnos e Rochon (2002) dizendo que, por mais que as autoridades fiscal e monetária americanas (e em boa parte dos países com moeda soberana) sejam separadas *de jure*, não o são *de facto*. Isto é, mesmo que o BC não possa comprar títulos do Tesouro no mercado primário, irá fazê-lo no secundário sob risco de não cumprir sua meta de juros. Essa compra não constitui dívida nova, senão realocação patrimonial dentro do setor público, logo, ambos podem ser considerados HPM, pois são duas faces da mesma moeda (dívida pública). Através de uma análise de balanços patrimoniais, os autores mostram que, comprando no mercado primário ou no secundário, o balanço patrimonial do setor financeiro privado não se altera; no máximo, verificamos uma diferença de alocação dentro do balanço do setor público. Para aqueles que queiram estudar a distribuição do passivo público entre BC e Tesouro, pode ser importante segregar tais entidades, mas para aqueles que estão interessados nos efeitos sobre o balanço patrimonial do setor privado, como é o caso da MMT, a segregação não altera o resultado final.

Contudo, entendemos que o apontamento de Lavoie (2013) corrobora com o arcabouço da MMT. As finanças funcionais constituem um arcabouço teórico que nos mostra a disfuncionalidade de arcabouços legais como aqueles que impedem a compra de títulos do BC direto do Tesouro. Essas legislações, no limite, podem levar a uma interrupção, do ponto de vista técnico, desnecessária do funcionamento da máquina pública. No Brasil, chegou-se ao cúmulo de montar uma legislação que impede aumento de gastos reais de um ano para o outro, lei que poderia levar alguns a falar que nem o princípio de demanda efetiva funciona neste país, já que o Governo não tem mais espaço para gastar com despesas discricionárias. Mas o fato é que tanto o princípio de demanda efetiva como as finanças funcionais nos ajudam a entender como estes instrumentos são disfuncionais para a prosperidade econômica, não garantem qualquer eficiência de gastos, como Colander (2019) desejaria, e como devemos utilizar a teoria econômica para buscar alterações destes arcabouços jurídicos desnecessários.

Este constitui um ponto a avançar a partir do arcabouço teórico da MMT, qual seja: pensar instituições jurídicas regionais funcionais. A MMT é um arcabouço teórico, mas deve sofrer com as intermediações necessárias ao considerar países com múltiplas peculiaridades e variados desafios. A vertente estadunidense enveredou pelo caminho do *Green New Deal*, propondo que o desenho institucional se volte para prover a mudança estrutural de matriz energética visando fontes renováveis. As institucionalidades importam, e nada melhor do que economistas locais, conhecedores dos meandros institucionais, para desenvolver arcabouços jurídicos funcionais a partir da abordagem das finanças funcionais. Foi o mito das finanças sadias que levou economistas e juristas a acreditar que legislações deveriam impor restrições ao resultado fiscal e ao gasto público dentro de um ano-calendário e é isso que deve ser combatido.

O estudo empírico de Aidar e Braga (2019), considerando mais de dez países periféricos sobre os determinantes dos fluxos de capital internacional, constatou que seus determinantes fogem ao controle da política fiscal. Diferente do que sugerem Prates (2020) e Carneiro (2021), o nível da dívida doméstica ou a estrutura do passivo do BC não se mostram variáveis relevantes para explicar o risco-país. Este índice responde mais prontamente aos preços internacionais das *commodities* e ao índice de volatilidade do mercado financeiro americano (VIX). Se, por um lado, é desejável que o BC determine sua taxa de juros acima de um “piso” dado pela taxa de juros internacional acrescida deste risco-país, por outro, esta taxa de juros básica de curto prazo jamais deixa de ser exógena. Se o BC determinar a taxa de juros básica abaixo deste “piso” internacional, é fato que haverá consequências macroeconômicas, mas ele possuirá todas as ferramentas de que precisa para garantir a manutenção de sua meta²⁵. Em suma, a restrição monetária externa existe, mas é exógena e não está relacionada com a política fiscal.

Ponderando as críticas de Epstein (2019) e de Vernengo e Caldentey (2019), os autores precisamente apontaram que uma taxa de câmbio flexível não

²⁵ Para detalhes dos mecanismos, ver Lavoie (2014, cap.7).

amenizaria esta restrição monetária existente em países periféricos e tampouco o câmbio fixo o faria. Wray (2006) não tem uma defesa ingênua de câmbio flexível como os autores críticos fazem crer. O argumento da abordagem da MMT é que ter uma taxa de câmbio fixa forneceria um alvo para o mercado apostar contra. Nesse caso, não se trataria de uma aposta contra sustentabilidade fiscal do Estado, mas contra sua capacidade de garantir uma taxa de conversão em relação a uma divisa sobre a qual não se tem controle pleno. A proposta de Wray (2006) é evitar câmbio fixo para não fornecer este alvo especulativo ao mercado, enquanto o governo usaria este espaço extra que um câmbio flexível ofereceria para fazer políticas que melhorassem os termos de troca. Conforme Wray (2006, p. 224, tradução nossa):

Enquanto um regime de câmbio flutuante pode exercer um papel secundário neste fenômeno, o real problema é a livre flutuação de capital denominado em recursos privados que permite a criação de posições financeiras do tipo Ponzi, que, a seu turno, conduz a um regime cambial mais instável [...]. Controles de capital poderiam ser parte da solução.

Quando estuda a viabilidade de um PGE assumindo uma pequena economia aberta, dentre outras considerações, Wray (2007, p.38, tradução nossa) afirma:

Finalmente, o governo pode usar métodos tradicionais para proteger seu balanço de pagamentos e sua meta de taxa de câmbio: tarifas, controle sobre importações e controle de capitais. [...] Nenhum governo deveria usar a pobreza e o desemprego para atingir tais fins.

Em ocasiões de entrevistas ou perguntas em suas palestras, Wray, ao não se considerar um “*development economist*”, evitou fazer comentários sobre como implementar controles de capital. De fato, o melhor desenho de controles de capital constitui um outro ponto para se avançar dentro do arcabouço da MMT. Rossi (2016, pp. 153-154) apontou a efetividade de regulações sobre mercado de derivativos cambial aplicadas no Brasil no segundo semestre de 2012, período de menor oscilação cambial da história recente do país. A regulação associava controles de capital, oneração de posições dos bancos e impostos

sobre derivativos. Este primeiro passo dado por Rossi (2016) deve ser aprofundado no sentido de desenhar sugestões institucionais que nos ofereçam maior autonomia econômica em episódios de restrição internacional.

Além de controles cambial e de capital, o PGE poderia ser utilizado como instrumento de mitigação do conflito distributivo e, portanto, de suavização dos efeitos cambiais sobre a economia doméstica. O debate entre NAI-BER e NAIRU não se mostra muito frutífero ao considerar a intensidade do conflito distributivo como dada. O fato é que o PGE pode ser utilizado como um instrumento de política fiscal focalizada que, além de eliminar o desemprego, regulará o mercado de trabalho neste nível. Uma política ativa no mercado de trabalho poderá estabelecer um parâmetro salarial que estabilizaria o nível de intensidade do conflito, compartilhando ganhos e perdas entre salários e lucros a serem negociados em uma estrutura centralizada de barganha²⁶. Kriesler *et alii* (2020) enxergam que esta centralização da barganha poderia afetar o nível de intensidade do conflito e compensar uma eventual queda do custo de ficar desempregado. Assim, o encaminhamento do debate seria mais frutífero se rompêssemos com a abordagem linear entre desemprego e inflação, como fazem Mitchell (1998) e Sawyer (2003), e pensássemos a implementação do programa com vistas a amenizar o conflito, a fim de tornar pleno emprego e estabilidade de preços compatíveis em um arranjo institucional cuidadosamente desenhado.

Finalmente, a institucionalidade de um PGE em países periféricos constitui outro ponto do debate sobre o qual a MMT ainda precisa avançar consideravelmente. Enquanto a vertente estadunidense da MMT está sugerindo o PGE como parte do *Green New Deal*, as vertentes de países periféricos podem pensar em programas desenvolvimentistas que melhorem os termos de troca e alterem a estrutura da oferta agregada de forma a torná-la compatível com as demandas do mercado doméstico. Saneamento básico, urbanização de áreas periféricas, educação básica, preservação florestal, serviços de cuidados de crianças e idosos são apenas alguns exemplos de

²⁶ Proposta inspirada na experiência sueca do pós-guerra (QUINTAS e IANONI, 2021).

uma gama muito ampla de serviços requeridos por economias periféricas e atualmente escassos nessas áreas. Os desafios estão postos e os esforços intelectuais precisam ser reunidos para se atingir o objetivo principal da MMT: pleno emprego.

5. Considerações finais

O presente trabalho buscou trazer duas contribuições para a literatura da MMT tanto no âmbito doméstico como no internacional. A primeira contribuição foi no sentido de apresentar a fronteira do debate teórico heterodoxo, revisando os principais argumentos e contra-argumentos. A segunda contribuição consistiu no esforço de organizar as contribuições teóricas que ainda precisam ser incorporadas para que o debate avance.

Quanto ao pilar da origem da moeda, mostramos que a abordagem neocartalista via tributos oferece uma abordagem lógica que avança na compreensão sobre a origem da conformidade com a opinião média sem entrar em conflito com a vertente cartalista de contratos. Já em relação ao pilar das finanças funcionais, a MMT oferece-nos um arcabouço teórico coerente para entender as disfuncionalidades de regras fiscais que impedem o gasto público baseadas em limites arbitrários. Independentemente de a relação entre BC e Tesouro ser permitida por lei, limitar o gasto público em qualquer ponto antes do pleno emprego ser atingido é uma escolha puramente política.

Ainda sobre o pilar das finanças funcionais, é fato que a restrição de balanço de pagamentos precisa ser considerada, mas é falso que a política fiscal de austeridade nos é imposta. Da mesma forma que também é fato que o pleno emprego gera poder de barganha para os trabalhadores, mas debater sobre o nível de desemprego que estabilizaria preços não nos parece ser o caminho adequado para enveredar. Mas por onde avançar então?

Este trabalho elencou alguns pontos que ainda estão em aberto para o desenvolvimento teórico a partir do arcabouço da MMT. O primeiro deles foi sobre a elaboração de instituições jurídicas funcionais para atuação pública. Leis que impedem o financiamento direto entre BC e Tesouro, que estabelecem uma

meta arbitrária de resultado fiscal ou que impedem o aumento real de gastos públicos de um ano para o outro devem ser substituídas por leis que garantam a compatibilidade do orçamento público com as necessidades e os direitos básicos da população do país. Fala-se muito do déficit fiscal, mas, como destacou Martins (2020)²⁷, pouca atenção recai sobre o déficit educacional, habitacional, democrático, déficit de saneamento e de empregos, entre outros.

O segundo ponto para se avançar no debate é sobre o tipo de política pública que minimizaria o impacto da restrição externa. Destacamos aqui que o déficit fiscal não é a causa da restrição externa, mas ainda se tem de avançar no desenho das instituições que mitiguem a restrição de BP. Controles de capital, tal como Rossi (2016) sugeriu, são uma primeira aproximação deste debate, mas um desenho de política fiscal visando uma mudança estrutural que mitigue os problemas a longo prazo também se faz necessário. Podemos pensar no estímulo à agricultura familiar, estímulos a empregos com baixa elasticidade-renda de importação e na adequação da estrutura de oferta agregada com a de demanda doméstica. Para isso, o PGE poderia constituir um ponto fulcral para se avançar.

Em vez de se discutir sobre o nível de desemprego que estabilizaria preços, o presente trabalho partiu de uma abordagem de inflação de custos²⁸ para sugerir que o caminho seria se perguntar sobre que tipo de emprego precisamos gerar. Como câmbio e salários são as principais fontes de pressão de custos, o PGE deveria atentar-se para prestação de serviços que seriam consumidos na própria área beneficiada pelo programa, como cuidado de idosos, crianças, saneamento básico, projetos culturais etc. Além disso, o PGE deveria contar com um conselho central de barganha, em que o nível do salário e os futuros reajustes seriam nacionalmente acordados por entidades representativas da sociedade perante mediação governamental. Este conselho acomodaria o conflito distributivo através da garantia da

²⁷ Norberto Martins em coluna de opinião para o portal Brasil Debate em 23 de julho de 2020. Disponível em: <<https://brasildebate.com.br/responsabilidade-fiscal/>>. Último acesso em: 07/02/2022.

²⁸ Conforme Lavoie (2014, cap. 8).

manutenção do pleno emprego, ao passo que constrangeria demandas potencialmente intensificadoras do conflito entre trabalhadores e empresários.

Em suma, o futuro da MMT afigura-se como promissor, com muitos pontos para desenvolvimento. Urge a necessidade de avanços neste debate para discutirmos projetos de nação que mobilizem uma abordagem funcional para os problemas que enfrentamos. Sugerir que o orçamento do governo deva, arbitrariamente, ser equilibrado enquanto a Terra completa uma volta ao redor do sol não nos trará qualquer avanço teórico.

Referências

- AGLIETTA, M. *Money: 5,000 Years of Debt and Power*. Verso: Londres, 2018.
- AIDAR, G.; BRAGA, J. "Country-risk Premium in the Periphery and the International Financial Cycle (1999-2019)". *Texto para Discussão n. 342*, Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2019.
- CARNEIRO, R. "As Falhas da Modern Monetary Theory (MMT)". *Texto para Discussão n. 403*, Instituto de Economia da Universidade de Campinas, Campinas, 2021.
- CARVALHO, F. C. *Mr. Keynes and the Post-Keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.
- COLANDER, D. "Are Modern Monetary Theory's Lies 'Plausible Lies'?", *Real-World Economics Review*, vol. 89, n. 3, pp. 62-71, 2019.
- DAVIDSON, P. "Money and The Real World", *The Economic Journal*, vol. 82, n. 35, pp. 101-115, 1972.
- _____. "What is Modern About MMT? A Concise Note", *Real-World Economics Review*, vol. 89, n. 3, pp. 72-74, 2019.
- DEQUECH, D. "Economic institutions: explanations for conformity and room for deviation", *Journal of Institutional Economics*, vol. 9, n. 1, pp. 81-108, 2013.
- EPSTEIN, G. "The Empirical and Institutional Limits of Modern Money Theory", *Review of Radical Political Economics*, vol. 52, n. 4, pp. 772-780, 2020.
- GNOS, C.; ROCHON, L. P. "Money Creation and the State: A Critical Assessment of Chartalism", *International Journal of Political Economy*, vol. 32, n. 3, pp. 41-57, 2002.
- KALECKI, M. "Political aspects of full employment", *Political Quarterly*, n. 4, pp. 322-331, 1943.
- KELTON, S. *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*. Londres: Hachette UK, 2020.
- KELTON [BELL], S.; WRAY, L. R. "Fiscal Effects on Reserves and the Independence of the Fed", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 25, n. 2, pp. 263-271, 2002.
- KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: Macmillan, 1936.
- _____. "The Treatise on Money" in: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. I e II. Cambridge: Cambridge University Press, 2013 [1930].
- KNAPP, G. F. *The State Theory of Money*. Londres: Macmillan, 1924.
- KREGEL, J. "MMT: The wrong answer to the wrong question", *Real-World Economics Review*, vol. 89, n. 3, pp. 85-96, 2019.

- KRIESLER, P.; HALEVI, J.; SETTERFIELD, M. "Political Aspects of 'Buffer Stock' Employment: A Re-consideration", *Working Paper*, The New School for Social Research, Nova York, set. 2020.
- LAVOIE, M. "The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-chartalism: A Friendly Critique", *Journal of Economic Issues*, vol. 47, n. 1, pp. 1-32, 2013.
- _____. *Post-Keynesian Economics: new foundations*. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2014.
- _____. "Modern Monetary Theory and Post-Keynesian Economics", *Real-World Economics Review*, vol. 89, n. 3 pp. 97-108, 2019.
- LAWSON, T. "Social Positioning and the Nature of Money", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 40, n. 4, pp. 961-996, 2016.
- _____. "Money's relation to debt: some problems with MMT's conception of money", *Real-World Economics Review*, vol. 89, n. 3, pp. 109-128, 2019.
- LERNER, A. P. "Functional Finance and The Federal Debt", *Social Research*, vol. 10, pp. 38-51, 1943.
- MINSKY, H. P. "Address Presented at a Conference on 'Labor and the War Against Poverty'" in: *Hyman P. Minsky Archive*. Paper 271. 1965. Disponível em: https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/271. Último acesso em: 07/02/2022.
- _____. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MITCHELL, W. "The Buffer Stock Employment Model and the NAIRU: The Path to Full Employment", *Journal of Economic Issues*, vol. 32, n. 2, pp. 547-556, 1998.
- MITCHELL, W.; WRAY, L. R.; WATTS, M. J. *Modern Monetary Theory and Practice: An Introductory Text*. Londres: Macmillan International Press, 2019.
- MOSLER, W. *Soft Currency Economics*. West Palm Beach: Adams, Viner and Mosler, 1995.
- MOSLER, W.; FORSTATER, M. "The Natural Rate of Interest is Zero", *Journal of Economic Issues*, vol. 39, n. 2, pp. 535-542, 2005.
- NERSISYAN, Y.; WRAY, L. R. "How to Pay for the Green New Deal", *Working Papers n. 931*, Levy Economics Institute of Bard College, 2019.
- ORLÉAN, A. "L'approche institutionnaliste de la monnaie: une introduction". Paris, 2007. Mimeo.
- PALLEY, Thomas I. "Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: A Critique of Modern Monetary Theory", *Review of Political Economy*, vol. 27, n. 1, pp. 1-23, 2015.
- _____. "Macroeconomics vs. Modern Money Theory: some unpleasant Keynesian arithmetic and monetary dynamics", *Real-World Economics Review*, vol. 89, n.3, pp. 148-155, 2019.
- PRATES, D. M. *Crises financeiras nos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa*. Tese (Doutorado em Economia). Instituto de Economia –Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.
- _____. "Monetary Sovereignty, Currency Hierarchy and Policy Space: a post-Keynesian approach", *Texto para Discussão n. 315*. Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, set. 2017.
- _____. "Beyond Modern Money Theory: A Post-Keynesian Approach to the Currency Hierarchy, Monetary Sovereignty, and Policy Space", *Review of Keynesian Economics*, vol. 8, n. 4, pp. 494-511, 2020.
- QUINTAS, F.; IANONI, M. "The Rehn-Meidner Plan and the Swedish Development Model in the Golden Years", *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 41, pp. 3-22, 2021.
- RESENDE, A. L. "Consenso e contrassenso: déficit, dívida e previdência", *Centro Brasileiro de Relações Internacionais*, dossiê vol. 4, ano 18, 2019.
- _____. *Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática*. São Paulo: Portfólio Penguin, 2020.

- ROCHON, L. P. "MMT and TINA", *Real-World Economics Review*, vol. 89 n. 3, pp. 156-166, 2019.
- ROSSI, P. *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2016.
- SARGENT, T. J.; WALLACE, N. "Some unpleasant monetarist arithmetic" in: GRIFFITHS, B.; WOOD, G. E. *Monetarism in the United Kingdom*. Londres: Palgrave Macmillan, 1984, pp. 15-41.
- SAWYER, M. "Employer of Last Resort: could it deliver full employment and price stability?", *Journal of Economic Issues*, vol. 37, n. 4, pp. 881-907, 2003.
- SECCARECCIA, M. "What Type of Full Employment? A Critical Evaluation of 'Government as the Employer of Last Resort' Policy Proposal", *Investigación Económica*, vol. LXIII, n.247, pp. 15-43, 2004.
- TAVARES, M. C. "A Retomada da Hegemonia Norte-Americana", *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 5, n. 2, 1985.
- TCHERNEVA, P. R. "The job guarantee: Design, jobs, and implementation" *Working Papers Series n. 902*. Levy Economics Institute of Bard College, 2018.
- TYMOIGNE, E.; WRAY, L. R. "Modern Money Theory: A Reply to Palley", *Review of Political Economy*, vol. 27, n. 1, pp. 24-44, 2015.
- VERGNHANINI, R.; DE CONTI, B. "Modern Monetary Theory: a criticism from the periphery", *Brazilian Keynesian Review*, vol. 3, n. 2, pp. 16-31, 2017.
- VERNENGO, M.; CALDENTEY, E. P. "Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional Finance in Developing Countries", *Working Paper n. 495*. Political Economy Research Institute, 2019.
- WRAY, L. R. "Government as employer of last resort: Full employment without inflation", *Working Paper n. 213*. Levy Economics Institute of Bard College, 1997.
- _____. *Understanding Modern Money*. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.
- _____. *Credit and State Theories of Money: The contributions of A. Mitchell Innes*. Northampton: Edward Elgar, 2004.
- _____. "To Fix or to Float: Theoretical and Pragmatic Considerations" in: ROCHON, L.; ROSSI, S. *Monetary and Exchange Rate Systems: A Global View of Financial Crises*. Northampton: Edward Elgar, 2006, pp. 210-231.
- _____. *The employer of last resort programme: could it work for developing countries?*. Geneva: ILO, 2007.
- _____. *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. Nova York: Palgrave Macmillan, 2015.
- _____. "The 'Kansas City' Approach to Modern Money Theory", *Working Paper n. 961*. Levy Economics Institute of Bard College, 2020.
- WRAY, L. R.; DANTAS, F. "Full employment: Are we there yet?", *Public Policy Brief*, n. 142, 2017.
- WRAY, L. R.; DANTAS, F.; FULLWILER, S.; TCHERNEVA, P. R.; KELTON, S. A. *Public service employment: A path to full employment*. Research Project Report. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, abr. 2018.