



UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALAGOAS
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE.
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

JULIANA CARLA DA SILVA SANTOS

CONTROVÉRSIAS ACERCA DA APLICAÇÃO DA TEORIA MONETÁRIA
MODERNA EM ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO: O CASO DO BRASIL
(1995-2021)

Maceió
2022

JULIANA CARLA DA SILVA SANTOS

**CONTROVÉRSIAS ACERCA DA APLICAÇÃO DA TEORIA MONETÁRIA
MODERNA EM ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO: O CASO DO
BRASIL (1995-2021)**

Dissertação apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade Federal de Alagoas como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia Aplicada, no CMEA-Curso de Mestrado em Economia Aplicada..

Área de Concentração: Desenvolvimento Econômico.

Orientador: Prof. Dr. Reynaldo Rubem Ferreira Júnior

Maceió

2022

Catálogo na fonte
Universidade Federal de Alagoas
Biblioteca Central
Divisão de Tratamento Técnico
Bibliotecária: Taciana Sousa dos Santos – CRB-4 – 2062

S237c Santos, Juliana Carla da Silva.
Controvérsias acerca da aplicação da teoria monetária moderna em economias em desenvolvimento: o caso do Brasil (1995-2021) / Juliana Carla da Silva Santos. – 2023.
135 f. : il. color.

Orientador: Reynaldo Rubem Ferreira Júnior.
Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de Alagoas. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Programa de Pós-Graduação em Economia. Maceió, 2022.

Bibliografia: f. 119-126.
Apêndices : f. 127-134.
Anexo: f. 135.

1. *Modern monetary theory*. 2. Política macroeconômica. 3. Economia - Desenvolvimento. I. Título.

CDU: 336.741.28

AGRADECIMENTOS

Essa frase é clichê nas laudas de agradecimentos em trabalhos que visam conclusão de cursos, assim como está dissertação, mas gostaria, em primeiro lugar, de agradecer a Deus por – ao longo desse processo árduo – ter me dado força para ver o caminho em momentos difíceis nos quais pensei em desistir.

Gostaria, também, de agradecer todo o incentivo que recebi do meu orientador, Prof. Dr. Reynaldo Rubem Ferreira Júnior, durante esse processo. Quero que saiba que contribuiu para minha carreira acadêmica e também para o meu desenvolvimento profissional e pessoal.

Não posso deixar de agradecer à Universidade Federal de Alagoas (UFAL) por ser um espaço que privilegia o conhecimento, onde todas as ideias são bem recebidas. A todos os meus professores que não hesitaram em sanar minhas dúvidas e, por assim, terem grande importância nesse processo.

Agradeço aos meus familiares, em especial a minha mãe Zenaide Florêncio da Silva por ter me proporcionado ajuda e apoio com a minha filha, Ana Júlia Alves dos Santos. Para sempre minha gratidão será sua, mãe.

Deixo também um agradecimento e menção de destaque para os meus colegas de trabalho na Superintendência de Produção da Informação e do Conhecimento da Seplag: Gilvandro Freitas, Roberson Leite, Teresa Márcia, Márcia Núbia, Klebson da Silva, Lionaldo dos Santos, Rebeca Barroso, Allisson Nascimento, Simone Craveiro, Márcio Melânia, Izabel Faez, Matheus Bispo, ao atual Superintendente Robson Brandão, e seu antecessor Thiago Ávila. O meu muito obrigada!

Por fim, mas não menos importante, aos meus amigos e colegas que passaram pela minha vida durante esse período. Alguns continuam presentes, outros nem tanto, mas sintam-se todos homenageados.

RESUMO

Recentemente, o termo Teoria Monetária Moderna, MMT (sigla em inglês), foi resgatado para demonstrar como os governos soberanos não enfrentam as mesmas restrições financeiras que as famílias e as empresas, para que os formuladores de políticas econômicas elaborem medidas focadas em propostas de bem-estar social e ambiental. A MMT sustenta que pode ser aplicada a todas as nações que emitem sua própria moeda, independentemente do seu grau de desenvolvimento, desde que essa moeda seja demandada por imposições de obrigações tributárias. Dado que não há consenso quanto a tal assertiva, a MMT deparou-se com resistência na aceitação dos seus princípios para economias emergentes dentro da macroeconomia heterodoxa, especificamente entre os defensores da literatura pós-keynesiana. O cerne da controvérsia em torno da MMT, em linhas gerais, de acordo com seus críticos, está em restringir sua aplicação ao caso dos países desenvolvidos, especificamente para aqueles que emitem a moeda de reserva internacional. No tocante às nações em desenvolvimento, eles afirmam serem muito limitadas, ou até mesmo nulas, suas aplicações, principalmente para aquelas que não emitem a moeda de reserva internacional e operam com sistemas de taxas de câmbio fixas. Este estudo busca examinar o debate quanto à aplicação da Teoria Monetária Moderna e suas propostas de políticas macroeconômicas para economias em desenvolvimento como a brasileira, por meio da discussão analítica acerca da controvérsia teórica em torno da temática, assim como da análise exploratória e descritiva dos balanços financeiros setoriais e, em seguida, das estatísticas descritivas para um conjunto de variáveis importantes, buscando orientar a fundamentação com as especificidades desta economia. O principal resultado do estudo foi em síntese, quanto à aplicabilidade ou não da MMT no Brasil, obtêm-se as seguintes conclusões: i) do ponto de vista contábil, não só se aplica como desconstrói a narrativa do mainstream em relação ao déficit público além de explicitar as transferências da riqueza gerada no país; ii) Na perspectiva da MMT é ser aplicada em um país como o Brasil, mas há uma série de restrições que são políticas (auto impostas) e não de natureza econômica; e iii) As restrições são bem maiores que as apresentadas pela MMT quando se leva em consideração que nos países em desenvolvimento, mesmo tendo moeda soberana, como é o caso do Brasil, a credibilidade da moeda desempenha um papel crucial em razão do país não possuir uma moeda conversível. Nesta dissertação, buscou-se realizar uma pesquisa de caráter quantitativo com objetivos exploratório e analítico que recorreu aos instrumentos técnicos da pesquisa bibliográfica, documental e levantamento.

Palavras chaves: Teoria Monetária Moderna (MMT); Economias em desenvolvimento; conjuntura socioeconômica; Políticas macroeconômicas.

ABSTRACT

Recently the term Modern Monetary Theory, MMT, was used to demonstrate how sovereign governments do not face the same financial constraints as households and companies so that economic policymakers develop actions focused on social and environmental proposals. MMT upholds it can be applied to all nations that issue their own currency, regardless of their stage of development, as long as it is demanded by tax obligations impositions. Given that there is no consensus on this statement, MMT principles encountered acceptance resistance for emerging economies within heterodox macroeconomics, specifically among post-Keynesian literature defenders. The core of the controversy surrounding the MMT, in general terms, according to its critics, is to restrict its application to developed countries, specifically to those that issue international reserve currency. Concerning developing nations, critics claim that their applications are limited, or even null, especially for those that do not issue international reserve currency and operate with fixed exchange rate systems. This study seeks to examine the debate regarding the application of Modern Monetary Theory and its macroeconomic policy proposals for developing economies such as Brazil, through an analytical discussion of the theoretical controversy surrounding the theme, as well as an exploratory and descriptive analysis of the sectorial balance sheets, followed by a descriptive statistics for a set of relevant variables seeking to guide the grouping with the specificities of this economy. The main result of the study was, in summary, regarding the applicability or not of the MMT in Brazil, the following conclusions were obtained: i) from the accounting point of view, it not only applies but also deconstructs the mainstream narrative in relation to the public deficit in addition to to explain the transfers of wealth generated in the country; ii) From the perspective of the MMT it is to be applied in a country like Brazil, but there are a series of restrictions that are political (self-imposed) and not of an economic nature; and iii) The restrictions are much greater than those presented by the MMT when one takes into account that in developing countries, even with a sovereign currency, as is the case of Brazil, the credibility of the currency plays a crucial role because the country does not have a convertible currency. This dissertation sought to carry out quantitative research with exploratory and analytical objectives that resorted to the technical instruments of bibliographic, documentary, and survey research.

Keywords: Modern Monetary Theory (MMT); Developing economies; socioeconomic conjuncture; Macroeconomic policies.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Pirâmide da Hierarquia das Moedas	29
Figura 2 - Circuito Monetário da Teoria Monetária Moderna	34
Figura 3 - Pontos metodológicos para análise dos fluxos setoriais da Teoria Monetária	51
Figura 5 - Levantamento dos autores em contribuições críticas entorno da Teoria Monetária Moderna.....	58
Figura 6 - Procedimentos para alcançar a estabilidade de preços no Brasil	83
Figura 7 - Funcionamento do mercado	88
Figura 8 - Operacionalização entre o Banco Central e o Tesouro Nacional	91

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Resultado alcançado dos Balanços Financeiros setoriais em % do PIB	56
Gráfico 2 - Resultado dos Balanços Financeiros Setoriais em % do PIB apresentado no manual que aplica os princípios fundamentais da MMT ao contexto brasileiro	56
Gráfico 3 - Série histórica taxa de câmbio do Brasil (R\$ / US\$)	82
Gráfico 4 - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - Variação acumulada no ano (%).....	84
Gráfico 5 - Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG-BC).....	95
Gráfico 6 - Resultado primário mais a incorporação de juros reais pagos pelo setor governamental sobre a dívida pública.....	96
Gráfico 7 - Evolução da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) em % do PIB	98
Gráfico 8 - Evolução das Operações Compromissadas em % do PIB.....	99
Gráfico 9 - Saldo das reservas internacionais em % do PIB	100
Gráfico 10 - Evolução da Dívida Externa em % do PIB.....	101
Gráfico 11 - Taxa real de juros e taxa de variação real do PIB	103
Gráfico 12 - Série histórica da taxa de desemprego do Brasil (%).....	105
Gráfico 13 - Balanços Financeiros setoriais em % do PIB	106
Gráfico 14 - Resultado primário do governo central	108
Gráfico 15 - Componente de atualização monetária da dívida, os juros reais	108
Gráfico 17 - Balanço financeiro governamental X Balanço financeiro privado	109
Gráfico 18 - Balanço das transações correntes X Balanço financeiro privado	109

LISTA DE TABELA

Tabela 1 - Balanços Financeiros setoriais em % do PIB.....	54
Tabela 2 - Metas para inflação.....	85
Tabela 3 - Principais componentes da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG-BC) – Dezembro de 2021.....	97
Tabela 4 - Fatores condicionantes da evolução da DBGG - dados acumulados (metodologia atual)	102
Tabela 5 - Histórico das metas para a inflação	131
Tabela 6 - Variáveis analisadas	132

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Variáveis que correspondem ao balanço financeiro do setor público e externo.....	53
Quadro 2 - Demonstrativo sintético do balanço do governo	91
Quadro 3 - Demonstrativo sintético do banco comercial credor.....	92
Quadro 4 - Demonstrativo sintético do balanço do governo após a operacionalização da taxa de juros.....	93
Quadro 5 - Demonstrativo sintético do banco comercial credor após a operacionalização da taxa de juros	93

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

MMT	Teoria Monetária Moderna
BC	Banco Central
BACEN	Banco Central do Brasil
BF	Balanços Financeiros
BFS	Balanços Financeiros Setoriais
BFP	Balanço Financeiro Doméstico
BFG	Balanço Financeiro Governamental
BTC	Balanço das Transações Correntes
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
FMI	Fundo Monetário Internacional
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
CMN	Conselho Monetário Nacional
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	13
2	SISTEMATIZAÇÃO DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA.....	20
2.1	A NATUREZA DO DINHEIRO NA ABORDAGEM CARTALISTA	21
2.2	OS FUNDAMENTOS DA CONTABILIDADE MACROECONÔMICA PRESSUPOSTO NA TEORIA MONETÁRIA MODERNA.	23
2.3	O SISTEMA MONETÁRIO NACIONAL, O GASTO POR PARTE DO EMISSOR DA MOEDA E AS CONDIÇÕES PARA A SUSTENTABILIDADE EM RELAÇÃO AOS DÉFICITS DO GOVERNO.	28
2.3.3.	As condições para a sustentabilidade em relação aos déficits do governo ..	35
2.4	A RELAÇÃO INDISSOCIÁVEL ENTRE AS POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA SEGUNDO O ARCABOUÇO TEÓRICO DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA.....	37
2.5	ASPECTOS DA POLÍTICA ECONÔMICA DO PLENO EMPREGO E DA ESTABILIDADE DE PREÇOS	38
2.5.1	O Programa Desemprego Zero de Hyman Minsky	40
2.5.2	O Estado como Empregador de Última Instância (ELR, sigla em inglês) proposto pela Teoria Monetária Moderna.....	43
3	ASPECTOS METODOLÓGICOS	47
3.1	A IDENTIDADE DOS TRÊS BALANÇOS FINANCEIROS SETORIAIS	47
3.2	COMPARATIVOS DOS RESULTADOS PARA OS BFS	54
4.	ASPECTOS CRÍTICOS À APLICAÇÃO DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA EM PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO	57
4.1	PRIMEIRO GRUPO DA LITERATURA CRÍTICA DA MMT	58
4.1.1.	As primeiras críticas publicadas	59
4.1.2	Ressurgimento das contribuições críticas em torno da MMT	64
4.1.3	Contribuições críticas contemporâneas em torno da MMT	69
4.2.	SEGUNDO GRUPO DA LITERATURA CRÍTICA DA MMT	71
4.2.1	Contribuições críticas a países em desenvolvimentos	71
4.3	CONSIDERAÇÕES	75
5.	ASPECTOS ANALÍTICOS QUANTO À APLICABILIDADE DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA: O CASO DO BRASIL	77
5.1	O REGIME DE POLÍTICA ECONÔMICA VIGENTE NO BRASIL.....	78
5.1.2	Regime cambial	80
5.2	ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	87
5.2.1	A relação institucional entre Banco Central (BC) e Tesouro Nacional (TN): O caso do Brasil	87
5.2.2	Dívida pública brasileira	94
5.2.3	Juros da dívida pública: O caso brasileiro	102

5.2.4 Taxa de desemprego	104
5.3 A ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DA PERSPECTIVA METODOLÓGICA DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA	106
5.3.1 Balanços financeiros setoriais	106
5.3.2 Controvérsia quanto à aplicabilidade ou não da MMT na economia brasileira, a partir de suas especificidades	111
CONCLUSÃO	117
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	119
Apêndice A – Resumo das cartas aberta divulgada ao Ministro da Fazenda	127
Apêndice B - Histórico das metas para a inflação	131
Apêndice C - Realização de uma análise de regressão linear múltipla	132
Anexo A - Histórico do resultado primário do governo central, juros nominais e resultado nominal.....	135

1 INTRODUÇÃO

A Teoria Monetária Moderna, doravante MMT (sigla em inglês), é descritiva e cumpre uma função precípua, a saber: descrever o funcionamento de um sistema econômico de um país monetariamente soberano. Sustenta que pode ser aplicada a todas as nações que emitem sua própria moeda, independente do seu grau de desenvolvimento, desde que essa moeda seja demandada por imposições de obrigações tributárias. Ou seja, para a teoria, um país soberano não apresenta restrições financeiras (WRAY, 1998).

John Maynard Keynes, segundo Matthews (2012), afirmou, na “*A Treatise on Money*”, que “todos os Estados modernos” possuem a capacidade de decidir o que é e o que não é dinheiro, há pelo menos 4.000 anos, relativizando o termo “moderno” da MMT.

Dentre os expoentes do grupo que contribuiu para a sistematização da MMT estão: Randall Wray, Warren Mosler, Bill Mitchell, Jan Kregel, Stephanie Kelton, dentre outros. O economista norte americano Randall Wray (1998), que formalizou o arcabouço teórico da MMT, baseou-se nos fundamentos teóricos desenvolvidos por John Maynard Keynes, a partir do que foi abordado na “*A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*” e no “*Tratado sobre a moeda*”; por Abba Lerner e sua teoria das finanças funcionais; Hyman Minsky e sua hipótese da instabilidade financeira e proposta do Estado como empregador de última instância; Georg F. Knapp com “*The State Theory of Money*”, que remete a abordagem “cartalista”, Wynne Godley com a fundamentação dos balanços setoriais, assim como Michal Kalecki e sua teoria dinâmica do investimento.

A Teoria Monetária Moderna subverte toda a lógica apresentada nos livros (manuais) de economia. Para a MMT, o Estado não necessita arrecadar para gastar, na prática, a lógica é inversa, ou seja, gasta para arrecadar. Com isso, os impostos não têm a função de criar as condições necessárias para o Estado financiar suas despesas, pelo contrário, o soberano cobra impostos com o objetivo de destruir o excesso de moeda da economia, buscando neutralizar os possíveis efeitos inflacionários, como também melhorar a distribuição de renda (WRAY, 2003).

Ainda de acordo com Wray (2003), a MMT é desenvolvida em torno da concepção da moeda como sendo uma criação do Estado – e não do mercado – e que a sociedade necessita produzir bens e serviços e vendê-los ao Estado, para conseguir obter essa moeda e poder pagar os impostos exigidos. A soberania monetária é o princípio central da MMT, todo o arcabouço teórico está alicerçado na ideia de que um país em conformidade com um regime

de moeda fiduciária pode financiar seus gastos sem restrição orçamentária. A política monetária e a política fiscal são indissociáveis.

A taxa de juros, como instrumento de política monetária, “é um prêmio pela renúncia à liquidez” (KEYNES, 1996, p. 26), portanto, a taxa de juros seria um prêmio pago por se abrir mão de saldos monetários não remunerados, enquanto passivo do governo, para retirar o excesso de moeda nas reservas bancárias, partindo do pressuposto de que a moeda é determinada endogenamente. O método para lidar com o excesso (ou escassez) nos saldos das reservas bancárias, para o caso dos EUA – local de origem da MMT, se dá por meio de *Repurchase Agreement*¹. O que seria equivalente, no Brasil, às operações de mercado aberto, onde o BC negocia os títulos públicos, fornecendo uma alternativa com juros para acomodar a liquidez no mercado interbancário, evitando, assim, que os juros efetivos descolem da meta de juros básica. Dessa forma, para os proponentes da MMT, a lógica por trás dessas operações não seria financiar o governo, mas sim acomodar a liquidez no mercado interbancário (TCHERNEVA, 2007).

Conforme pontua Santos (2020), Abba Lerner propôs, na década de 1940, políticas econômicas baseadas em finanças funcionais – um dos pilares que sustenta a MMT – afirmando que o governo deve dispor da sua capacidade de gasto com o objetivo de trazer a economia ao pleno emprego da força de trabalho. Para Lerner, finanças “saudáveis” não são “funcionais”, uma vez que não atendem à utilidade pública, considerando que para as finanças saudáveis, o governo é enxergado como uma família que apresenta restrição orçamentária, não podendo gastar acima da sua renda.

Outro argumento que embasa a Teoria Monetária Moderna é o do desemprego como um fenômeno político e não econômico. A MMT propõe que, por meio de uma política de empregador de última instância, os governos possam contratar aqueles trabalhadores que não estão alocados no setor privado e, desse modo, evitar a depreciação do capital humano, pagando-lhe um salário – mínimo – como forma, inclusive, de ancorar os demais salários da economia, a partir do momento em que esse salário pago pelo Estado tornar-se-ia referência para a iniciativa privada (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

É possível concluir, a partir dessa breve introdução, que a defesa da MMT se dá na perspectiva de que os governos devem focar em políticas que promovam uma economia de

¹ Repurchase Agreement – REPO: Em português, significa compromisso de recompra. A partir dessa operação, um investidor compra um determinado ativo, o vende para uma instituição financeira e firma um compromisso de recompra em uma data futura (GIULIACAMILLO, 2009). Consulte: “Saiba o que são Repos e Reverse Repos, usadas pelos BCs para controlar a liquidez”. InfoMoney, 7 dez. 2009. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/saiba-o-que-sao-repos-e-reverse-repos-usadas-pelos-bcs-para-controlar-a-liquidez/>>. Acesso em: 26 nov. 2022.

bem-estar social, semelhante àquela preconizada por Keynes em sua Teoria Geral (1936). Ou seja, a socialização do investimento como meio de assegurar a maior parte da vida econômica da comunidade. Sendo o Estado detentor do monopólio da moeda, as restrições são de natureza real, limitações da estrutura produtiva, ou – como explicitado por Mosler (2010) – pela falta de entendimento dos formuladores de políticas quanto ao funcionamento do sistema monetário. Vale destacar, segundo seus proponentes, que a MMT não faz defesa de um Estado perdulário, mas comprometido com a qualidade de vida da sociedade.

As publicações referentes à MMT têm origem na década de 1990, seus proponentes formavam um grupo ativo de pesquisadores, com trabalhos no *Levy Economics Institute e da University of Missouri, Kansas City*². A teoria ganhou relevância recentemente, ao servir de base para o programa do candidato socialista Bernie Sanders, que concorreu às primárias do partido Democrata dos Estados Unidos, por meio de projetos de gastos públicos denominados *Green New Deal*³, *Medicare*⁴. Os formuladores desses projetos buscavam demonstrar, com base na MMT, que “déficits podem ser financiados por emissão monetária” e que a dívida pública na moeda nacional não seria um fardo para as gerações futuras.

A base para se compreender o caminho do dinheiro moderno está na dinâmica simplificada da contabilidade macroeconômica, em que para cada ativo financeiro existe um passivo de igual valor para compensá-lo, ou seja, os ativos financeiros de uma unidade econômica são passivos financeiros de outras (WRAY, 2015).

Decorre, então, que a análise da economia deve considerar a interação macroeconômica entre os balanços setoriais (fluxos e estoques) do setor público, que inclui todos os níveis de governo, com o do setor privado, composto por famílias e empresas, e o setor externo, que corresponde a todas as transações com o resto do mundo. Por definição, a soma dos três setores é igual a zero. Logo, para que o setor privado acumule patrimônio líquido, deve-se assumir direitos financeiros sobre outro setor, seja público ou externo. Para o caso de um orçamento equilibrado do setor público, a acumulação de ativos financeiros

² Os editores de um recente número de jornal dedicado à Teoria Monetária Moderna identificaram a base na década de 1990 principalmente no trabalho emergente do *Levy Economics Institute e da University of Missouri, Kansas City (FULLBROOK; MORGAN, 2019)*. Consulte “*Introduction: Whither MMT?*” *Real-world economics review*, edição n.º. 89, 2019, em <http://www.paecon.net/PAERreview/issue89/FullbrookMorgan89.pdf>.

³ Refere-se a um plano de transformação da economia pela via da sustentabilidade do meio ambiente, a partir de investimentos em infraestrutura verde, buscando alternativas limpas de emissão de gases de efeito estufa, além de garantia sustentável de emprego, renda, moradia entre outros.

Disponível em:< https://www.gp.org/green_new_deal>

⁴ É um seguro saúde que objetiva: (1) atender pessoas a partir de 65 anos; (2) pessoas com menos de 65 anos com certas deficiências; (3) pessoas de qualquer idade com insuficiência renal em fase terminal (ESRD) (insuficiência renal permanente exigindo diálise ou um transplante de rim).

Disponível em:< <https://www.medicare.gov/>>

líquidos por parte do setor privado será correspondente aos passivos financeiros líquidos acumulados pelo setor externo (WRAY, 2015).

Assim, do ponto de vista contábil, o déficit de um setor econômico é igual ao superávit de outro ou, conforme Wynne Godley: Balanço Privado Doméstico + Balanço Público + Balanço Exterior = 0 (LAVOIE; ZEZZA, 2012). Nas palavras de Wray (2015), “o tango é uma questão de dois”, em outras palavras, um setor não pode incorrer em déficit sem que nenhum dos demais setores obtenha superávit.

Apesar do consenso quanto à aceitação da aplicabilidade frente aos balanços financeiros, a MMT deparou-se com resistência na aceitação dos seus princípios para economias emergentes dentro da macroeconomia heterodoxa, especificamente entre os defensores da literatura pós-keynesiana. A elucidação da contabilidade macroeconômica diante dos balanços financeiros setoriais descrito no arcabouço teórico da MMT não desperta interesse dos ortodoxos para entrarem no debate dos aspectos críticos a essa abordagem, visto que, trata de não haver restrições financeiras para economias com moeda soberana e contrasta toda essa narrativa fiscal de que o orçamento do Estado é igual ao de uma família e pode quebrar. O enfoque importante a ser tratada é a controvérsia que é gerada entre os pós-keynesianos.

A principal limitação apontada pela literatura pós-keynesiana da Teoria Monetária Moderna está associada a não conversibilidade internacional das moedas de economias de países em desenvolvimento⁵, ou à vertente da Hierarquia Internacional de Moedas (HIM). Tal restrição limitaria a capacidade dos governos de implementar políticas macroeconômicas domésticas, mesmo em países com moeda soberana, e de alcançar alguns objetivos específicos (DE PAULA; FRITZ; PRATES, 2017).

Segundo Vergnhanini e De Conti (2017), a perspectiva da “hierarquia monetária internacional” põe em dúvida a suficiência da abordagem da MMT, em virtude das restrições teóricas que enfrentam os países periféricos, devido a não soberania na determinação da própria política macroeconômica no contexto da globalização financeira.

Thomas I. Palley (2015) explora a macroeconomia que está por trás da Teoria Monetária Moderna e conclui não haver nada de novo que justifique a nomenclatura atribuída

⁵ Segundo Baumann (2016), a expressão *economias em desenvolvimento* foi criada para destacar aqueles países que apresentavam certa mobilidade social, vista por meio da evolução dos indicadores econômicos e sociais, ou seja, apesar de serem países periféricos, conseguiam obter crescimento até certo ponto expressivo e algum destaque no comércio internacional, através das exportações de produtos com algum grau de industrialização. Portanto, conforme destaca o autor, esses países, por apresentarem melhora significativa nos indicadores econômicos e sociais e consequentemente melhora no bem-estar dos seus cidadãos, foram classificados, dentro do grupo de países que faziam parte da periferia do mundo, como emergentes (BAUMANN 2016).

a abordagem. Para o autor, as recomendações propostas, pelos proponentes da MMT, simplificam demais os desafios de alcançar o pleno emprego sem o custo da inflação, por desconsiderar alguns dilemas, como os que são colocados pela curva de Phillips, os que estão relacionados a uma economia aberta e a capacidade de estabilidade financeira. Resultando em pouca recomendação da aplicação MMT, principalmente para os países em desenvolvimento.

Vernengo e Caldentey (2019), por sua vez, consideram os aspectos de finanças funcionais que afirmam ser centrais para iniciar um debate relacionado à política fiscal e são aplicáveis a países em desenvolvimento que têm uma moeda soberana. Discutem as limitações das políticas fiscais no contexto dos países em desenvolvimento, para os que precisam de empréstimos em moedas estrangeiras e para aqueles onde, exclusivamente, a dívida é em moeda nacional. Para os pressupostos da MMT, são necessários alguns esclarecimentos sobre o papel da restrição externa, regimes de taxas de câmbio, uso do controle de capital, a relevância das reservas e a política dos gastos e tributação.

Dado esse panorama geral quanto à resistência no tocante à aceitação da aplicação da MMT em economias em desenvolvimento, a atenção desta pesquisa é voltada para o caráter controverso de sua aplicação (ou não) para o caso brasileiro. Na literatura acerca da Economia Política Internacional, são estabelecidas diferenças qualitativas para países localizados em regiões preteridas pela geopolítica internacional, rotulados como países periféricos. O Brasil que se insere na periferia do Sistema Monetário Internacional não pode controlar os impactos decorrentes das flutuações econômicas internacionais (VILELLA; CONCEIÇÃO, 2021). Contudo, o país tem como enfrentar algumas tendências à reversão dos ciclos internacionais de liquidez, uma estratégia importante seria acumular enormes reservas internacionais, ou assegurar regulamentos mais rígidos de fluxo de capital para reduzir os efeitos especulativos sobre a taxa de câmbio (VERGNHANINI; CONTI, 2018). Essas ferramentas estão dentro das possibilidades dos países periféricos, assim como para o Brasil.

Existem algumas variáveis importantes a serem consideradas antes de se definir um determinado grupo de países para impor restrições teóricas frente à possibilidade da aplicação da Teoria Monetária Moderna. De um lado, a MMT sustenta que pode ser aplicada a todas as nações que emitem sua própria moeda – independentemente do seu grau de desenvolvimento, desde que essa moeda seja demandada por imposições de obrigações tributárias – e, de outro, dado que não há consenso quanto a tal assertiva, seja no campo ortodoxo, seja no heterodoxo, surge a seguinte questão de pesquisa: **quais os fundamentos em torno da controvérsia teórica quanto à aplicação da MMT às economias em desenvolvimento, como a brasileira?**

Para tanto, o objetivo geral desta dissertação é: verificar a aplicabilidade da MMT para o caso do Brasil, por meio da discussão analítica acerca da controvérsia teórica em torno da temática, assim como da análise exploratória e descritiva dos balanços financeiros dos setores: privado, governo e externo de 1995 a 2021.

Nesse sentido, este trabalho perpassa pelos seguintes pontos específicos:

- 1) Apresentar a lógica de análise da MMT e os métodos utilizados;
- 2) Analisar os aspectos críticos apontados por economistas heterodoxos à aplicação da MMT em países em desenvolvimento;
- 3) Analisar a aplicabilidade ou não da MMT na economia brasileira, a partir de suas especificidades de natureza teórica como no tocante às estruturas de seus balanços financeiros setoriais (1995 a 2021).

Embora a concepção teórica e as políticas macroeconômicas propostas pela MMT venham sendo objeto de discussão no debate econômico mundial, por vezes recebendo críticas de alguns economistas, como o ganhador do Nobel Paul Krugman (KRUGMAN, 2019) e do ex-presidente do Fundo Monetário Internacional, Oliver Blanchard (BLANCHARD, 2019), ainda é pouco disseminada e tem, segundo seus proponentes, levado a interpretações equivocadas da teoria, mesmo de economistas experientes (WRAY, 2019). A MMT tem fornecido *insights* consistentes, embora não tenham sido absorvidos pelos economistas do *mainstream* (ARMSTRONG, 2019).

No Brasil, a teoria foi introduzida recentemente no debate acerca das políticas macroeconômicas por meio dos artigos do economista André Lara Resende (RESENDE, 2019). Se contrapondo à visão do *mainstream*, Lara Resende tem explorado os princípios da MMT e as razões pelas quais os países que têm poder de emitir sua própria moeda não se submetem às mesmas restrições financeiras que as famílias e empresas. No meio acadêmico brasileiro, pesquisadores do Instituto de Economia da UFRJ têm incorporado a abordagem da MMT em suas análises, assim como dentro da própria literatura pós-Keynesiana (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

Todavia, as nações em desenvolvimento não são um grupo homogêneo, por possuírem estruturas produtivas distintas, com diferentes implicações sobre a gestão das políticas econômicas domésticas. Dito isso, é relevante considerar o debate acerca de sua aplicação na economia brasileira, dada a sua importância na América Latina.

A dissertação, ao analisar o caráter controverso de sua aplicação para o caso brasileiro, estará contribuindo para a discussão acerca da adoção das políticas macroeconômicas preconizadas pela MMT em países periféricos, assim como com as pesquisas sobre a temática

em língua portuguesa e também contribui ao explicitar a metodologia adotada para a análise dos balanços financeiros setoriais. O recorte temporal da pesquisa (1995-2021) se justifica pela disponibilidade de dados dos balanços setoriais de gastos e receitas do setor privado (famílias e firmas), setor externo (resto do mundo) e setor público (todos os níveis de governo).

A dissertação está estruturada em cinco partes: I) A presente introdução do conteúdo; II) Sistematização da Teoria Monetária Moderna, nesse ponto, busca-se apresentar os conceitos macroeconômicos e teorias que foram incorporados pela abordagem MMT e, também, sua descrição quanto ao funcionamento de uma economia moderna monetariamente soberana; III) Aspectos críticos à aplicação da Teoria Monetária Moderna em países em desenvolvimento, inicialmente com um diálogo entre os que criticam a teoria de forma geral e, posteriormente, com os que especificam os principais pontos de discordância quando proposta à aplicação da teoria em países em desenvolvimento; IV) Aspectos analíticos quanto à aplicabilidade ou não da Teoria Monetária Moderna: o caso do Brasil, será apresentado os métodos utilizados nas estruturas dos balanços financeiros setoriais no período de (1995 a 2020) para a economia brasileira, assim como, os fundamentos específicos de caráter descritivo e analítico quanto à aplicação da MMT para a economia brasileira; V) Conclusão, evidenciando a comprovação dos objetivos geral e específicos, as limitações ao estudo e novas pesquisas que possam ser desenvolvidas a partir do presente estudo.

2 SISTEMATIZAÇÃO DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA

Inicialmente, o trabalho terá uma sistematização teórica da Teoria Monetária Moderna baseada nos estudos dos autores: Randall Wray (2015^a) “*Modern money theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*”, Warren Mosler (2010) “*Los siete fraudes inocentes capitales de la política económica*”, Bill Mitchell (2005) “*Essential elements of a modern monetary economy with applications to social security privatisation and the intergenerational debate*”, Stephanie Kelton (2021) “*El mito del déficit: la teoría monetaria moderna y el nacimiento de la economía de la gente*”, entre muitos outros expoentes que contribuíram para a formalização da denominada nova abordagem. Entretanto, é importante salientar que este primeiro capítulo transcorrerá no compartilhamento dos principais referenciais teóricos que apresentaram significância para a definição e a construção dos conceitos abordados pelos seus proponentes, visto que seus pressupostos não são inéditos.

Neste capítulo, busca-se apresentar os conceitos macroeconômicos e teóricos que foram incorporados pela MMT. A formalização desenvolvida por Wray servirá de base para a apresentação do arcabouço teórico ao longo desta seção. Para facilitar a exposição dos argumentos, será feita uma modificação na ordem original do autor para que seja de fácil entendimento os caminhos a serem descritos quanto ao funcionamento de uma economia monetariamente soberana.

A primeira subseção (2.1), abordará a natureza do dinheiro na abordagem cartalista. Na segunda subseção (2.2), serão abordados os fundamentos da contabilidade macroeconômica pressupostos na MMT, que se torna a base para compreender o caminho do dinheiro moderno. A terceira subseção (2.3), apresentará o sistema monetário nacional, o gasto por parte do emissor da moeda e as condições para a sustentabilidade em relação aos déficits do governo. Na quarta subseção (2.4), será discutida a relação indissociável entre as políticas fiscal e monetária segundo o arcabouço teórico da Teoria Monetária Moderna. Na quinta subseção (2.5), serão observados os aspectos da política econômica do pleno emprego e da estabilidade de preços. Na sexta e última subseção (2.6), apresentam-se as observações finais do capítulo.

2.1 A NATUREZA DO DINHEIRO NA ABORDAGEM CARTALISTA

É observado que a história nos livros/textos para o surgimento da moeda é apresentada como um processo natural da evolução das trocas ditas diretas para as indiretas, superando as limitações proporcionadas pelo escambo, como a dupla coincidência de desejos e o tempo despendido nas realizações das transações. A partir do momento em que a economia de mercado vai adquirindo força, a moeda ganha um protagonismo nas transações para facilitar as trocas entre os agentes econômicos (INNES, 1913). Ao curso da história, na visão metalista para ter a certeza de que a moeda seria aceita como forma de pagamento, era necessária que fosse “lastreada” em ouro (ou por algum metal precioso (BELL, 2000)).

Em contraposição a visão metalista, a abordagem cartalista da moeda surgiu com a publicação do livro *The State Theory of Money* pela primeira vez em 1905⁶, de Georg Friedrich Knapp, com o termo “*Perhaps the Latin word " Charta " can bear the sense of ticket or token, and we can form a new but intelligible adjective-" Chartal. Our means of payment have this token, or Chartal, form*” (1924, p. 32). Desse modo, o cartalismo consiste, resumidamente, na concepção de que a moeda é criação do Estado e, como tal, é imposta para a sociedade, pois é o que o governo aceitará como forma de pagamento de impostos⁷ e obrigações monetárias, sendo assim, a sociedade almejaria o dinheiro do governo para honrar com suas obrigações tributárias (KNAPP, 1924).

A competência de definir o que é moeda e que os credores do governo precisam é do Estado, ao menos em teoria, produzir bens e serviços e vendê-los para adquirir o instrumento reconhecido pelo Estado para liquidar suas obrigações fiscais, conforme dinâmica explicitada por Innes (1913, p.16):

The government by law obliges certain selected persons to become its debtors. It declares that so-and-so, who imports goods from abroad, shall owe the government so much on all that he imports, or that so-and-so, who owns land, shall owe to the government so much per acre. This procedure is called levying a tax, and the persons thus forced into the position of debtors to the government must in theory seek out the holders of the tallies or other instrument acknowledging a debt due by the government, and acquire from them the tallies by selling to them some commodity or in doing them some service, in exchange for which they may be induced to part with their tallies. When these are returned to the government treasury, the taxes are paid. (INNES, 1913, p. 16).

⁶ A versão em inglês foi publicada apenas em 1924.

⁷ No decorrer do texto, quando referido o termo impostos será sinônimo de todas as obrigações não recíprocas para com a autoridade governante – seja de cunho jurídico, tarifário ou tributário. Para mais detalhes ver Wray (2015).

Knapp (1924) reconheceu que o valor da moeda estatal não advinha do metal e, conseqüentemente, argumenta que o Estado, diante de uma situação de crise (emergencial), ao incorrer em gastos nacionais não sofrerá mais restrições pela quantidade de metal precioso disponível, uma vez que estará livre da conversibilidade em um padrão metálico.

Innes (1913) também descarta a necessidade de uma propriedade metálica preciosa como forma de aceitabilidade da moeda, ao descrever a relação da moeda como representação de dívida. O autor relata acerca da experiência europeia, em que dívidas eram compensadas sem o uso da moeda. As transações efetuadas no “comércio”, desde os tempos mais primitivos, eram realizadas na base da confiança do credor para com o devedor, ou seja, para o caso em que o devedor, por sua vez, possuía crédito o suficiente para saldar sua dívida. A concessão de um crédito não depende de nenhuma propriedade por trás dele, como ouro ou prata, depende apenas da “solvência” do devedor.

É verdade que as moedas podem circular sem o “lastro”, os governantes promulgam leis de moedas com curso legal para que sejam aceitas na forma de pagamentos em todo o território nacional, porém essa declaração constitucional por si só não garante a aceitabilidade e nem explica o porquê de uma moeda ser aceita, uma vez que existem moedas que circulam sem qualquer tipo de lei de curso legal, enquanto outras foram rejeitadas mesmo com as leis em vigor (WRAY, 2003).

A expressão *tax-driven money*, que remete a abordagem cartalista, descreve que mesmo uma moeda que não apresente obrigatoriedade constitucional para aceitação, desde que essa moeda seja o principal objeto aceito pelo Estado como forma de pagamento de impostos e obrigações monetárias, ela apresentará aceitabilidade geral dentro da economia nacional (TCHERNEVA, 2007).

Para os proponentes da MMT – embasados na abordagem cartalista – o governo soberano tem o poder de determinar que unidade de conta reconhecerá na realização da contabilidade oficial, ao emitir moedas correspondentes (monopólio), impondo obrigações fiscais e quando decide como essas obrigações podem ser pagas, ou seja, tal governo tem poderes que os indivíduos e instituições privadas não têm. Ao decidir o que aceitará como pagamento, do seu dinheiro contável, também decide como fará seus próprios pagamentos (o que dará para cumprir suas obrigações) (WRAY, 2006). Conforme preconizado por John Maynard Keynes na citação abaixo:

(...)Money of account, namely that in which debts and prices and general purchasing power are expressed, is the primary concept of a theory of money. A money of account comes into existence along with debts, which are contracts for

deferred payment, and price lists, which are offers of contracts for sale or purchase. Such debts and price lists, whether they are recorded by word of mouth or by book entry on baked bricks or paper documents, can only be expressed in terms of a money of account (...) Perhaps we may elucidate the distinction between money and money of account by saying that the money of account is the description or title and the money is the thing which answers to the description (KEYNES, 1930. p.3).

Assim sendo, a moeda é definida como dívida que só existe dada uma unidade de conta. Definida como o principal objeto aceito para pagamento de impostos e por diversas obrigações monetárias contratadas, as outras utilizações da moeda derivam da disposição do governo em aceitar sua própria moeda como pagamentos de impostos. Tudo o que um governo soberano precisa fazer é assegurar para a sociedade que “esta unidade conta” preestabelecida será aceita como pagamento de impostos.

Wray (2003) deixa claro quanto ao motivo da aceitabilidade da moeda, afirma ser aceita não por causa apenas da soberania, nem por causa do uso legal imposto, ou porque deve ter lastro em algum metal precioso, mas porque o Estado tem o poder de impor obrigações fiscais e porque tem o direito de escolher o que é necessário para pagamento desses impostos. Conforme enfatizado por Keynes *“This right is claimed by all modern States and has been so claimed for some four thousand years at least”* (KEYNES, 1930, p. 32).

Keynes destacava, inicialmente em seu “Tratado sobre a Moeda” (1930) e posteriormente na “Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda” (1936), a importância da moeda e sua função para promover – a partir dos gastos públicos – um melhor nível de bem-estar social. A moeda como ela é, ou seja, um monopólio estatal, é escassa, além de ser um desejo para quem não a têm, possuí-la para realizar seus gastos, como pagar impostos. A adoção da abordagem de Keynes faz parte do caminho teórico da MMT (WRAY, 2006).

A incorporação da abordagem cartalista por parte dos MMTistas tem o objetivo de resgatar a natureza da moeda para além de uma mercadoria com diferentes funções, para ser entendida na sua relação com a política fiscal, em que aparece como um instrumento criado pelo Estado para o pagamento de impostos.

2.2 OS FUNDAMENTOS DA CONTABILIDADE MACROECONÔMICA PRESSUPOSTO NA TEORIA MONETÁRIA MODERNA.

A base para se compreender o caminho do dinheiro moderno está na dinâmica simplificada da contabilidade macroeconômica, sem a qual, segundo Wray (2015), não seria possível interpretar a discussão sobre orçamento público e as críticas que atravessaram vários

países na configuração de histeria de déficit⁸. Uma primeira fundamentação contábil estabelecida é que para cada ativo financeiro, existe um passivo financeiro de igual valor para compensá-lo, ou seja, os ativos financeiros de uma unidade econômica são passivos financeiros de outras (FULLWILER, 2006).

Os ativos e passivos financeiros transitam entre os diferentes setores econômicos: setor público, que inclui todos os níveis de governo; setor privado, composto por famílias e empresas; e o setor externo, que corresponde a todas as transações com o resto do mundo. Por exemplo, os depósitos à vista são ativos financeiros das famílias que serão compensados por um passivo do banco (ou nota promissória), as famílias também têm passivos quando adquirem empréstimos ou hipotecas, esses passivos são ativos do credor. Um título do governo corresponde a um ativo doméstico, mas para o emissor é um passivo, essa interpretação se estende para os títulos corporativos (WRAY, 2015).

Cada setor econômico apresenta fluxos de receitas e fluxos de despesas durante um determinado período contábil. O fluxo de receita se relaciona com a efetivação do recebimento de rendas como, por exemplo, quando os trabalhadores recebem seus salários, geralmente em uma conta bancária por meio de depósito, por prestarem serviços em um determinado período (mensal, semanal, anual ou diário). O fluxo de despesa diz respeito à realização dos gastos desse trabalhador no mesmo período ou período distinto, em geral, é efetuado no formato de uma transferência de recursos de sua conta bancária para a conta do vendedor, podendo ser no mesmo banco ou em outra instituição financeira (WRAY, 2015).

Nessa situação, os fluxos – receita e despesa – foram realizados na unidade de conta determinada pelo Estado utilizando-se dos instrumentos disponibilizados pelos bancos comerciais, no caso da efetivação da venda, ocorreu uma transferência do comprador (fluxo de despesa) para o vendedor (fluxo de receita) (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

Os estoques são gestados quando os fluxos de receitas não são efetivados em gastos, ou quando o fluxo de receita é maior que o fluxo de despesa, Wray (2015) coloca essa explicação com relação a uma banheira d'água. O autor admite inicialmente que a banheira esteja com o nível constante de água, ou seja, a torneira – que representa o fluxo de entrada – encontra-se fechada e um tampão – representando o fluxo de saída – não permite o escoamento da água. *“Finalmente, si tanto el grifo como el tapón están abiertos, la cantidad*

⁸ A expressão *histeria do déficit* remete a estatística econômica do déficit acometido na balança comercial de um país, que segundo o Instituto Mises Brasil, é apresentado pela imprensa e economistas desenvolvimentistas, em tons de pesar, no sentido apocalíptico, quanto aos problemas de se ter déficits comerciais. Consulte: Instituto Mises Brasil. Por que ainda há histeria em relação a déficits na balança comercial? Disponível em: <<https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2477>>

de agua acumulada aumentará si el flujo de entrada de agua a través del grifo es mayor que el flujo de salida a través del desagüe”, logo, com exceção da contenção dos gastos o estoque aumentará se o fluxo de entrada for maior que o fluxo de saída (WRAY, 2015, p. 92).

Sendo assim, da mesma forma que uma banheira pode acumular água, analogamente, uma conta bancária pode acumular grandes quantidades de depósitos, formando, assim, a riqueza financeira, seja das famílias, empresas ou Estado. Vale destacar que a riqueza de uma unidade econômica ou indivíduo pode tomar diferentes formas: na forma financeira (depósitos, ações de empresas, títulos de dívida pública e outros); ou na forma tangível (carros, casa, joias, terrenos, obras de arte e outros) (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

Decorre, então, que a análise da economia deve considerar a interação macroeconômica entre os balanços setoriais (fluxos e estoques) do setor público, setor privado e do setor externo. Por definição, para os três setores a soma dos ativos financeiros, em cada setor, deve ser igual à soma dos passivos financeiros, e a soma dos três setores igual a zero. Logo, para que o setor privado acumule patrimônio líquido deve assumir direitos financeiros sobre outro setor, seja público ou externo. Para o caso de um orçamento equilibrado do setor público a acumulação de ativos financeiros líquidos por parte do setor privado será correspondente aos passivos financeiros líquidos acumulados pelo setor externo (WRAY, 2015).

Assim, do ponto de vista contábil, o déficit de um setor econômico é igual ao superávit de outro, ou, conforme Wynne Godley: Balanço Privado Doméstico + Balanço Público + Balanço Exterior = 0 (LAVOIE; ZEZZA, 2012). Nas palavras de Wray (2015, p. 54), “*el tango es cosa de dos*”. Em outras palavras, um setor não pode incorrer em déficit se nenhum dos demais setores obtiver superávit.

Wynne Godley formalizou um modelo bastante simplificado, mas dentro das limitações realistas. O modelo monetário moderno de como o sistema se encaixa diante do funcionamento da economia, como postula Godley (1996, pag. 7) para estabelecer uma análise coerente “*every flow comes from somewhere and goes somewhere*”, todos os fluxos apresentam uma partida de origem que o levará a um destino específico “*There cannot be any ‘black holes’*” (LAVOIE, 2006, p. 74).

Assim, considerando as interações dos balanços setoriais da economia são imprescindíveis que todos apresentem simultaneamente em superávit ou em déficit. Essa é uma fundamentação lógica da contabilidade macroeconômica na qual nenhuma economia pode desviar-se (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

Para a possibilidade de um setor acumular riqueza líquida é necessário que esse setor acumule dívidas emitidas por outro setor. Ou seja, em um caso prático, os déficits públicos e superávits no balanço de pagamentos criam rendas e ativos financeiros para o setor privado, em situação contrária, o setor privado, necessariamente, será deficitário, como resgatado por Lavoie e Zezza (2012, pag. 225), dos escritos selecionados do Wynne Godley:

The intuition that underlies this rearrangement of the numbers is that public deficits and balance of payments surpluses create income and financial assets for the private sector whereas budget surpluses and balance of payments deficits withdraw income and destroy financial assets. This method of presenting the figures makes the way financial assets and income are created for the private sector quite transparent. (LAVOIE e ZEZZA, 2012, p. 225).

A teoria que coloca causalidade na fundamentação lógica da contabilidade macroeconômica dos balanços setoriais é a teoria Keynesiana de demanda efetiva, oriunda da teoria geral. Entretanto, a casualidade não é tão simples, devido à economia trabalhar com sistemas sociais complexos, nos quais os eventos estão relacionados a histereses, livre arbítrio, condicionamento por expectativas, interdependência e etc. (WRAY, 2015).

Segundo Keynes, o princípio da demanda efetiva é o ponto de equilíbrio entre oferta agregada (Z) e demanda agregada (D), e o nível de emprego é uma variável dependente das receitas que os empresários esperam receber com a venda de seus produtos. Para ser possível elevar esse emprego, será necessário expandir a demanda agregada (D) para que os empresários se sintam estimulados a elevar a oferta agregada (Z) e, em situações de incerteza, isso somente será possível por quem detêm o monopólio na criação da moeda (KEYNES, 1996).

Para Keynes, o direcionamento da causalidade parte do fluxo da economia que no nível agregado vai dos gastos à receita, de injeções a vazamentos, do investimento a poupança. Raciocínio análogo pode ser interpretado quando aplicado aos estoques que são gerados a partir dos fluxos, assim, “*A psicologia da comunidade é tal que, quando a renda real agregada aumenta, o consumo de agregado também aumenta*” (KEYNES, 1996, p. 56). Logo, antes que a renda possa ser poupada os gastos devem ser financiados.

Desse modo, embasado nos fundamentos Keynesiano, Wray (2015) lista as conexões causais dos balanços setoriais da economia, nos quais se apresentam:

- **Gastos em nível individual são amplamente determinados por renda:** No nível individual é admissível determinar que a renda influencia os gastos, embora essa

relação de receita e despesa não seja perfeita, pois um indivíduo pode gastar menos do que recebe como renda, acumulando ativos financeiros líquidos, ou pode gastar mais do que recebe de renda, acumulando passivos financeiros e endividando-se. Apesar de imperfeita essa relação causal, para o indivíduo (agregado familiar, individual ou empresas) a causalidade passa das receitas para as despesas.

- **Os déficits criam patrimônio financeiro:** Para a acumulação de ativos financeiros individuais, no caso das famílias ou empresas incorrerem em déficits orçamentários poderão acumular passivos para financiar seus déficits, esses passivos serão ativos financeiros advindos de outra economia doméstica, empresas ou do setor público. Dessa forma, para que essa acumulação de patrimônio líquido ocorra, deve haver um setor que queira gastar incorrendo em déficit e outro setor que queira acumular riqueza na forma de passivos pertencentes aqueles que gastam incorrendo em déficit. Ou seja, é a decisão de gastar incorrendo em déficits que representa a causa inicial da criação de patrimônio líquido financeiro.
- **Gastos agregados geram receitas agregadas:** É mais evidente a causalidade quando considerada a economia no nível agregado. Todas as despesas gastadas são recebidas por alguém como receita, os gastos não precisam necessariamente ser iguais à renda, já que famílias, empresas ou Estado podem incorrer em déficit. Entretanto, no nível agregado a despesa deve ser igual à receita, já que as somas dos saldos setoriais devem ser iguais a zero. Diferentemente do nível individual – onde o direcionamento parte da renda para o gasto, no nível agregada o gasto determina a renda.
- **Os déficits de um setor geram superávits de outro:** Quando um setor é deficitário, pelo menos um dos outros setores devem ser superavitário, “*o tango é uma questão de dois*” (WRAY, 2015, p. 54). Um setor não pode emitir dívida se nenhum dos outros setores concordarem em acumular o instrumento dessa dívida.

A abordagem de Godley determina a identidade contábil, enquanto Keynes adiciona a causalidade para a interação dos setores econômicos (WRAY, 2015). Conforme Vercelli (2012), a grande inovação da Teoria Geral de Keynes foi elaborar seu arcabouço teórico pela ótica da demanda efetiva. Portanto, os déficits governamentais não significam que, necessariamente, seja resultado de um Estado perdulário, mas significa que, se os

investimentos do governo fossem em menor volume, a soma dos vazamentos (superávits do setor privado doméstico e do resto do mundo) seriam menores (MOSLER, 2010).

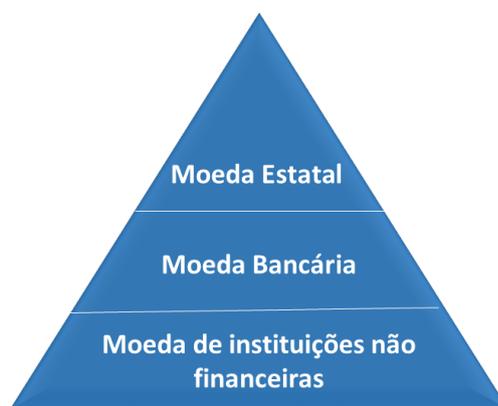
2.3 O SISTEMA MONETÁRIO NACIONAL, O GASTO POR PARTE DO EMISSOR DA MOEDA E AS CONDIÇÕES PARA A SUSTENTABILIDADE EM RELAÇÃO AOS DÉFICITS DO GOVERNO.

Nesta subseção será abordada a forma como funciona o circuito monetário pela ótica da Teoria Monetária Moderna. Primeiro (2.3.1), com a estrutura do sistema monetário nacional ao descrever o funcionamento dos sistemas de moeda moderno. Segundo (2.3.2), o gasto por parte do emissor da moeda, ao descrever o circuito da moeda fiduciária, a forma como a mesma entra no sistema e a atuação do governo. Terceiro e último (2.3.3), as condições para a sustentabilidade em relação aos déficits do governo com a análise dos fatores que são determinantes para economias monetariamente soberanas sustentar a dívida pública.

2.3.1 O sistema monetário nacional

Como discutido anteriormente, os sistemas de moeda no mundo moderno são, comumente, sistemas monetários estatais. Os ativos e passivos são denominados em moeda contável escolhida pelo governo de uma nação que obtém sua força graças ao mecanismo de cobranças de impostos. No sistema de liquidação de dívidas, a moeda estatal se sobrepõe à moeda privada, visto que é universal na aceitação para quitação de passivos, serve tanto para liquidar dívidas tributárias com o Estado quanto em eliminar dívidas entre os agentes privados. Moeda privada garante apenas que seu detentor receberá em moeda estatal (WRAY, 2015; CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

Para distinguir o sistema hierárquico de moedas nacionais de forma simplificada, é útil considerar três níveis: moeda de instituições não financeiras (inclui empresas e famílias); moeda bancária; moeda estatal, conforme demonstrado na figura (1). A pirâmide ilustra com clareza a importância da moeda estatal que está no vértice superior, nessa posição não há passivos que estejam acima de suas notas promissórias não conversíveis. Normalmente, aqueles na base da pirâmide usam notas promissórias de bancos. Por sua vez, os bancos usam notas promissórias do governo (reservas bancárias centrais) para "liquidar" suas próprias notas promissórias (WRAY, 2015).

Figura 1 - Pirâmide da Hierarquia das Moedas

Fonte: Autoria própria.

Entretanto, Wray (2015) estabelece uma ressalva, ou seja, considera ser importante o caso de uma moeda conversível. Quando o governo promete converter sua moeda em outra coisa (metal precioso ou moeda estrangeira) a uma taxa de câmbio fixa, então essa “outra coisa” é o que estará no topo da pirâmide. Há consequências para essa ocorrência, o governo deve ter acessibilidade – ou deter – para o que prometeu converter sua moeda, caso contrário pode restringir sua capacidade de estabelecer políticas econômicas domésticas, diminuindo o espaço para manobras.

As implicações dos diferentes tipos de regimes cambiais estabelecem relação com o espaço de independência da política econômica doméstica. As margens de manobras possíveis para as políticas seriam maximizadas em países soberanos que não se comprometem em converter sua moeda a uma taxa de câmbio fixa, para os que adotam câmbio flutuante ou até mesmo flutuante administrados (WARAY, 2015).

2.3.2 O gasto por parte do emissor da moeda

Segundo Wray (2015), o governo cria moeda fiduciária através dos gastos e compra bens e serviços por meio da emissão de um cheque sacado da conta do governo. Na contabilidade dos setores, essa operação do gasto governamental é demonstrada como um crédito de moeda fiduciária e um débito de bens e serviços vendidos ao governo na conta do setor não governamental, isto é, criação líquida de dinheiro, pois não há uma compensação de passivos – obrigações financeiras – por parte do setor não governamental. Diante de uma economia capitalista moderna, a conta dos destinatários do pagamento realizado pelo governo

será creditada, e no sistema interbancário, as reservas serão aumentadas na mesma proporção (FULLWILER, 2006; BELL, 2000).

Saldos positivos estarão na conta do destinatário, disponível para pagamento de obrigações fiscais pendentes. A efetivação do pagamento de impostos permite drenar contas do sistema econômico, diminuindo na mesma proporção o volume de reservas. Na primeira subseção deste capítulo, foi abordado o principal objetivo do sistema tributário, que é “impulsionar” a aceitabilidade da moeda (WRAY, 2015a).

Em resumo, para os proponentes da MMT, o verdadeiro propósito dos impostos e outras obrigações involuntárias⁹ não é para fornecer, necessariamente, receita em dinheiro para que o governo soberano possa gastar. Em vez disso, impostos geram demanda pela própria moeda do governo. Outras utilizações da moeda derivam da disposição do governo em aceitar sua própria moeda como pagamentos de impostos. A política tributária é necessária também para estabilizar (regular) a demanda agregada, a inflação e mover recursos, dentre outras finalidades. O recomendado é que a cobrança de impostos seja anticíclica (aumente na ascensão da economia e diminua na recessão) para que se possam alcançar seus objetivos (WRAY, 2015a).

Todo esse arcabouço referente ao governo soberano não precisar de impostos para as receitas foi argumentado por Beardsley Ruml, que presidiu o Banco da Reserva Federal de Nova York na década de 1940, coloquialmente conhecido como o “Pai” do imposto de renda retido na fonte. Em seu artigo *“Taxes for Revenue are Obsolete”* de 1946, Ruml argumenta a ocorrência de duas mudanças nos últimos vinte e cinco anos, as quais trouxeram alterações quanto à posição do governo federal em relação ao financiamento das suas receitas, são elas: *“The first of these changes is the gaining of vast new experience in the management of central banks. The second change is the elimination, for domestic purposes, of the convertibility of the currency into gold.”* (RUMML, 1946, p. 35).

Com esses dois desenvolvimentos, verifica-se que o sistema do governo federal tem autonomia final no mercado monetário para atender às suas necessidades financeiras. Sendo assim, Ruml (1946) argumenta quatro razões para responder ao questionamento de o porquê os governos federais precisam da arrecadação de impostos? As razões são:

1. *As an instrument, of fiscal policy to help stabilize the purchasing power of the dollar;*
2. *To express public policy in the distribution of wealth and of income, as in*

⁹ Refere-se a todas as obrigações não recíprocas para com a autoridade governante – seja de cunho jurídico, tarifário ou tributário. Para mais detalhes ver Wray (2015).

the case of the progressive income and estate taxes; 3. To express public policy in subsidizing or in penalizing various industries and economic groups; 4. To isolate and assess directly the costs of certain national benefits, such as highways and social security (RUMML, 1946, p. 36).

A primeira razão pela qual o governo deve cobrar impostos está relacionada à questão da inflação, com o aumento das injeções líquidas do governo na economia, de alguma natureza, ocasiona aumento da demanda agregada, o resultado será um aumento nos preços, isso resultará em inflação. A segunda razão é mover recursos, ao usar os impostos em prol de obter mais igualdade na distribuição de renda e riquezas. A terceira razão é prover subsídio para algum interesse industrial ou econômico, em detrimento de alguns setores selecionados. A quarta e última finalidade dos impostos é avaliar os custos de programas públicos de determinados benefícios (RUMML, 1946; WRAY, 2015a). Segundo o autor, a tributação é, portanto, um instrumento relevante na administração de política fiscal e monetária.

A sequência lógica pela ótica da MMT é que o governo não pode cobrar impostos dos agentes econômicos sem antes gerir o gasto. Em toda a situação, o governo é o único fornecedor de moeda fiduciária e, por isso, não pode receber em impostos dessa moeda sem antes tê-la fornecido aos mercados privados, logo, como visto anteriormente, governos soberanos podem gastar sem ter obtido receita fiscal. A fonte original de todo o dinheiro fiduciário que circula na economia advém do gasto governamental, e a coordenação entre o Tesouro e o Banco Central representa a conta do governo que é necessária para efetivação do gasto e manter a estabilidade das reservas bancárias e da demanda agregada (MITCHELL; MOSLER, 2005).

No entanto, essa consolidação do Tesouro com o Banco Central representando o setor governamental é para simplificar a explicação, visto que a fusão dessas duas entidades pode ser feita sem perda do entendimento geral do funcionamento monetário dos governos soberanos (TYMOIGNE, 2014). Wray (2015) admite que no funcionamento da economia real, o Banco Central e a Tesouraria executam com procedimentos operacionais específicos de acordo com sua jurisdição. Considerando que o objeto de estudo desta pesquisa é o Brasil, no terceiro capítulo serão revisados os procedimentos específicos adotados pelo BACEN e pelo Tesouro do Brasil.

Conforme observado, a criação de reservas bancárias ocorre quando o governo ordena gastos (pagamentos) de alguma natureza. Os bancos têm a possibilidade de criar moeda bancária por meio da concessão de empréstimos – depósito à vista – com a disponibilidade

dessas reservas que não foram drenadas por compensação de impostos, mas só o farão, no caso de:

- a. A criação de dinheiro bancário é uma contraparte do crédito concedido ao tomador. Os bancos só concederão crédito e, portanto, criarão moeda, se o tomador for considerado bom pagador. Isto é, se o tomador for considerado capaz de honrar os pagamentos devidos do principal e de juros correspondentes ao valor tomado de empréstimo. Caso o tomador não seja capaz de honrar os pagamentos de amortização e serviços da dívida assumida, a renda bancária se reduz, seus acionistas terão menor retorno sobre o capital investido no banco e, finalmente, o banco pode ver seu valor patrimonial reduzir;
- b. Em segundo lugar, o banco deve ter acesso a reservas com custo menor do que o empréstimo concedido. O acesso à reserva é fundamental porque ao emitir um depósito à vista o banco promete convertê-lo, a qualquer momento, em moeda estatal. A demanda por conversão em moeda estatal pode se dar quando o credor por depósitos bancários decidir, por exemplo, sacar o depósito em papel moeda ou fazer pagamentos por meio de transferências para contas em outros bancos ou, crucialmente, quando tiver de pagar tributos ou comprar títulos públicos (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020, p. 75-76).

Uma vez que o mercado interbancário perceba o risco de inadimplência ou as reservas estejam com custo maior do que o empréstimo concedido, isso acarreta na acumulação de reservas. Existem dispositivos para drenagem de reservas em prol de manter a estabilidade de preços e taxas de juros, a saber: por compensação de impostos – discutido acima – ou compra de títulos públicos. As reservas que não foram drenadas por compensação de impostos e não haver condições de criar moeda bancária, conseqüentemente, os bancos ofertarão os excedentes no mercado secundário, esse excesso de oferta forçará a redução da taxa overnight para uma oferta de zero por cento (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020; TYMOIGNE, 2014).

Portanto, o gasto por parte do emissor da moeda ocasiona em desajustes no mercado de reservas bancárias. O governo – através do banco central, por meio das operações nas contas das reservas – negocia títulos da dívida pública que rendem juros para acomodar a liquidez interbancária, evitando, assim, que o juro efetivo se descole da meta de juros básico, isso pode ser feito diariamente no mercado secundário de reservas (FULLWILER, 2006; TYMOIGNE, 2014; BELL, 2000).

O Banco Central precisa acomodar a demanda dos bancos comerciais por reservas para manter a estabilidade no sistema de pagamentos, caso contrário os levaria a bancarrota. Na ocorrência de os bancos comerciais não encontrarem reservas o suficiente – nesse caso se o Banco Central não acomodasse as necessidades dos bancos comerciais por reservas – conseqüentemente as taxas de juros de curto prazo subiriam sem limites. De mesmo modo, na

situação que não seja eliminado o excedente de reservas indesejadas pelo Banco Central através de venda de títulos públicos, a taxa de juros de curto prazo cairia para zero por cento (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

Fullwiler (2006) analisa completamente essas questões relacionadas às taxas de juros e déficits em um regime monetário moderno e conclui que (...) *operational purpose of bond sales is interest-rate support (...)* (FULLWILER, 2006, p. 26). Dessa forma, para os proponentes da MMT, a lógica por trás das operações de mercado aberto não seria financiar o governo, mas sim acomodar a liquidez no mercado interbancário em uma operação de suporte a manutenção da taxa de juros (TCHERNEVA, 2007; WRAY, 2015, 1998; FULLWILER, 2006; TYMOIGNE, 2014; BELL, 2000).

A Teoria Monetária Moderna compartilha da abordagem do “dinheiro endógeno¹⁰”, sustenta que o banco central não pode controlar nem a oferta de dinheiro nem as reservas bancárias, como visto, o banco central precisa acomodar a demanda por reservas (WRAY, 2015). A moeda entra no circuito monetário moderno por meio dos gastos do governo, como acabamos de descrever ou pela expansão dos empréstimos bancários, conforme será descrito a seguir (RESENDE; COMPARTILHADAS, 2019).

As ideias expressas por Basil J. Moore (1988) reverterem a ordem da causalidade sustentada na análise econômica convencional, na qual, “(...) *takes the view that central banks have it in their power to initiate exogenous changes in the nominal supply of money, simply by increasing or reducing the high-powered base and so the total volume of bank deposits (...)*” (MOORE, 1988, p. 4)

Segundo Moore (1988), o aumento endógeno na oferta de moeda é induzido por mudanças nos salários e no emprego, visto que estabelece em grande parcela a demanda por empréstimos bancários, e, conseqüentemente, determina a taxa de crescimento dos estoques de dinheiro, “(...) *Central Banks have no alternative but to accept this course of events, their only option being to vary the short-term rate of interest at which they supply liquidity to the banking system (...)*” (MOORE, 1988, p. 4). Frente a esse fornecimento de liquidez no sistema interbancário, os bancos comerciais estão em posição de fornecer volume de crédito para a economia, demandados pelos seus tomadores de empréstimos.

Esse encadeamento – resultante das ações do BC junto aos bancos comerciais – determinado pela demanda por crédito bancário implica que, nas economias capitalistas

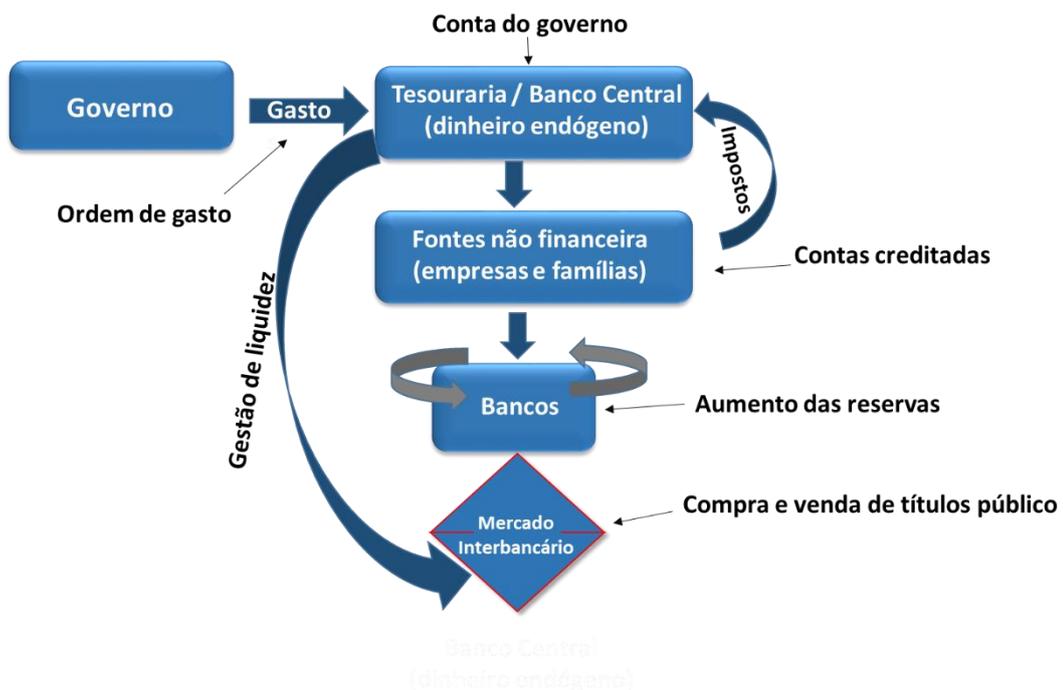
¹⁰ Para mais informações sobre endogeneidade do dinheiro ver Moore, 1988.

modernas, o estoque de moeda está impulsionado pelo crédito. Nos termos de Moore (1988, p. 4):

This alternative paradigm implies that in modern capitalist economies the total volume of bank deposits is effectively determined by the demand for bank credit, so that the money stock is credit-driven. Since the financing of investment is intermediated largely by the banking system, an increase in income due to a rise in the marginal efficiency of capital will normally be associated not only with a rise in velocity, but also with an endogenous increase in the money supply. (MOORE, 1988, p. 4)

Logo, a abordagem da moeda endógena não causa inflação, a inflação estaria relacionada ao excesso de demanda ou às expectativas da possibilidade de inflação (RESENDE; COMPARTILHADAS, 2019). Dada à estrutura apresentada até o momento para a compreensão dos mecanismos descritivos dos sistemas monetários soberanos. Na figura (2), estão sistematizados os pressupostos desencadeados a partir dos gastos governamentais, demonstrando as interações do funcionamento do circuito monetário moderno pela ótica da MMT:

Figura 2 - Circuito Monetário da Teoria Monetária Moderna



Fonte: Autoria própria.

Portanto, todo o gasto que o governo federal faz gera movimentações via conta única do tesouro. Quando o governo gasta é debitado da conta única, que corresponde a expansão na base monetária.

2.3.3. As condições para a sustentabilidade em relação aos déficits do governo

A noção de que a dívida pública será carregada pelas gerações futuras é convencional, pois exigirá o aumento de impostos para pagamento de juros e amortizações (RESENDE; COMPARTILHADAS, 2019), essa percepção foi levada aos modelos macroeconômicos que têm como pano de fundo a chamada “Equivalência Ricardiana¹¹”, visto que, os gastos do governo via emissão de dívida não têm efeito nenhum sobre a demanda agregada (BARRO, 1974).

Atualmente, é incorporada aos modelos de referências contemporâneas a questão da eficiência dinâmica que é o ponto central para a análise de crescimento econômico e acumulação de capital. É evidenciado que a dívida pública pode ser rolada infinitamente sem que haja necessidade de aumento de impostos (ABEL *et al.*, 1989). Woodford (1990) não descarta a possibilidade de um aumento na dívida pública não requerer aumento dos impostos no futuro, “(...) *important to realize that the extent to which a permanent increase in the ratio of public debt to national income requires an increase in future taxes need not be very great. Indeed, there may not have to be any increase in taxes at all (...).*” (WOODFORD, 1990, p. 387).

O setor privado não tem condições de sustentar déficits em longo prazo. O superendividamento desse setor foi a principal razão pela qual implodiu a “*fraude de los préstamos de Wall Street*” (WRAY, 2015, p. 150), a dívida das instituições financeiras e famílias cresceu fora de proporção até que a bolha estourou. Na prática, enquanto o governo fornecer dinheiro para a economia (via gastos), o setor privado não precisa “endividar-se”, não que seja necessário o dinheiro propriamente na forma física, mas sim na forma de

¹¹ O conceito original da Equivalência Ricardiana definido por David Ricardo no século XIX, foi formalizado por Robert Barro, num artigo de 1974: *Are Government Bonds Net Wealth?* Barro (1974) examina em contexto de um modelo da economia de gerações sobrepostas, se um aumento na dívida do governo constitui em aumento na percepção de riqueza das famílias. O resultado demonstrado foi que as famílias agiriam como se vivessem infinitamente, logo, o aumento nos títulos do governo (dívida do governo) não ocasionariam efeitos de riqueza líquida marginal. Esse pressuposto prevaleceria enquanto existisse uma cadeia operativa de transferências intergeracionais que conectasse as gerações atuais com as futuras. Em suma, a Equivalência Ricardiana estabelece que os gastos do governo financiados por emissão de dívida não terão impacto sobre a demanda agregada, pois a política fiscal expansionista será compensada pela redução da demanda do setor privado, em antecipação aos aumentos futuros nos impostos que serão cobrados para financiar o serviço da dívida. Para mais detalhes ver Barro (1974).

reservas nas contas dos bancos junto ao Banco Central. Portanto, o único setor que pode fornecer ao setor não governamental ativo financeiro líquido para acomodar qualquer desejo de liquidez na economia é o setor governamental (MITCHELL; MOSLER, 2005).

Como argumentado na segunda subseção deste capítulo, os déficits orçamentários do setor público transferem provisão de saldos líquidos para o setor privado, os saldos dos balanços setoriais da economia devem se equilibrar em termos macroeconômicos (MITCHELL, 2015). Sendo assim, o tamanho do déficit do governo equivale proporcionalmente ao tamanho dos superávits do setor não governamental.

O fator determinante para a sustentabilidade da dívida será via taxa de juros paga e pelo crescimento da renda nacional, o PIB (DOMAR, 1944). Para alcançar a sustentabilidade, tudo que o governo precisa fazer é reduzir a taxa de juros que paga abaixo da taxa de crescimento econômico. A dinâmica estabelecida para esse paradigma é que os gastos via déficit do setor público e os pagamentos de juros podem aumentar a taxa de crescimento, podendo ultrapassar a taxa de juros, conseqüentemente, causaria a interrupção do crescimento do índice da dívida (GALBRAITH, 2011; WRAY, 2015).

(...) if in fact a functional finance-type approach to macroeconomic stabilization policy is the appropriate one, it follows that what is unsustainable is a high interest rate monetary policy since interest rates on the national debt are in fact set by monetary policy. (...) An interest rate policy that is unsustainable could be defined as one in which rates on the national debt are held above the rate of nominal GDP growth (...) (FULLWILER, 2006, p. 30).

Com o cenário da taxa real de juros da dívida pública acima da taxa de crescimento econômico, conseqüentemente, ocasionaria aumento na proporção da dívida em relação ao PIB, que cresce o suficiente para causar aumentos nos pagamentos de juros, os problemas mais prováveis enfrentados por esta economia seriam: inflação e austeridade (WRAY, 2006). Em outras palavras, se a taxa de juros estiver acima da taxa de crescimento, o índice de endividamento aumenta; se essa situação persistir para o infinito, a proporção torna-se insustentável (GALBRAITH, 2011).

É importante destacar que em economias monetariamente soberanas, o governo tem controle perfeito sobre a taxa de juros que paga sobre sua dívida. Pode não usar esse poder, mas é uma restrição autoimposta, uma decisão política e não uma restrição econômica. Nesse caso, como visto anteriormente, é a taxa de juros que determina o custo da dívida pública e sua sustentabilidade (TYMOIGNE, 2014).

A particularidade distinta da Teoria Monetária Moderna, segundo Wray (2015), é expor uma descrição das operações de crédito e débito dos balanços financeiros setoriais, ao demonstrar a forma como o “dinheiro funciona” para as economias modernas. A teoria desafia algumas crenças enraizadas entre economistas de diferentes correntes de pensamentos, por sustentar que “o governo não pode quebrar em sua própria moeda” e “não enfrenta limites financeiros para gastar”, se não, aqueles que são autoimpostos (CONCEIÇÃO, 2019). O capítulo continuará com os pressupostos adotados pela MMT.

2.4 A RELAÇÃO INDISSOCIÁVEL ENTRE AS POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA SEGUNDO O ARCABOUÇO TEÓRICO DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA

As políticas – monetária e fiscal – se complementam para a MMT, ou seja, apresentam uma relação simbiótica. Sendo assim, a operacionalidade da Teoria Monetária Moderna só é possível por meio da inter-relação entre essas duas políticas.

Most central bank actions are defensive in nature, and are mainly undertaken to offset Treasury operations. Fed policy can never be independent of 'fiscal policy' - the Fed must coordinate its policy with fiscal policy to ensure that the correct amount of reserves is available to the banking system (WRAY, 1998, p. 97).

Como argumentado na subseção anterior, os gastos governamentais financiam as injeções de dinheiro na economia, essa prática se faz por meio de criação da base monetária (moeda e reservas bancárias), ou seja, outorga crédito para reservas bancárias. Quando o governo impõe obrigações fiscais, destrói base monetária ao reduzir reservas bancárias. A venda de títulos do governo pelo Banco Central significa apoiar operação de manutenção da taxa de juros *overnight* sobre aquelas reservas que não foram drenadas por tributação. Segundo o arcabouço teórico que fundamenta a MMT, é a política fiscal que determina o tamanho da base monetária, enquanto a política monetária tem relação com a meta da taxa de juros, esse fundamento evidencia a dependência das políticas econômicas (WRAY, 1998, 2015).

Lara Resende (2020) defende que a política monetária é também uma questão fiscal. Quando há o reconhecimento convencional de que o instrumento utilizado pela política monetária não é a base monetária, mas sim a taxa de juros, torna-se evidente que a política monetária afeta de forma direta o custo da dívida pública e, portanto, está diretamente ligada a política fiscal (RESENDE, 2020).

Já em 1981, Thomas J. Sargent e Neil Wallace demonstraram a interdependência das políticas monetárias e fiscais. Diante de algumas hipóteses dos autores sobre a atuação inicial das políticas, chegando à conclusão de que “*The assumption made in this paper is that the fiscal authority moves first, its move consisting of an entire $D(t)$ sequence. Given that $D(t)$ sequence, monetary policy must be determined in a way consistent with it (...)*” (SARGENT; WALLACE, 1981. p. 7). A política monetária deve mover-se em consistência a ação da política fiscal; porém a macroeconomia convencional nunca incorporou na prática a interação entre as políticas (SARGENT; WALLACE, 1981). O cartalismo sempre entendeu essa relação indissociável das políticas econômica (RESENDE, 2020).

Somente por meio dessa relação entre política fiscal e monetária é possível estabelecer a capacidade do Estado em elaborar políticas domésticas destinadas a elevar o emprego ao nível desejado, sem se preocupar com o “mito” do déficit público. Resende (2020) destaca que a preocupação com o endividamento público decorre de uma possível concorrência entre os gastos públicos e os gastos privados, em que o primeiro “expulsaria” o segundo – *crowding-out* – porém esse argumento não faria sentido em uma economia com capacidade instalada ociosa (RESENDE, 2020).

2.5 ASPECTOS DA POLÍTICA ECONÔMICA DO PLENO EMPREGO E DA ESTABILIDADE DE PREÇOS

O objetivo dos EUA a partir da segunda guerra mundial foi alcançar níveis de taxas de empregos elevadas e, simultaneamente, estabilidade de preços, uma vez que os dois objetivos estão interligados: a recomendação da política para alcançar o pleno emprego consequentemente concorrerá para uma maior estabilidade de preços, conforme preconizado pelos proponentes da Teoria Monetária Moderna (WRAY, 2003).

Entretanto, na prática, guiados pelos fundamentos da teoria quantitativa da moeda, doravante TQM, apresenta a convicção de que alterações na oferta de moeda geram necessariamente e na mesma proporção alterações no comportamento dos preços (IRVING FISHER, 1911). Em decorrência, a política econômica proposta pelos proponentes da MMT em prol de garantir uma taxa de desemprego zero é compreendida como meio de induzir a aceleração inflacionária. Como resultado, segundo a definição convencional pela teoria da curva de Phillips, o desemprego é compreendido como o custo que a sociedade precisaria pagar como meio de manter preços estáveis, não apenas um nível baixo de inflação, mas também o valor da moeda. Há um paradoxo “*neither accepted theory nor practical experience*

appears to indicate that high or full employment is even possible with stable prices” (WRAY, 1998, p. 122).

Os proponentes da MMT assumem um posicionamento contrário a alguns argumentos da teoria macroeconômica convencional ao observarem que é possível uma economia monetariamente soberana alcançar o pleno emprego através da política de empregador de última instância sem, necessariamente, ser inflacionária.

Wray (2003) argumenta que o governo pode garantir, por meio de uma política de empregador de última instância, uma taxa de desemprego zero. Logo, o governo seria responsável por garantir emprego para todos os que estão aptos, dispostos e capazes de trabalhar e não estão conseguindo alocação no mercado privado, por salário nominal pelo qual o governo se dispõe a contratar. Esse programa de empregos seria financiado por meio de política de expansão dos gastos públicos, sob a perspectiva da MMT, como visto anteriormente, tributação e demanda por títulos públicos não são meios necessários para financiar déficits governamentais (WRAY, 2003).

Dados os pressupostos iniciais da política de pleno emprego, que será explicitada com mais detalhes em seguida. Para Wray (1998), a compreensão primordial é que a proposta não causaria o aumento persistente de alguns índices de preços, haja vista que muitos economistas convencionais acreditam que devem resultar. É admitido pelos proponentes da teoria que até pode haver inflação, mas que não seria uma causa direta por meio dessa política *“could certainly coexist with our proposed full employment policy, but would not be caused by the policy”* (WRAY, 1998, p. 123).

O Programa de Empregador de Última Instância (ELR, sigla em inglês) proposto pela Teoria Monetária Moderna vem sendo debatido na academia desde os anos de 1940, com a principal base teórica fundamentada e idealizada por Hyman P. Minsky (1965) e com uma nova roupagem desenvolvida por Randall Wray (2003) para o contexto estadunidense (VILELLA; CONCEIÇÃO, 2021). Portanto, para compreensão da política econômica do pleno emprego proposta pela MMT, será revisitado o programa de desemprego zero elaborado por Hyman Minsky que, além de ser referência teórica no assunto, foi professor do Wray. A seguir, segue a proposta de empregador de última instância de Hyman Minsky (1965) e Randall Wray (2003).

2.5.1 O Programa Desemprego Zero de Hyman Minsky

O trabalho é um direito inalienável do ser humano, garantido em lei. Um trabalhador, ao exercer o seu direito ao trabalho, realiza uma atividade que proporciona benefícios para si, mas também para a própria sociedade em que está inserido. Seja um professor, que trabalha levando educação para milhares de alunos – além de prover seu próprio sustento – até um pedreiro quando constrói uma casa, portanto, em qualquer circunstância, quem trabalha, trabalha para si e em benefícios a outros.

Segundo a Declaração Universal dos Direitos Humanos das Nações Unidas¹² de dezembro de 1948, “*Todo ser humano tem direito ao trabalho, à livre escolha de emprego, a condições justas e favoráveis de trabalho e à proteção contra o desemprego*”.

Semelhante a esse artigo da Declaração Universal dos Direitos Humanos das Nações Unidas, os Estados Unidos da América também apresentam sua “lei de emprego”, conhecida também como *The Employment Act*, criado em 1946, e que tinha como objetivo garantir que todo americano que quisesse, teria o direito a um trabalho. Essa lei atribuía não apenas a responsabilidade de garantia de emprego, mas também a estabilidade dos preços por parte do governo federal¹³, assim como, a Lei Humphrey-Hawkins, aprovada pelo Congresso dos EUA, em 1978, buscando os mesmos objetivos.

Sendo assim, a essência de programas como o *Job Guarantee Program* é – não apenas – assegurar um emprego como forma de promover justiça social, mas também garantir conjuntamente a estabilidade dos preços. A partir daí, ganham destaques autores pós-keynesianos, como Hyman Minsky (1965) e Randall Wray (2003).

O Programa de Empregador de Última Instância, proposto por Wray (2003), em seu primeiro livro, intitulado “*Understanding Modern Money*”, traduzido para o português como “Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços” apresenta semelhança com *Job Guarantee Program* de Minsky (1965), ou Programa de Garantia de Emprego. Porém, o caminho para se alcançar o pleno emprego da força de trabalho, proposto por Minsky, diferencia-se do Programa de Empregador de Última Instância da Teoria Monetária Moderna de Randall Wray, apesar do mesmo objetivo: superar os problemas econômicos de uma sociedade capitalista¹⁴.

¹² Ver artigo 23 da Declaração Universal dos Direitos Humanos das Nações Unidas: <<https://www.unicef.org/brazil/declaracao-universal-dos-direitos-humanos>>

¹³ Ver em: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/86/11/Employment_Nov1986.pdf>

¹⁴ Keynes destacava, no capítulo 24 da sua Teoria Geral, intitulado “Notas Finais Sobre a Filosofia Social a que Poderia Levar a Teoria Geral”, que os problemas econômicos de uma sociedade capitalista eram: o desemprego

Segundo Terra (2019), a condição necessária para a implementação do *Job Guarantee Program* de Minsky seria partir de orçamentos equilibrados para se alcançar o objetivo fundamental de levar a economia ao pleno emprego, diferentemente do Programa de Empregador de Última Instância da MMT. O autor destaca ainda que:

(...) a realização desse programa, embora implique em gasto público, não envolve emissão de moeda irrestrita. Sua lógica é o Estado contratar todos os trabalhadores que desejam trabalhar, a um salário abaixo do mínimo. (...) a maior despesa pública com esse programa deve ser balanceada com mudanças em outras ações estatais de transferência de renda. (TERRA, 2019, p. 64).

Sendo assim, é possível perceber que – embora o objetivo do Programa de Garantia de Emprego de Minsky seja semelhante ao proposto pela MMT, assegurar um emprego para todos os americanos desejosos e aptos por trabalho – o autor defende que para isso o Estado deve fazê-lo sem precisar lançar mão do expediente do déficit orçamentário persistente e sem emissão monetária.

Minsky (1965, p. 194) destaca que “*a necessary ingredient of any war against poverty is a program of job creation*”. Para isso, os governos não podem se contentar com taxas de desempregos – por menores que sejam – como metas para se alcançarem o “pleno emprego”, a não ser que essa taxa de desemprego seja zero, ou que o número de postos de trabalho supere o de trabalhadores aptos (MINSKY, 1965). Antes de adentrar propriamente nos instrumentos utilizados em obtenção a taxa de desemprego zero, serão discutidas as barreiras quanto à eficácia das providências para aumentar a demanda agregada como medida antipobreza.

Segundo Minsky (1965), é por meio da política monetária e fiscal no que tange aumentar a demanda que se torna consistente com os objetivos da guerra contra a pobreza. Ainda segundo o autor, três supostas barreiras têm o poder de restringir as medidas para aumentar a demanda agregada:

One is that labor and product markets will operate so that an increase in aggregate demand will be dissipated in price increases. The second barrier is that urban white non-aged poor families are in the "tail" of the income distribution, so that an upward shift of median income will not appreciably reduce the proportion living in poverty. The third is that a rise in income, with or without an accompanying rise in prices, will quickly bring on a balance of payments crisis (MINSKY, 1965, p. 186).

involuntário (ou a incapacidade de alcançar o pleno emprego) e a injusta e arbitrária distribuição de renda e riqueza. Disponível em: <<http://afoiceeomartelo.com.br/posfsa/Autores/Keynes.%20John/Keynes%20-%20Os%20economistas.pdf>>

As duas primeiras barreiras são fundamentadas em características técnicas da economia, se essas barreiras existem então o único custo do experimento – aumentos na demanda agregada – seria um aumento no nível de preços. Enquanto a terceira, a barreira do balanço de pagamentos, é baseada em instituições legisladas e um objetivo de política (MINSKY, 1965).

Existe uma barreira real com o aumento da demanda agregada. É o impacto não apenas no balanço de pagamentos, mas também dado à posição dos Estados Unidos de “banqueiro internacional”. A política monetária como meio facilitador da expansão da economia é restringida pela necessidade de manter depósitos de curto prazo estrangeiros (e domésticos) nos Estados Unidos. O limite encontra-se no diferencial de taxa de juros interna e externa, que mantem os saldos dos depósitos de curto prazo que sustentam o balanço de pagamentos. Portanto, as autoridades monetárias devem manter uma taxa de juros de curto prazo sustentadamente, mas elevada o suficiente para assegurar o saldo de curto prazo e manter os depósitos tanto estrangeiros quando domésticos (MINSKY, 1965).

Logo, as únicas ferramentas efetivamente disponíveis para expandir a demanda agregada são as fiscais. O autor conclui com essa linha de investigação que o caminho da política monetária para a expansão da demanda agregada não é um instrumento favorável na guerra contra a pobreza (MINSKY, 1965).

Minsky (1965) lança mão das já convencionais políticas econômicas – fiscal e monetária – como instrumentos na guerra contra a pobreza, mas explicitando cada política e seus efeitos e limites para a obtenção da taxa de desemprego zero – como será apresentado nos parágrafos a seguir – destacando que a política fiscal de gastos é mais eficiente que as demais (política monetária e política tributária) para alcançar o objetivo fundamental da eliminação do desemprego.

No tocante à política fiscal, Minsky (1965) destaca que a redução de tributos só beneficiaria os ricos tendo em vista que aumentaria o seu poder de compra. Imediatamente, os pobres desempregados não conseguiriam benefícios por meio dessa política, a não ser quando os que detêm o dinheiro começassem a gastar para que aqueles que não possuem renda e desejam possuir possam ser beneficiados com o aumento da demanda agregada.

Portanto, intervenções da política dos gastos públicos seria a melhor de todas as alternativas políticas para a promoção do desemprego zero e a eliminação da pobreza, sem envolver emissão de moeda irrestrita, financiando essas maiores despesas pública com mudanças em outras ações governamentais. Minsky (1965) ressalta que os programas de gastos públicos devem ser direcionados para aqueles trabalhadores que apresentam menor

qualificação de mão de obra e, portanto, mais baixa renda em relação aos trabalhadores de maior renda e melhor qualificação. Ademais, Minsky (1965) destaca que “*Thus, economic policy should devise interventions that make labor more homogeneous and that generate demand for the unemployed, relatively low wage workers*” (MINSKY, 1965, p. 194).

O *Job Guarantee Program* de Minsky preocupa-se não apenas em oferecer ao trabalhador que assim desejar um emprego, mas também qualificação, à medida que esse trabalhador pode estar com o seu capital humano defasado, necessitando de capacitação para, inclusive, se realocar no mercado de trabalho com um salário superior, isto é, aquele que ele recebia quando entrou no programa.

O mecanismo do programa de Minsky funcionaria da seguinte forma: primeiramente, o governo precisa assegurar um emprego para que o trabalhador possa garantir o mínimo de renda necessária compatível com a sua qualificação e manter sua sobrevivência; em seguida, o governo criaria programas para aperfeiçoar esse capital humano, para que o salto para uma melhoria da renda proveniente de um melhor trabalho possa ser alcançado.

2.5.2 O Estado como Empregador de Última Instância (ELR, sigla em inglês) proposto pela Teoria Monetária Moderna.

Wray (2003) destaca que é possível promover uma economia com pleno emprego e estabilidade de preços, o que está na base da sua Política de Empregador de Última Instância ou ELR (sigla em inglês), inspirado nos pressupostos das finanças funcionais. Vale salientar que proteger os mais necessitados dos infortúnios do desemprego e da pobreza não tem nada a ver com a ideia de um Estado que utiliza da sua prerrogativa de “soberano” para inchar a máquina pública, como se essa fosse cabide de empregos.

Lerner (1943) busca contrapor as limitações impostas ao Estado pelas “finanças saudáveis”, ao destacar que o pleno emprego é uma decisão muito mais de ordem política – dependendo apenas da vontade do Estado em realizar os gastos suficientes para equilibrar a poupança líquida disponível com a poupança líquida desejada – do que um problema de ordem econômica.

Para Lerner (1943), política fiscal deve ser entendida e utilizada como instrumento transformador da economia, com a função de servir de forma efetiva para alcançar o objetivo desejado – o pleno emprego dos fatores produtivos – e é exatamente esse o argumento que sustenta as finanças funcionais – e a MMT – como defesa para déficits públicos. O autor segue ao afirmar que:

The central idea is that government fiscal policy, its spending and taxing, its borrowing and repayment of loans, its issue of new money and its withdrawal of money, shall all be undertaken with an eye only to the results of these actions on the economy and not to any established traditional doctrine about what is sound or unsound. (...) The principle of judging fiscal measures by the way they work or function in the economy we may call Functional Finance. (LERNER, 1943, p. 469).

Sendo assim, se aqueles que detêm o dinheiro não estão dispostos a gastar para que o produto agregado da economia possa expandir e conseqüentemente elevar o nível de emprego, o governo – enquanto soberano na emissão de moeda – deve fazê-lo em tamanho suficiente para alcançar o objetivo desejado, salientando que o governo dispõe de um “arsenal” de medidas que podem ser utilizados para isso, e não apenas a expansão dos gastos públicos¹⁵.

Wray (2003) formaliza sua política de emprego, como uma das bases que sustentam a Teoria Monetária Moderna, sistematizando as diretrizes que servirão de receituário a ser aplicado pelos governos interessados em promover o bem-estar social, impossível de ser alcançado com desemprego e pobreza. Com isso, segundo o autor:

(...) o pleno emprego com estabilidade de preços, é plenamente possível, inclusive sendo complementares. (...) o governo pode garantir uma taxa de desemprego zero, o que significa dizer que todos aqueles que estão desejosos e aptos por trabalho, ao salário vigente, serão capazes de encontrar emprego. (...) ao mesmo tempo, ao estabelecer esse “salário vigente”, o governo proporcionará uma âncora de preço para comunicar maior estabilidade de preços ao sistema. (WRAY, 2003, p. 148-149).

Costa (2010) afirma que gastos direcionados a programas de geração de empregos fariam mais sentido do que os gastos já realizados pelo governo, como em programas de seguro desemprego, em que o trabalhador recebe sem trabalhar. Ademais:

A maior eficácia viria do retorno para a sociedade e o governo do dispêndio governamental, trocando-se, em grande medida, gastos assistenciais que não geram retorno em melhorias para o país, por gastos destinados à geração de postos de trabalho, que gerariam crescimento e desenvolvimento econômicos (COSTA, 2010, p. 60).

O trabalhador, além de se manter em atividade e não depreciar seu capital humano seria de grande serventia para a sociedade, sem contar no sentimento de pertencimento para com aquela comunidade em que está inserido, além do próprio sentimento de utilidade por estar fazendo algo relevante.

¹⁵ Lerner (1943) destaca que além do governo poder gastar o suficientemente necessário para levar a economia ao pleno emprego, é possível também reduzir tributos para possibilitar a expansão dos gastos privados, como também emitir dívida e, no limite, emitir moeda.

Segundo Wray (2003), com o ELR, o déficit público aumentaria na medida em que o desemprego aumentasse, e os trabalhadores desempregados fossem cobertos pelo Estado. No sentido contrário, à medida que o Estado, por meio do programa, garantisse a manutenção da demanda agregada da economia, os empregos voltariam a ser gerados no mercado de trabalho, a partir da demanda das empresas por novos trabalhadores, como resultado do crescimento econômico possível graças ao reaquecimento da atividade econômica.

Portanto, o programa atuaria como um estabilizador automático, o trabalho proposto pelo programa funcionaria como uma espécie de estoque regulador de empregos que aumenta ou diminui de acordo com os ciclos econômicos, ou seja, em momentos que a economia estivesse em crise, esse estoque regulador aumentaria; em momentos de progresso, esse estoque regulador diminuiria o que compensaria flutuações no emprego para o setor privado (WRAY,2015).

2.6 OBSERVAÇÕES FINAIS

A Teoria Monetária Moderna fornece, em sua estrutura teórica, *insights* para pensar na forma como os governos soberanos funcionam e como as políticas econômicas têm o poder de impactar na economia. Essa abordagem de pensamento demonstra que países emissores de moeda soberana não podem ser insolventes. O governo sempre pode financiar políticas voltadas ao bem-estar social, se assim for da vontade e do entendimento dos formuladores de políticas públicas. Segundo Vergnhanini e De Conti (2018), os proponentes da MMT levantam questões importantes: ao elucidarem os pressupostos que sustentam a teoria, desmistificam alguns elementos do denominado “Novo Consenso Macroeconômico” (NMC).

No Brasil, o debate econômico foi recentemente deslocado pelas ideias da MMT. Desloca o enfoque das preocupações relacionadas aos aspectos financeiros e chama a atenção à perspectiva de recursos reais, sobre a função dos gastos público, da tributação, ao avaliar o papel do setor governamental em relação ao setor não governamental. Anteriormente, a teoria era conhecida e discutida no meio acadêmico, mas uma série de matérias escritas por André Lara Resende, a partir de 2019 no jornal Valor Econômico, transbordou o debate para além da academia. Principalmente, após o fracasso nas previsões quando eclodiu a Crise Financeira Global e a crise do Euro, por parte da economia *mainstream*, os autores da MMT recuperaram a atenção.

A MMT integra em suas análises componentes que não são novos, para fornecer um estudo detalhado do funcionamento de uma economia monetariamente soberana. Logo, o

enfoque central da Teoria Monetária Moderna é: os governos monetariamente soberanos não enfrentam restrições financeiras para gastar, pois na efetivação do gasto, sempre “emitem” moeda, já que – na essência – moeda e dívida são passivos do governo.

Portanto, há um rompimento com os argumentos das teorias macroeconômicas convencionais, visto que a TQM não conseguiu explicar o comportamento real da economia, o quantitativismo monetário estava equivocado, a emissão de base monetária não está sempre associada à inflação (RESENDE, 2020).

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Busca-se nesta seção detalhar o percurso metodológico realizado na pesquisa. Trata-se de uma pesquisa de quantitativa com objetivos exploratórios e analíticos que recorrerá aos instrumentos técnicos da pesquisa bibliográfica, documental e levantamento.

Há consenso quanto à aceitação da aplicabilidade frente aos balanços financeiros setoriais. Portanto, sucedeu a incorporação dos BFS como instrumento descritivo da MMT, logo a validação dessas identidades para o caso do Brasil torna-se o ponto inicial para debater os aspectos analíticos quanto à aplicabilidade da MMT nesta economia. Para explicitar a parte descritiva da teoria em estudo, segue-se detalhadamente a fundamentação teórica do modelo metodológico para análise contábil macroeconômica, demonstrado, em seguida, com os dados da economia brasileira.

3.1 A IDENTIDADE DOS TRÊS BALANÇOS FINANCEIROS SETORIAIS

No nível agregado, despesas são iguais a receitas. Essa afirmação dá embasamento para a contabilidade macroeconômica mais simples e que é aplicável a todas as nações. O equilíbrio está na relação entre os setores, ao demonstrar explicitamente que déficit em um setor deve ser compensado com superávit em outro, conforme abordagem de Wynne Godley. À medida que déficits se acumulam na forma de dívida financeira em determinado setor, no outro os superávits se acumulam na forma de ativos financeiros (LAVOIE; ZEZZA, 2012).

O modelo macroeconômico da equipe do *Levy Economics Institute of Bard College*, liderado por Wynne Godley tem potencial adequado para lançar luz ao cenário sobre como a dinâmica dos saldos financeiros setoriais pode servir de orientação para as concepções de médio prazo de uma economia, e qual é o papel do governo, de forma a tornar explícita a relação que a política fiscal exerce com os equilíbrios (desequilíbrios) financeiros econômicos setoriais (ZEZZA, 2009). É o estabelecimento desses balanços que será descrito a seguir.

O estabelecimento teórico do arcabouço dos saldos setoriais utilizados pelos proponentes da MMT desagrega a economia em três setores diferentes: setor governamental, setor privado doméstico e o setor externo ou (transações com o resto do mundo). Em conformidade com a perspectiva da MMT o setor privado doméstico + o setor externo = ao setor não governamental (MITCHELL, 2015).

Essa abordagem setorial considera que os fluxos financeiros e estoques de ativos e passivos transacionados na economia, em razão disso, tem importância como base para

explicar o papel do governo e de como essa esfera se relaciona com o setor não governamental. Uma observação a ser considerada é que esse método está fundamentado nas identidades contábeis e não explica o caráter comportamental para compreender a motivação da condução dos fluxos, ainda assim, torna-se uma ferramenta analítica que fornece *insights* úteis e que é subutilizada pelos economistas (MITCHELL, 2015).

A estrutura dos saldos setoriais combina conjecturas teóricas com a composição do sistema de contas nacionais elaboradas e divulgadas no Brasil pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) que, por sua vez, apresenta informações sobre a geração, a distribuição e o uso da renda no país. A identidade contábil que sistematiza a abordagem dos balanços setoriais é demonstrada por Mitchell (2015), a partir da identidade do PIB com as seguintes derivações:

$$Y \equiv C + I + G + (X - M) \quad (1)$$

Onde (Y) é a renda nacional total, (C) é a soma do gasto total final de consumo das famílias, (I) são os gastos em investimento privado total, (G) é o gasto governamental total e as exportações líquidas são representadas por (X - M). O símbolo matemático \equiv estabelece que essa identidade da soma dos fluxos de gastos das unidades econômicas é uma relação verdadeira por definição.

As transações da economia nacional com o resto do mundo não são limitadas ao saldo da balança comercial. Os Fluxos Líquidos de Renda Externa (FLREX) também são adicionados à identidade para ser computados aos fluxos de renda enviados e recebidos por residentes e não residentes. Obtemos assim, o conceito do Produto Nacional Bruto (Y¹):

$$Y^1 \equiv C + I + G + (X - M) + \text{FLREX} \quad (2)$$

Logo, a partir da identidade (2), é possível estabelecer os balanços setoriais das diferentes unidades econômicas (governo, famílias, firmas e resto do mundo). Para isso, é preciso subtrair impostos e transferências¹⁶ (T) de ambos os lados:

$$Y^1 - T = C + I + G + (X - M) + \text{FLREX} - T \quad (3)$$

¹⁶ Inclui todos os impostos e pagamentos de transferências e juros, Mitchell (2015).

Rearranjando os termos, temos:

$$(Y^1 - T - C) - I = (G - T) + (X - M + FLREX) \quad (4)$$

Simplificando e rearranjando para os termos da abordagem dos três balanços, popularizada pelos economistas de *New Cambridge*, demonstrada por Mitchell (2015), temos:

$$S - I = (G - T) + (X - M + FLREX) \quad (4)$$

$$(S - I) - (G - T) - CAD = 0 \quad (5)$$

$$(S - I) = (G - T) + CAD \quad (6)$$

(S - I): Representa o saldo do balanço financeiro do setor privado doméstico. Um resultado superavitário indica um fluxo de concessão de empréstimos para os outros setores; no caso de um déficit indica a tomada de empréstimos de outros setores ou também a possibilidade de o setor estar reduzindo sua posição financeira líquida, quitando a acumulação de renda passada. Esse termo do lado esquerdo é denominado: Balanço Financeiro Privado Doméstico (BFP)

(G - T): Representa o saldo do balanço financeiro dos três níveis do governo. Um superávit ocorre quando o governo está arrecadando – via impostos – mais recursos da economia do que está injetando via gastos e transferências. Permanecendo nessa situação, inviabiliza (ou dificulta) a capacidade do setor não governamental do acúmulo de riqueza financeira líquida; no caso de um déficit, o contrário é verdadeiro. O primeiro termo do lado direito é intitulado: Balanço Financeiro Governamental (BFG).

CAD (*Current Account Balance*): Representa o saldo do balanço financeiro do setor externo. A conta transações correntes mostra os fluxos de bens, serviços, renda primária e renda secundária entre residentes e não residentes de um país. Se apresentar déficit, a economia nacional está adquirindo empréstimos do exterior ou reduzindo sua riqueza líquida de outras formas, e os não residentes estão acumulando créditos de ativos financeiros; nessa situação, há uma piora na posição financeira doméstica; no caso de um superávit, o contrário é verdadeiro. O segundo termo do lado direito é denominado: Balanço das Transações Correntes (BTC). Logo:

Balanço Privado Doméstico + Balanço Público + Balanço Exterior = 0 (LAVOIE, 2012).

A interpretação fundamental que está demonstrada na identidade estabelecida acima é, que os saldos dos balanços setoriais da economia devem se equilibrar em termos macroeconômicos. Por essa razão, não é possível alcançar, simultaneamente, superávit nominal nos três setores. No nível individual, os gastos de uma pessoa são a renda de outra, a mesma proposição se estende para o nível agregado (setorial), o déficit de um setor torna-se superávit de outro. O nexos causal entre os balanços setoriais parte do princípio da demanda efetiva. Nunca pode, por definição, ser diferente de zero.

Segundo Zezza (2009), a interpretação dos saldos financeiros setoriais pode ser desenvolvida por três linhas distintas:

1. *First of all, as we have discussed, a positive balance implies that, for that sector, injections exceed leakages, so that that sector is a net contributor to aggregate demand. Since the sum of all balances is always zero, GDP growth can be compatible with any combination of financial balances.*
2. *Movements in the balances signal an increase (decrease) of injections against leakages. If any of the sectors changes its balance, this will have consequences on the growth rate, as well as being reflected on other balances. For instance, an improvement in the foreign balance—generated, say, by a devaluation—will increase GDP, reduce government deficit, and increase saving against investment. An increase in private expenditure over income will also increase GDP and reduce government deficit, but will make the current account balance worse. Analysis of movements in the balances can thus help understanding the trajectory of the economy.*
3. *Financial balances imply an accumulation of net financial assets. Whenever a balance is in negative territory, it can thus be interpreted as the net increase in debt, which may be unsustainable above a given threshold (ZEZZA, 2009, p. 19).*

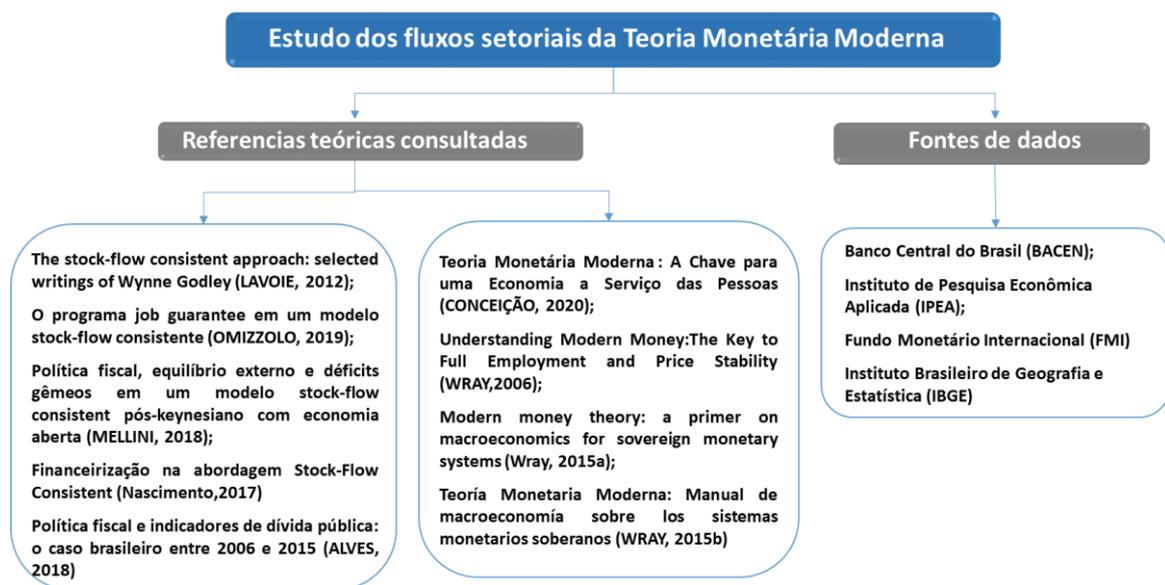
Portanto, torna-se evidente que a perseguição de estabelecer superávits orçamentários do governo – levando em consideração que seja estabelecida – ocasionaria em uma ação contracionista para o setor não governamental, ao desencadear uma série de consequências para esses setores, ou seja: reduz a poupança privada; aumenta a dívida; reduz a demanda privada. Embora os superávits orçamentários não aumentem a riqueza ou a capacidade de gastar do governo (MITCHELL; MOSLER, 2005).

Seguindo para aplicação no caso da economia brasileira, a metodologia dos balanços financeiros setoriais não está explícita (disponibilizada) em nenhum texto específico – não encontrado no campo de pesquisa desta dissertação. Por esse motivo, esta seção tem por objetivo, além da fundamentação teórica do modelo metodológico dos BFS, explicitar também os procedimentos que foram abordados para demonstrar os resultados alcançados ao equacionar os três grandes setores da economia (governo, privado e externo) que entrarão em discussão no estudo de caso.

O estudo subjacente aos desdobramentos teóricos entre os setores iniciou-se com uma busca no referencial teórico na obra seminal publicada por Randall Wray em 1998, *Understanding Modern Money*, que – apesar de apresentar as raízes do que derivaria a posterior, de neochartalismo ou Teoria Monetária Moderna – não apresenta, evidentemente, os procedimentos adotados na utilização da abordagem dos saldos financeiros para nenhuma nação, seja ela desenvolvida ou em desenvolvimento, assim como nas versões publicadas de aprimoramento do arcabouço teórico da MMT, como, por exemplo, o livro “*Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*”, publicado em 2012, também não o traz explicitamente.

Com a finalidade de rastrear a metodologia dos BFS, realizou-se uma busca em trabalhos acadêmicos, artigos de periódicos e livros, e, de mesmo modo, em algumas fontes de dados como: BACEN, IPEA, FMI e IBGE; com o objetivo de encontrar e aplicar a estrutura do método na economia brasileira. Seguem, na figura (3), algumas dessas consultas teóricas.

Figura 3 - Pontos metodológicos para análise dos fluxos setoriais da Teoria Monetária



Fonte: Autoria própria.

O que os referenciais teóricos mencionados na figura (3) apresentam com relação à abordagem dos BFS é a demonstração do caso prático dos saldos setoriais dos Estados Unidos da América. Essa perspectiva é coerente, visto que nessa temática, esse país tem grandes autores com produção acadêmica, e inclusive os exemplos apresentados nos trabalhos de

Randall Wray (1998, 2012) são, fundamentalmente, vinculados aos EUA. Além do que, há um consenso quanto à aplicabilidade a essas nações desenvolvidas.

Após essa busca evidenciar que esses trabalhos não expressam de maneira explícita a estrutura do método, a investigação continuou em trabalhos de autores brasileiros, como no livro *“Teoria Monetária Moderna: A Chave para uma Economia a Serviço das Pessoas”*, publicado em 2020, uma obra escrita no idioma português que aborda os princípios fundamentais desenvolvidos no arcabouço da MMT aplicados ao contexto brasileiro (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

O que os autores desta última obra apresentaram são os balanços setoriais a partir de derivações das contas nacionais, elaboradas e disponibilizadas no Brasil pelo IBGE. Nessa versão brasileira, é elaborada a análise a partir do método derivado do modelo de gastos-receitas (baseado no princípio da demanda efetiva) de determinação da renda em termos macroeconômicos. A identidade para a contabilidade macroeconômica para chegar aos termos da equação dos três balanços é a que está apresentada a seguir (figura 4):

Identidade macroeconômica que expressa os três balanços financeiros (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

$$(Y - C - T + Tr + J) - I \equiv (G - T + Tr + J) + (X - M + FLREX)$$

O termo $(Y - C - T + Tr + J) - I$ representa o balanço financeiro doméstico, o primeiro termo do lado direito $(G - T + Tr + J)$ corresponde ao balanço financeiro do setor público e o segundo termo do lado direito $(X - M + FLREX)$ retrata o balanço das transações correntes (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020). A partir desse método sucedeu uma busca nas fontes de dados supracitadas na figura (3), em favor de equacionar as variáveis que compõe a identidade da figura (4) para equilibrar os saldos dos balanços setoriais e obter o mesmo resultado gráfico ilustrado no livro, tentativa está que foi fracassada.

Dando continuidade ao estudo, a partir da fundamentação de Bill Michel, a identidade contábil que assegura o equilíbrio entre os grandes setores da economia é:

$$\text{Balanço Financeiro Doméstico (BFP)} = \text{Balanço Financeiro Governamental (BFG)} + \text{Balanço das Transações Correntes (BTC)}.$$

Seguindo essa fundamentação para o saldo do setor privado, primeiro teremos que encontrar os outros dois balanços – o público e o externo. Logo, por dedução conceitual, o

que corresponde ao saldo do BFG é a variável Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) no seu conceito nominal, que condiz ao déficit primário mais a incorporação de juros reais pagos pelo setor governamental sobre a dívida pública. O BTC é equivalente ao saldo do balanço de pagamentos de transações correntes. Segue detalhadamente as variáveis que compõe a estrutura dos balanços financeiros:

Quadro 1- Variáveis que correspondem ao balanço financeiro do setor público e externo

Variável	Fonte	Unidade de medida	Descrição	Observação
Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP)	IPEADATA / BACEN	% PIB	Necessidade de financiamento do setor público (NFSP) - setor público - conceito nominal - c/ desvalorização cambial. Com desvalorização cambial sobre estoque da dívida mobiliária interna.	Série interrompida no ano de 2009 na fonte do IPEA. últimos anos sujeitos a revisão
Balanço de Pagam. - Transações correntes	IPEADATA	% PIB	O balanço de pagamentos é uma peça contábil que resume as transações econômicas entre residentes no país e não residentes em um determinado período de tempo. A conta transações correntes mostra os fluxos de bens, serviços, renda primária e renda secundária entre residentes e não residentes de um país.	últimos anos da série sujeitos a revisão

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa, Finanças Públicas e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

A informação NFSP na fonte IPEADATA foi interrompida no ano de 2009, por esse motivo para complementar a série analisada foi coletada a mesma variável na fonte BACEN a partir do ano de 2009. O saldo do balanço de pagamentos das transações correntes é exclusivamente coletado no IPEADATA, importante destacar que essas duas variáveis estão sujeitas a revisões. Portanto, com a disposição dessas duas variáveis é deduzido o saldo do BFP, conforme demonstrado na tabela 6 a seguir.

Tabela 1 - Balanços Financeiros setoriais em % do PIB

Ano	NFSP - Conceito nominal em (%) do PIB	Transações correntes em (%) do PIB	Saldo do setor privado em (%) do PIB
1995	7,28	-2,43	4,85
1996	5,87	-2,80	3,07
1997	6,11	-3,49	2,62
1998	7,93	-3,92	4,01
1999	9,98	-4,32	5,66
2000	4,48	-3,78	0,70
2001	4,76	-4,24	0,52
2002	9,61	-1,59	8,02
2003	3,79	0,67	4,46
2004	2,62	1,70	4,32
2005	3,17	1,52	4,69
2006	3,45	1,18	4,63
2007	2,59	0,03	2,62
2008	2,01	-1,81	0,20
2009	3,23	-1,57	1,66
2010	2,48	-3,43	-0,95
2011	2,47	-2,95	-0,48
2012	2,27	-3,07	-0,80
2013	2,96	-3,04	-0,08
2014	5,95	-4,24	1,71
2015	10,22	-3,31	6,91
2016	8,99	-1,35	7,65
2017	7,77	-0,73	7,04
2018	6,96	-2,69	4,27
2019	5,81	-3,47	2,34
2020	13,60	-1,69	11,91
2021	4,42	-1,75	2,67

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa, Finanças Públicas e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

Como abordado ao longo desta dissertação, o saldo dos três setores resulta em soma igual a zero. A título de exemplo, no ano de 2021 em que o saldo financeiro público foi de 4,42, o do setor externo – de -1,75 – resultou no saldo privado de 2,67, logo a soma desses três balanços financeiros resultou igual a zero.

3.2 COMPARATIVOS DOS RESULTADOS PARA OS BFS

Sobre uma perspectiva de abordagem gráfica dos BFS, na coleta da informação NFSP, esses valores são coletados com sinal positivo, como representa o déficit do governo nominal,

para a interpretação gráfica, é necessário que as informações sejam demonstradas com o sinal invertido.

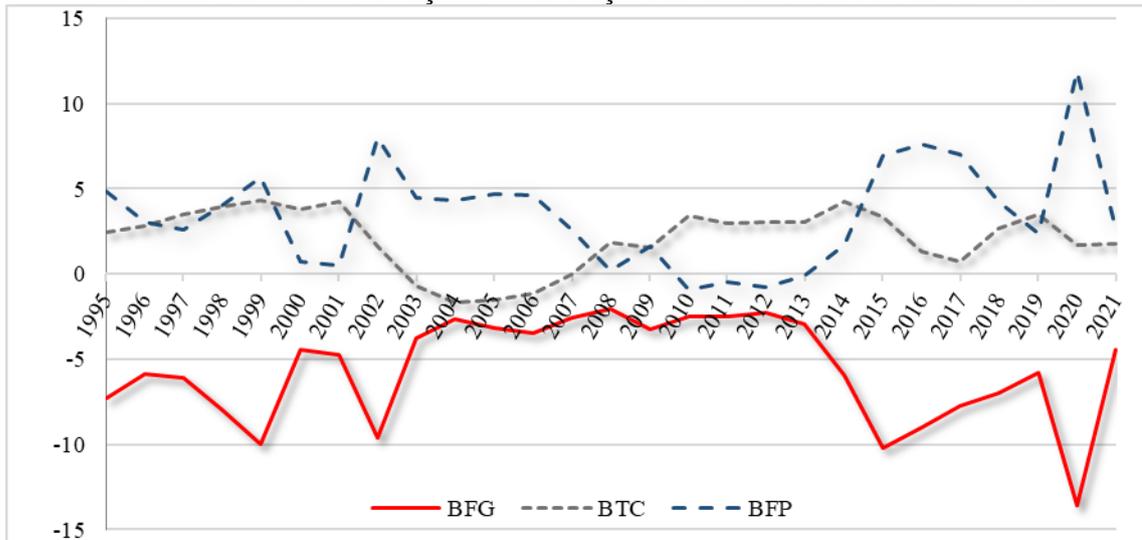
Saldos negativos em transações correntes remete a ser uma evidência *prima facie* de que o país está perdendo o jogo comercial. O fato de que o comércio é visto como um jogo de vencedores e perdedores deixa de lado a perspectiva para analisar a economia doméstica sobre os termos reais do comércio internacional. Sobre a concepção da MMT as importações (reais e financeiras) devem ser entendidas como benefícios reais para a sociedade doméstica “*La verdad es que, en sí mismo, un déficit comercial no es algo que haya que temer*” (KELTON, 2021, p.163).

Desse ponto de vista, para uma economia que incorre repetidamente em déficits cabe ao estado injetar moedas suficientes para evitar que o setor privado entre em déficit – seja por injeção de gastos ou redução de impostos –, para o qual o governo federal deve incorrer em déficits orçamentários que excedam o valor total do déficit comercial, caso contrário “*Un déficit del sector privado es, entonces, la consecuencia inevitable de dejar que el déficit del Estado caiga por debajo del déficit comercial*” (KELTON, 2021, p.167).

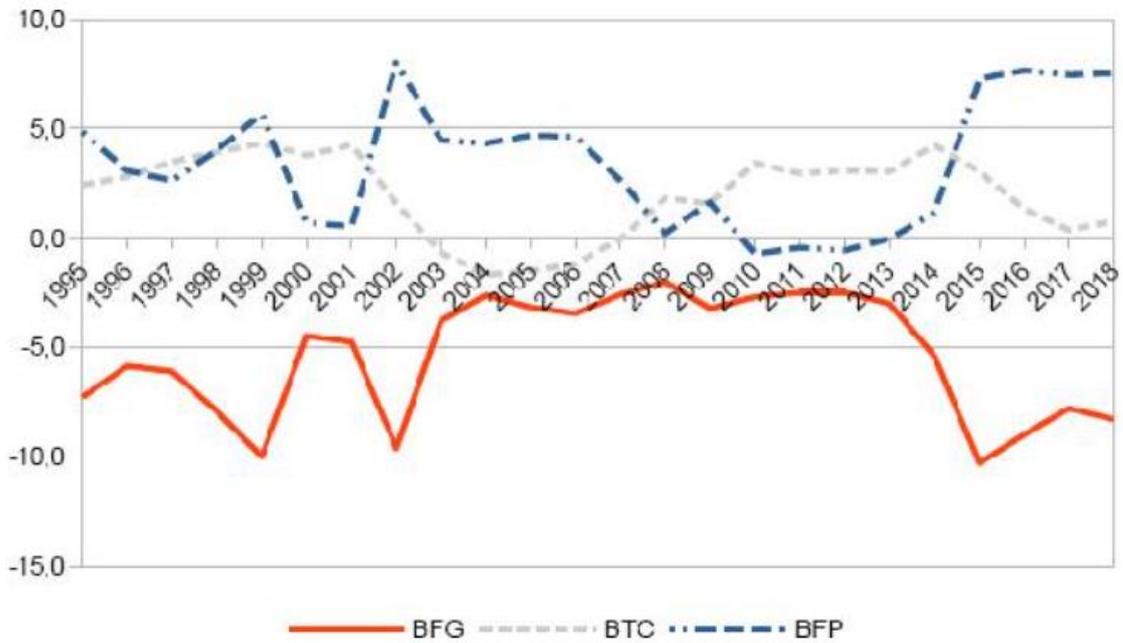
Há outros métodos para suprir os déficits do setor privado seria por meio da desvalorização externa ao enfraquecer a moeda doméstica para manter seu valor baixo e tornar os produtos domésticos mais competitivos nos mercados mundiais. Uma outra opção seria por meio das tarifas (ou seja, impostos sobre importações) tornando os bens estrangeiros mais caros para os compradores domésticos. No jogo comercial onde tudo é no “branco” ou “preto” a perspectiva é sobre fluxos de caixa, quem tiver o maior volume de dinheiro ganha. A MMT reconhece ser importante manter equilíbrios financeiros saudáveis, mas considera também que as tarifas são contraproducentes, pois como observado as importações devem ser entendidas como benefícios reais para as pessoas.

Por isso o saldo em transações correntes, é demonstrado graficamente com o sinal invertido, visto que a interpretação deste setor é sobre uma perspectiva real, ou seja, quando o resultado é negativo significa que está havendo um ganho real para a economia doméstica em bens e serviços.

Para o balanço privado, o saldo permanece o mesmo encontrado na tabela (6). Assim sendo, segue a demonstração gráfica, em que – até certo ano (de 1995 a 2017) – pode ser comparada (validada) com os resultados demonstrados no livro *Teoria Monetária Moderna: MMT*, visto que os últimos anos podem ter sofrido atualização e também que a série foi acrescida com mais anos.

Gráfico 1 - Resultado alcançado dos Balanços Financeiros setoriais em % do PIB

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa, Finanças Públicas e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA).

Gráfico 2 - Resultado dos Balanços Financeiros Setoriais em % do PIB apresentado no manual que aplica os princípios fundamentais da MMT ao contexto brasileiro

Fonte: (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020, p.40)

4. ASPECTOS CRÍTICOS À APLICAÇÃO DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA EM PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

A publicação do livro *Understanding Modern Money*, de 1998, de autoria do Randall Wray, marca o surgimento do que seria denominada, posteriormente, de abordagem da Teoria Monetária Moderna. Desde então, várias críticas foram feitas a esse trabalho, assim como à literatura que complementou a nova abordagem e surgiu em sequência (SILVA; DEOS, s.d.).

O cerne da controvérsia em torno da MMT, em linhas gerais, de acordo com seus críticos, está em se restringir ao caso dos países desenvolvidos, mais especificamente ao caso dos Estados Unidos da América, país que emite a moeda de reserva internacional. No tocante às nações em desenvolvimento, eles afirmam serem muito limitadas, ou até mesmo nulas, suas aplicações, principalmente para aquelas que não emitem a moeda de reserva internacional e operam com sistemas de taxas de câmbio fixas. Embora o debate tenha centrado amplamente nas ideias de aplicação nessas economias com maior grau de desenvolvimento, seus proponentes defendem que a MMT descreve uma estrutura teórica geral, que é relevante para todos os sistemas econômicos soberanos contemporâneos (BONIZZI; KALTENBRUNNER; MICHELL, 2019).

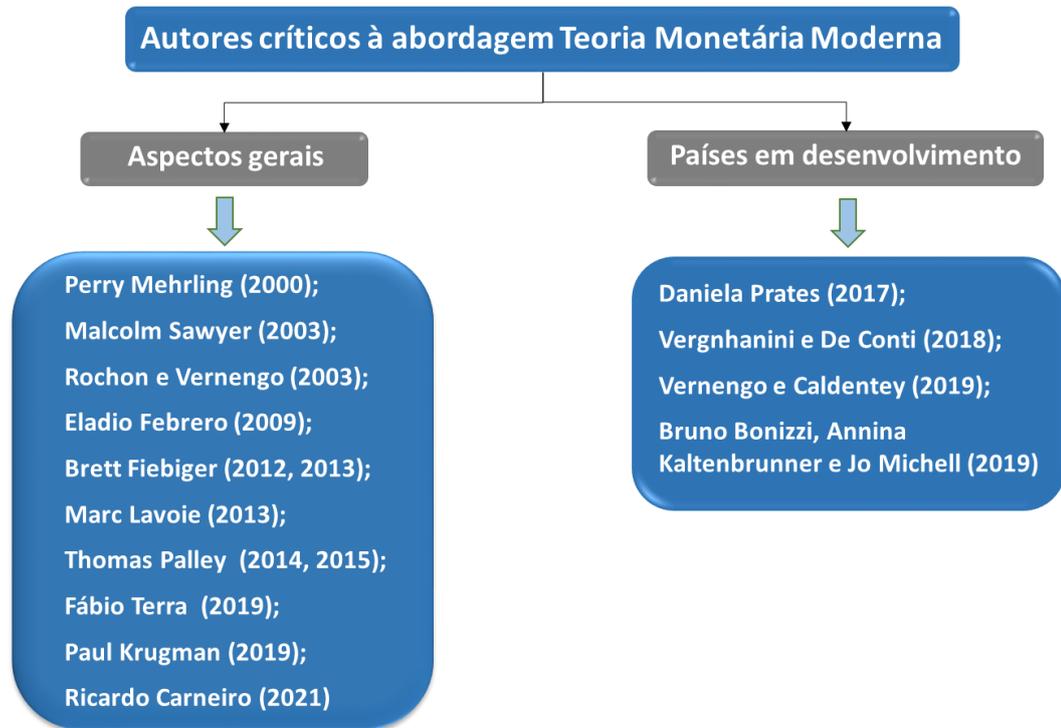
Este capítulo tem como enfoque uma análise dos aspectos críticos apontados por economistas heterodoxos à aplicação da Teoria Monetária Moderna em países em desenvolvimento, o objetivo não é esgotar a vasta literatura dessa temática, mas sim organizar o debate em torno da controvérsia teórica. A análise limita-se a prospectar e resenhar os trabalhos que foram mais mencionados e de possível acesso. Para atender a esse objetivo específico, foi realizado um mapeamento dos principais autores que publicaram trabalhos e sistematizaram contribuições a esse debate, organizados na figura (3).

Como se pretende elaborar uma argumentação mais pontual, que possibilite o debate delineado especificamente para os países em desenvolvimento, na figura (3) realizou-se a separação dos autores em dois grupos: os que criticam os aspectos gerais da MMT, independente do desenvolvimento do país, e os que são específicos aos países em desenvolvimento. O critério de classificação dos autores para determinado grupo foi estabelecido via interpretação textual, de acordo com a condução que o autor desenvolve em sua narrativa.

Posto isso, o capítulo seguirá conforme a ordem cronológica dos trabalhos publicados, inicialmente com a crítica entre os autores do primeiro grupo (aspectos gerais), para que então

seja alcançado o foco principal do capítulo, ou seja, os principais pontos críticos abordados pelos autores listados no segundo grupo (países em desenvolvimento).

Figura 4 - Levantamento dos autores em contribuições críticas entorno da Teoria Monetária Moderna



Fonte: Autoria própria.

4.1 PRIMEIRO GRUPO DA LITERATURA CRÍTICA DA MMT

Os primeiros trabalhos publicados em contribuição com a literatura crítica em torno da MMT apresentavam um caráter mais geral dos seus enunciados, inicialmente sobre a perspectiva do cartalismo, e avançando mais no debate, o foco esteve centrado na viabilidade, política e financeira, da proposta de empregador de última instância. Os autores desse grupo não delimitavam em maior ou menor grau de desenvolvimento o país.

Com o objetivo de organizar esse debate, a seção está estruturada em três subseções. Iniciará com a subseção (4.1.1), apresentando as primeiras críticas publicadas que surgiram logo após a publicação de Wray (1998) do livro “*Understanding Modern Money*”. Na segunda subseção (4.1.2), com o ressurgimento das contribuições críticas em torno da MMT, o debate é retomado a partir dos aprimoramentos na descrição do arcabouço teórico da MMT,

em nova versão (“*primer*”) publicada no ano de 2012. Por fim, essa seção é encerrada com a subseção (4.1.3) exibindo as contribuições críticas contemporânea entorno da MMT.

4.1.1. As primeiras críticas publicadas

O Journal of Post Keynesian Economics (de agora em diante - JPKE) publicou no ano de 2000 um artigo elaborado por Perry Mehrling, tendo como título “*Modern Money: Fiat or Credit?*”. O artigo faz crítica a vários aspectos do livro de Wray (1998) - *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Contudo, Mehrling foca especificamente na abordagem cartalista, por considerar que ela está em contexto com a realidade do mundo moderno financeiro e por conter as ideias mais avançadas do livro, segundo sua opinião.

A crítica construída por Perry Mehrling (2000) tem como base um modelo simplificado da visão da parábola de um governador colonial¹⁷. Em conformidade com a perspectiva monetária, o autor considera que o importante sobre o Estado moderno não é a capacidade do governo em determinar o que aceitará como forma de pagamento de impostos e obrigações monetárias, ou seja, seu poder coercitivo de tributar ser a fonte do valor do dinheiro, mas sim o fato do Estado ser a única entidade com a qual todos fazem negócios.

Desenvolve sua crítica acerca da história da origem do dinheiro, afirma que Wray interpreta mal a natureza do estado moderno que emite moeda moderna. O autor faz uma menção aos Estados Unidos como contra fato histórico de que o Estado não está centralizado nas questões monetárias, por considerar que a parábola de um governador colonial tem pouca semelhança com os Estados Unidos:

Put another way, the problem is not so much with ELR, a proposal that may well be worth trying in some form, but with the underlying parable about the nature of money. Not only does it miss the credit nature of modern money (more on that below), but it also misconstrues the nature of the modern state that issues modern currency. So far as I can see, the government of a country like the United States bears very little resemblance to a colonial governor who imposes taxes in order to monetize a primitive economy. For most of its history, the United States has been characterized by a rather strong private economy and a rather weak central government, punctuated by moments of increased government power during national crises such as wars. It is no accident that we did not achieve a permanent

¹⁷ Faz referência a um governador que tem por objetivo monetizar uma colônia com o dinheiro nacional. Para conseguir isso, primeiro o soberano cobra imposto sobre o povo colonizado, que precisa ser pago com dinheiro já pré-estabelecido pelo próprio soberano, depois o mesmo gasta esse dinheiro para inseri-lo no circuito monetário. As pessoas estarão dispostas a vender seus produtos ou ofertar serviços às autoridades em troca de dinheiro que será utilizado na quitação desses impostos. Em outras palavras, o dinheiro é criado para financiar os gastos públicos e destruído com os pagamentos de impostos. Para mais detalhes ver Wray (1998) (capítulo 3).

central bank until 1913. Wray recounts some of this history (pp. 61-69, 98-102) but misses its significance. The significant point is that our government is our creation. It is only able to tax us to the extent that we allow it to do so. (MEHRLING, 2000, p. 402).

Para Mehrling (2000), uma possível direção alternativa para a construção da teoria monetária seria começar com dinheiro privado. Na sua concepção, se idealizasse um sistema monetário puramente privado, um banco que possui uma carteira de auto liquidação de contas é uma entidade cujos próprios passivos são adequados para servir como dinheiro. Portanto, na concepção do autor, o dinheiro pode surgir, e surge casualmente, de acordos financeiros privados em comunidades privadas de pagamento. Além disso, o fato de uma determinada comunidade privada pagar com dinheiro do governo tenderá a tornar esse dinheiro aceitável também para membros de outras comunidades.

Conforme observado, a atenção crítica central, formulada por Mehrling (2000), é focada na analogia sobre a natureza da moeda. Segundo o autor, o argumentado por Wray baseado em Knap, não só perde a natureza de crédito do dinheiro moderno, mas também interpreta mal a natureza do estado moderno que emite moeda moderna. A questão não é que o dinheiro moderno tenha suas origens históricas no dinheiro privado, mas que as finanças privadas são pontos de partida lógicos para começar a tentar entender o dinheiro moderno.

Ao final da crítica, após analisar as razões pelas quais Wray (1998) constrói sua teoria baseada na doutrina econômica do cartalismo, Mehrling (2000) desenvolve uma visão alternativa, isto é, considera que valeria a pena continuar a desenvolver a parábola baseada no cartalismo, principalmente ao ampliar o foco para incluir não apenas os bancos, mas também o mercado monetário de forma mais geral. Ver os bancos para além de instituições meramente intermediárias para com que os empréstimos bancários entrem naturalmente na teoria da moeda.

No ano de 2003, o *Journal of Economic Issues* publicou o artigo de Malcolm Sawyer, intitulado “*Employer of Last resort: Could It Deliver Full Employment and Price Stability?*”. No referido artigo, é questionado se a política de empregador de última instância conseguiria alcançar pleno emprego com estabilidade de preços. Segundo Sawyer (2003), para alcançar níveis altos de pleno emprego com a proposta de empregador de última instância, é preciso antes superar os gargalos causados pela insuficiência de demanda. A política de ELR exige empregos com salários base, abordando apenas a necessidade da insuficiência de demanda no nível agregado, deixando de lado as dificuldades envolvidas na operação de *fine tuning*, desconsiderando, assim, as outras maneiras de superar o problema de insuficiência de

demanda. O autor argumenta que, apesar do emprego ser ofertado para todos, mesmo assim não poderia ocasionar a geração de subempregos e desemprego com outro nome. Nos termos do autor:

The ELR proposals could also be viewed in terms of fine tuning to secure high levels of employment, though doubts have been raised above as to whether it would constitute full employment (rather than underemployment and some unemployment under another name). "Full employment and stable prices are the promised outcome. Best of all, according to the 'taxes drive money' view, it is not going to cost us anything" (Mehrling 2000, 400). This paper has argued that it does not offer price stability, though it may offer high levels of employment without any greater inflationary pressures than would prevail otherwise. It has also been argued that it may offer work for all, but this would involve significant underemployment and unemployment under another name (SAWYER, 2003, p. 904-905).

Para além do questionamento sobre a suficiência da política de ELR em detrimento dos objetivos prometidos – estabilidade de preços e pleno emprego – Sawyer (2003) também questiona quanto ao financiamento dessa política pública, visto que discorda e preocupa-se com a ausência de restrições monetárias do Estado soberano.

Para Mehrling (2000) diferentemente de Sawyer (2003), o problema não é tanto com a política ELR, uma proposta que na sua argumentação, pode valer a pena tentar de alguma forma, mas com a parábola subjacente sobre a natureza da moeda que deriva da forma de financiamento da política. Os autores supracitados concordam quanto ao financiamento da proposta de ELR. Para Mehrling (2000), a lógica do financiamento da política de ELR – construída por Wray (1998) sob a perspectiva do governo moderno – estabelece a ideia de um mundo onde não há restrição financeira aos gastos, apenas uma restrição real, partindo da moeda fiduciária que não custa recursos reais para ser produzida, começa então a criticar o desenvolvimento histórico do dinheiro, o argumento de que o poder de tributar é a fonte do valor do dinheiro não o pareceu muito convincente.

Ainda em 2003, o JPKE publica o artigo crítico de Rochon e Vernengo, intitulado: *"State Money and the Real World: Or Chartalism and Its Discontents"*. Os autores formalizaram suas visões críticas à abordagem cartalista, colocando-a como uma extensão importante na descrição da moeda moderna, mas não a única importante (ROCHON et al., 2003).

Rochon et al., (2003) retoma o ponto controverso abordado por Mehrling (2000) e por Sawyer (2003). Para Rochon et al., (2003) a ênfase no cartalismo na defesa de Randall Wray a MMT – tendo a soberania entendida como o poder de tributar e cobrar na forma escolhida pelo governo – não é a principal explicação para a existência do dinheiro, mesmo que o

dinheiro moderno seja meramente gráfico, para o autor a disposição dos agentes de acumular dinheiro é muito mais instrutivo.

Segundo Rochon *et al.*, (2003), são as instituições que fornecem pontes entre o presente e o futuro e estabelecem as condições para a disposição dos agentes econômicos em reter dinheiro, o estado é uma dessas instituições, os bancos e outras instituições financeiras também o são, e que, possivelmente, já possuíram maior importância em outros períodos históricos.

Rochon *et al.* argumentam que embora a recente ênfase no cartalismo seja aceita para interpretação do dinheiro, há certas limitações relacionadas à conexão entre o dinheiro do estado e o dinheiro endógeno. Frente o arcabouço teórico da MMT, o quanto seria importante a abordagem da moeda bancária endógena. Nas palavras dos autores:

For chartalists, state money is exogenous, and credit money is a multiple of the former. We believe that the basic difference between Post Keynesians and chartalists is the order in which the verticalist and horizontalist arguments appear. For chartalists, money is primarily verticalist in nature, with bank money playing a secondary role. For Post Keynesians, it is the other way around: credit money takes precedence and is the primary money creation force, whereas fiat money takes a secondary role (ROCHON et al., 2003, p.61).

O artigo traz outra contribuição, haja vista que apresenta a ideia de que o espaço para a aplicação de um keynesianismo em escala global teria sido reduzido desde o fim do período (1946-1973), conhecido como período de Bretton Woods. Quando os Estados regulavam severamente o sistema monetário e os mercados financeiros (ROCHON *et al.*, 2003).

Seguindo a cronologia dos trabalhos que apresentam contribuições críticas à MMT, o próximo é do autor Eladio Febrero, publicado em 2009 no *JPKE*, com o título: “*Three difficulties with neo-chartalism*”. Como o próprio título deixa explícito, o autor investiga a validade de três focos centrais da abordagem cartalista, a saber: (i) *money has value because it is what the state accepts for tax discharge*; (ii) *the state has the ability to determine the value of money*; and (iii) *private bank money can be understood as a leverage of fiat state money* (FEBRERO, 2009, p. 1).

Nesse primeiro aspecto, o artigo de Febrero (2009) retoma o ponto crítico defendido por Mehrling (2000), Sawyer (2003) e Rochon *et al.*, (2003). A declaração de Wray (1998, p.) “*Money has value because it is accepted for tax payment at public offices*” ao ilustrar essa afirmação fazendo referência a um governador que tem por objetivo monetizar uma colônia com o dinheiro nacional, ou seja, o dinheiro é criado para financiar os gastos públicos e é

destruído com o pagamento de impostos, para Febrero (2009), essa afirmação é irreal, ele apresenta como contra exemplo o caso da União Monetária Europeia.

Segundo o autor, dependente do quadro institucional do país – cita como exemplo a União Monetária Europeia – afirma ser a liquidação da dívida bancária que move os agentes econômicos europeus e não a liquidação de impostos. Logo, *“It is the cancellation of bank debt and not tax settlement that moves all agents in the European economy (national states included), in the last instance, to accept money which, in turn, is the logical consequence of (private) bank credit”* (FEBRERO, 2009, p. 7).

O segundo ponto é incompatível, na prática, para o autor, visto que existem alguns fatores que afetam o poder de compra do dinheiro do Estado. Por exemplo, mudanças na oferta de moeda ocasionam mudanças nos preços e salários nominais, logo, *“Thus, we find it troublesome trying to reconcile the neo-Chartalist assertion that the state can determine the value of money with the experience of wage-led inflation”* (FEBRERO, 2009, p. 8). Por fim, a terceiro e última afirmação aponta que o autor não poderia rejeitar, pois concorda com a lógica do dinheiro endógeno, embora tenha considerações ao processo descrito nos princípios centrais do cartalismo, logo *“The acceptance of privately issued money depends on the fact that it can be converted into fiat-money on demand, and can be used to make further bank deposits or to cancel bank debt.”* (FEBRERO, 2009, p. 8).

Este último ponto crítico é centrado no entendimento do termo “alavancagem” que Wray defende no capítulo 7. Para Febrero (2009), os neochartalistas usam o termo 'alavancagem' para significar que: (i) *fiat money logically precedes bank credit money and (or) that have previously collected a certain amount of state;* (ii) *private banks can create money* (FEBRERO, 2009, p. 8). Segundo o autor, a primeira interpretação tem uma desvantagem, enquanto a segunda é um tanto irrelevante de modo que o autor não chega nem a debater essa argumentação.

De acordo com a primeira interpretação, Wray aceita plenamente que, no caso geral, a moeda fiduciária é uma consequência econômica da evolução histórica e não intencional do dinheiro privado, essencialmente impulsionado pelas necessidades financeiras crônicas do Estado. Febrero (2009), no entanto, contra-argumenta citando o exemplo da história do Banco da Inglaterra, para ilustrar que é o dinheiro privado que precede o dinheiro do Estado e não o contrário – segundo sua interpretação.

The following quotation, in relation to the Bank of England, a private institution until 1946,¹² clarifies this point: “By generating special monopoly advantages, the central bank’s notes became fiat money which could provide purchasing power to

the state. At the same time, a mono-reserve system was created (...) (FEBRERO, 2009, p. 8).

Inicialmente, as primeiras contribuições críticas que foram feitas à MMT eram de caráter mais geral, criticaram alguns dos pressupostos da teoria, mas não delimitavam o grau de desenvolvimento da nação. Segundo Silva e Deos, com a exceção do último artigo citado de Eladio Febrero (2009), a MMT passou por um período de quase dez anos sem receber contribuição crítica na forma de artigo em periódico científico de impacto. Contudo, com o passar do tempo, houve avanços nas aplicações da teoria para um melhor detalhamento das operações envolvidas em seu arcabouço (WRAY, 2012) e, por conseguinte, novas críticas surgiram no debate.

4.1.2 Ressurgimento das contribuições críticas em torno da MMT

A nova versão da Teoria Monetária Moderna foi publicada com aprimoramentos na descrição do seu arcabouço teórico no livro de Wray, “*Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*”, publicado em 2012 e com uma segunda edição em 2015. Objetivamente, busca explicitar os fundamentos da MMT de forma compreensiva e acessível para aqueles com pouca experiência em economia. Alguns outros trabalhos científicos divulgados em periódicos especializados também vêm aprimorando o debate. E, conseqüentemente, ressurgiram novas contribuições críticas à MMT.

Em 2012, *o working papers do Political Economy Research Institute* publicou uma crítica elaborada pelo autor Brett Fiebiger, intitulada com “*Modern Money Theory and the ‘Real-World’ Accounting of 1-1 <0: The U.S. Treasury Does Not Spend as per a Bank*”. No referido artigo, o autor argumenta sobre o arcabouço teórico da MMT não descrever o real sistema monetário moderno, mas sua descrição refere-se a um sistema semelhante aos dos Estados Unidos colônia das décadas passadas (FIEBIGER *et al.*, 2012).

Para Fiebiger *et al.*, (2012), a proposta para a consolidação das operações do Tesouro e do Banco Central é um equívoco, visto que tal proposta não corresponde à realidade das instituições financeiras modernas. Logo, para o autor, o princípio defendido pelos proponentes da MMT – de que o Tesouro não precisa obter recursos para gastar, mas cria novos recursos à medida que gasta – talvez pudesse ser aplicado a sistemas monetários que existiram há séculos. Como no mundo real, as duas instituições operam de acordo com sua jurisdição, os gastos do governo em algum momento são cancelados pela tributação (1-1=0).

Segundo Fiebigger *et al.* (2012), a controversa principal nos princípios da MMT está na descrição de como a política fiscal funciona. O autor conclui que a MMT não é uma alternativa a austeridade fiscal, embora todos desejem isso. Então, “*The inconvenient truth is that MMT is a distraction to understanding and developing solutions to current economic problems. Counteracting the neoliberal march towards fiscal austerity requires sensible analysis*” (FIEBIGGER *et al.*, 2012, p. 14).

Na sequência, no ano de 2013, o *Journal of Economic Issues (JEI)* publicou o artigo de Marc Lavoie, com o título “*The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique*”. O referido artigo, com sua “crítica amigável” analisa se as preposições declaradas no arcabouço teórico da MMT são fundamentadas logicamente, principalmente, sobre as finanças públicas e a política monetária.

Lavoie (2013) argumenta sobre as consequências da configuração no sistema de compensação e liquidação, o mecanismo de funcionamento do sistema segue quando a cobrança de impostos é aumentada para restringir a demanda agregada, enquanto títulos do governo são vendidos ao setor privado para impedir que a taxa *overnight* caia ao piso. Embora esse mecanismo de compensação e liquidação seja aceito, o autor faz questionamentos buscando compreender o método de construção e apresentação do neochartalismo. O trecho, a seguir, expõe esses questionamentos:

Taxes are raised to restrain aggregate demand, while government securities are sold to the private sector to stop overnight rates from falling to the floor. But while economists would certainly agree on the consequences of such a setup within the clearing and settlement system, should they also conclude that taxes and security issues do not finance government expenditures? Is such a claim helpful in understanding the financing process? In particular, it is clear that for the government to proceed with its expenditures, securities must be sold to someone, if only to the central bank? (LAVOIE, 2013, p. 12).

O trabalho de Lavoie (2013) apresenta, em linhas gerais, os princípios de sustentação da MMT, e conclui serem essencialmente corretos. A validação da estrutura da Teoria Monetária Moderna é evidenciada na argumentação do autor quanto ao neochartalismo conseguir prever várias falhas na configuração da Zona do Euro, antes da confirmação dessas falhas com a crise econômica em 2010.

O neochartalismo contribuiu com a teoria monetária ao demonstrar que a história neoclássica era contrafactual e não correspondia à realidade do funcionamento das instituições. No entanto, para Lavoie, a própria MMT também depende de uma argumentação contrafactual, baseada na consolidação entre o Banco Central e o Tesouro. O autor considera

que a consolidação distorce a descrição da realidade por ocultar os detalhes das operações, tornando sem sentido o nexos fiscal-monetário (LAVOIE, 2013).

Nos termos de Lavoie:

While attempting to convince economists and the public that there are no financial constraints to expansionary fiscal policies (except artificially erected ones), neo-chartalists end up using arguments that become counter-productive. There is little or nothing to be gained from contending that government can spend by simply crediting a bank account; that the treasury can act as if it were a bank; that government expenditures must precede tax collection; that the creation of high-powered money requires government deficits in the long run; that central bank advances can be called public spending; or that taxes and issues of securities do not finance government expenditures. This entire list of counter-intuitive claims follows a logic, premised on the consolidation of the government's financial activities with the central bank's operations, thereby modifying standard terminology. Such a consolidation leads to omitting crucial steps in analysing the nexus between the government activities and the clearing and settlement system, to which the central bank partakes (LAVOIE, 2013, p. 23).

Portanto, o trabalho de Marc Lavoie (2013) resgata o argumentado por Fiebiger *et al.* (2012), que a controversa principal nos princípios da MMT está no equívoco ao descrever a consolidação das operações do Tesouro e do Banco Central ao distorcer a descrição do funcionamento real da economia. Em 2013, Brett Fiebiger retomou com outra contribuição ao debate, ressurge mudando um pouco a perspectiva de crítica com o artigo intitulado “*A constructive critique of the Levy Sectoral Financial*” publicado no jornal “*World Economics Association (WEA)*”. Tal artigo é endereçado, exclusivamente, a revisitar o uso da abordagem do Balanço Financeiro Setorial (BFS) defendido pelos proponentes da MMT.

De acordo com o autor, o uso da identidade contábil dos três setores é importante para fins de previsão, ao permitir uma análise das posições dos ativos financeiros líquidos setoriais. Contudo, os adeptos ao BFS, como os proponentes da MMT, interpretariam as mudanças nos saldos líquidos de maneira problemática, enquadrando as prescrições de políticas em termos de “alavanca do déficit orçamentário”, deixando questões importantes para segundo plano; como as que são colocadas frente à possibilidade de encaminhar a economia a obter “déficits gêmeos”, ou seja, um déficit orçamentário resultar em um déficit em conta corrente. Portanto, ignorando as preocupações com a sustentabilidade das finanças públicas, por objetivar um modelo próprio de demanda agregada (FIEBIGER, 2013).

Fiebiger (2013) enfatiza a interpretação equivocada por parte dos defensores do modelo BFS, ou seja, a exposição no exagero do potencial macro do setor governamental, com o objetivo de compensar as falhas no desenvolvimento do setor privado. Apesar disso, o foco central da crítica é o de que os gastos do governo financiados por impostos e realocação

das despesas ocasionam consequências positivas importantes para a sociedade, uma vez que, segundo o autor, a maioria dos gastos federais é financiada tributando dos agentes econômicos. O autor finaliza seu trabalho da seguinte forma:

While one can concur with MMTers about the need for an expanded role for the public sector it must be accepted that most federal spending is financed by taking money from people within society (non-voluntarily for taxes) creating winners and losers. That is not an “illusion” and to insist otherwise is counterproductive (FIEBIGER, 2013, p. 77).

Thomas Palley publicou o artigo “*Modern money theory (MMT): the emperor still has no clothes*”, em 2014, e entrou no debate crítico abrangendo a MMT. O título do artigo remete à tentativa de defesa dos autores Eric Tymoigne e Randall Wray¹⁸ (2014) que buscaram responder e explicar às diversas críticas recebidas pela MMT, e que, segundo Palley (2014), deixou o imperador “MMT” ainda mais nu do que antes, por falhar em responder às questões relacionadas à política econômica levantada pelos seus críticos.

Para Palley (2014), o questionamento não é que a teoria não tenha contribuído com nada de novo, mas sim por ser um apanhado de combinações de antigas e novas, sendo que aquilo que há de antigo está correto e bem compreendido, enquanto o incremento do novo está fundamentalmente errado. O autor argumenta que a MMT se propagou recentemente porque é uma política polêmica, com ideias controversas que chamam a atenção para tempos de depressão econômica.

Segundo Palley (2014), as questões falhas nas explicações de Tymoigne e Wray (2013) se dão porque estes não foram capazes de explicar – na forma de um modelo (teórico-matemático) – como gastos deficitários do governo promoveriam pleno emprego com estabilidade dos preços. A justificativa do autor é de que a economia moderna se tornou excessivamente matemática, os proponentes da MMT recusam-se a modelar, o bom senso para a modelagem é esclarecer pontos cegos da teoria e permitir a exploração de suas implicações.

¹⁸ Colocado aqui de maneira sintetizada Eric Tymoigne e Randall Wray (2014) descrevem no artigo intitulado “*Modern money theory, and interrelations between the treasury and central bank: The case of the United States*” a estrutura da interligação do tesouro e do banco central no caso dos Estados Unidos, para comprovar as conclusões teóricas da MMT. Apresentam argumentações históricas e evidências estatísticas descritivas sobre a perspectiva da economia EUA para concluir que as operações financeiras do tesouro e do banco central estão entrelaçadas para o bom funcionamento da política monetária e fiscal. Portanto, reforçam as conclusões teóricas da MMT: ao explicarem por que governos monetariamente soberanos têm um espaço político muito flexível que não é limitado por restrições financeiras rígidas. Impostos e ofertas de títulos não são melhor conceituados como fontes de financiamento para o tesouro, mas sim como dispositivo de drenagem de reservas para manter a estabilidade de preços e taxas de juros; a fusão do banco central com o tesouro – em um único setor chamado “setor governamental” – pode ser feito sem perda de generalidade para o governo, separar essas duas entidades governamentais adiciona complexidade sem incrementar *insights*.

Ainda no mesmo artigo, é observado que o arcabouço teórico da MMT não apresenta uma teoria confiável da inflação e que falha na suposta tentativa de justificar que a taxa natural de juros é zero. Assim, conclui que:

MMT claims to provide new insights into monetary theory and macroeconomic policy possibilities. As regards monetary theory, there is nothing new. The ability of sovereign issuers of money to finance deficits by printing money, the role of taxes in supporting money demand, and the difference between the government budget restraint and the household budget constraint were all well understood by old Keynesians. The notion that MMT has discovered or even just recovered these features is a fictio. (PALLEY, 2014, p. 19).

Em um próximo artigo com o título de “*Money, Fiscal Policy and Interest Rates: A Critique of Modern Monetary Theory*”, publicado no ano seguinte, em 2015, na *Review of Political Economy*, Thomas Palley estende-se a algumas das mesmas questões do artigo anterior. Palley (2015) explora a macroeconomia que está por trás da MMT e conclui não haver nada de novo que justifique a nomenclatura atribuída a abordagem. Para o autor, as recomendações propostas, pelos proponentes da MMT, simplificam demais os desafios de alcançar o pleno emprego sem o custo da inflação, por desconsiderarem alguns dilemas, como os que são colocados pela curva de Phillips, os que estão relacionados a uma economia aberta e a capacidade de estabilidade financeira. Resultando em pouca recomendação da aplicação MMT, principalmente para os países em desenvolvimento.

Em linhas gerais, o autor explana os principais pilares de sustentação da MMT, começa argumentando que as origens e valor do dinheiro fiduciário do governo são incontrovertidos, e que está afastada do centro dos principais argumentos da teoria. Em seguida, aponta a deficiência da teoria nos argumentos do arranjo institucional entre autoridades fiscais e monetárias e questiona: quais as consequências macroeconômicas do governo financiar gastos sem impostos? O governo deve fazer isso? Já que é aceitável que o governo pode financiar seus gastos imprimindo dinheiro, a questão crítica é se deve fazer, e não se pode fazer (PALLEY, 2015).

Novamente, Palley (2015) enfatiza a questão de que a teoria não consegue fornecer um modelo formal que explique suas implicações. Mas a principal contribuição do artigo foi a tentativa de esboçar um modelo macroeconômico formal da MMT, visto que, segundo o autor, as relações contábeis na demonstração setorial da economia não foram suficientes para orientar a política econômica.

Com essa última publicação de Palley (2015), fechamos a subseção com o ressurgimento das contribuições críticas. A seção com o primeiro grupo da literatura crítica da MMT será encerrada com as contribuições mais recentes em torno dessa temática.

4.1.3 Contribuições críticas contemporâneas em torno da MMT

Para o jornal “Valor Econômico”, Fábio Terra elaborou, em 2019, um breve artigo intitulado “Uma crítica pós-keynesiana ao MMT: a negligência do papel da confiança”, no qual o autor apresenta uma contribuição crítica, por argumentar que as reflexões trazidas por André Lara Resende para a economia brasileira – baseadas nas finanças funcionais de Abba Lerner e na nova roupagem, o neochartalismo da MMT – negligenciam um aspecto importante “(...) a negligência do papel da confiança do público na moeda para a convencionar enquanto moeda (...)” (TERRA, 2019, p. 1).

Fábio Terra (2019) reconhece que Lara Resende traz questões importantes para o debate, como questões sobre a confiança na política econômica e nas expectativas inflacionárias, mas é insuficiente quando o assunto é sobre a importância do papel da confiança para a moeda.

No referido artigo, o autor revisita a teoria Keynesiana, na qual aponta que o que importa para determinar o que será moeda e manter a demanda por essa moeda ao longo do tempo possui “dois atributos especiais, elasticidades de produção e de substituição negligenciáveis” (TERRA, 2019, p. 1). Desse modo, uma moeda estatal é convencionada como padrão monetário de uso dos agentes econômicos, não por demandarem moeda apenas como meio para pagamento de impostos, mas por garantir que sua oferta não seja ilimitada e possa lhes servir para além de unidade de conta, como também reserva de riqueza. Após garantir a escassez na produção da moeda de modo relativo à sua demanda, é construída a crença social para a convenção da moeda. Fábio Terra conclui sua contribuição crítica da seguinte forma:

Logo, há uma restrição financeira imposta pela confiança às ações do governo. Um dos problemas centrais das finanças funcionais e do MMT é a negligência de que a dinâmica econômica depende crucialmente da confiança dos agentes privados, algo que não se garante automaticamente via emissão de moeda para financiar demanda pública, pois, se fosse a economia cresceria em *perpetuum mobile*. Por isso, a frase dita por Keynes a Lerner sobre as finanças funcionais “*it's the art of statesmanship to tell lies but they must be plausible lies*”. (TERRA, 2019, p. 3).

Seguindo as publicações controversas, saindo um pouco do campo dos periódicos e breves artigos (artigos de jornais) entrando no âmbito da blogosfera. Paul Krugman (2019) teceu alguns comentários a respeito da MMT, ao criticar sob a perspectiva da doutrina das “finanças funcionais” de Abba Lerner, sua crítica se aplica também à abordagem da MMT representar grande parcela do seu arcabouço teórico. Para Krugman (2019, pag. 1), “*The doctrine behind MMT was smart but not completely right*”, embora tenham abordado o problema potencial da dívida, não retratou totalmente as limitações, tanto técnicas quanto políticas, sobre aumentos de impostos e/ou cortes de gastos. A introdução dessas limitações torna a dívida potencialmente mais problemática do que os autores reconheceram.

What about debt? A lot depends on whether the interest rate is higher or lower than the economy's sustainable growth rate. If $r < g$, which is true now and has mostly been true in the past, the level of debt really isn't too much of an issue. But if $r > g$ you do have the possibility of a debt snowball: the higher the ratio of debt to GDP the faster, other things equal, that ratio will grow. And debt can't go to infinity – it can't exceed total wealth, and in fact as debt gets ever higher people will demand ever-increasing returns to hold it. So at some point the government would be forced to run large enough primary (non-interest) surpluses to limit debt growth (KRUGMAN, 2019, pag. 1).

Segundo Krugman (2019), apesar de Lerner reconhecer que, à medida que a dívida aumenta, as pessoas exigem retornos cada vez maiores para mantê-la e seria necessário o governo gerar superávits primários (sem juros) grandes o suficiente para limitar o crescimento da dívida, o autor descarta qualquer preocupação com os efeitos de incentivo das altas alíquotas de impostos. Não argumenta nada sobre a dificuldade política de alcançar os superávits necessários, mas que – para Krugman – essas dificuldades parecem ser centrais se a dívida chegar a níveis altos.

Ricardo Carneiro, em 2020, publicou no Instituto de Economia da Unicamp, um texto para discussão com o título “As falhas da *Modern Monetary Theory (MMT)*”. No referido artigo, o autor não se preocupa em detalhar cada ponto específico estabelecido pelos proponentes da MMT, mas sim em apresentar uma argumentação controversa de duas principais lacunas que, segundo sua perspectiva, deixa a teoria fragilizada, quais sejam: “(i) teóricas, ou seja, o seu entendimento do dinheiro, e (ii) de política econômica, vale dizer, a sua proposta de financiamento do setor público e de uma economia em permanente pleno emprego” (CARNEIRO, 2020, p. 2).

A primeira fragilidade apontada por Carneiro (2020) está relacionada a característica central do dinheiro, que pode ser definida com a expressão “*tax driven money*”, a imprecisão no exame dos dois circuitos – o do gasto público financiado por meio de monetização e o

gasto privado financiado por crédito – suas relações e desdobramentos para a economia, segundo o autor, expõe as falhas na estrutura teórica da MMT, porque ambos os circuitos são integrados e interdependentes e têm a capacidade de criar moeda e sustentar o gasto.

Na segunda, Carneiro (2020) apresenta os aspectos problemáticos operacionais do programa de política econômica atribuído à proposta de empregador de última instância, a saber: a definição no que atuaria a força de trabalho; e dificuldades na organização e gerenciamento por períodos longos desse contingente de trabalhadores. Por essa razão, faz-se necessário um debate amplo sobre os efeitos da expansão monetária, que ultrapasse os impactos relacionados à renda e aborde, sobretudo, os efeitos sobre a riqueza.

Para Carneiro (2020), outro aspecto problemático na formulação do programa é o pressuposto da fusão do banco Central com o Tesouro, numa única instituição, pressuposto este já criticado por Marc Lavoie (2013) e Fiebiger *et al.*, (2012). O principal ponto controverso é que – para uma abordagem que tem como inspirações teorias Keynesiana e Minskyana, como a MMT – discutir apenas de forma relativa questões relacionadas com o dinheiro privado, especificamente o bancário, os ciclos de crédito e as fragilidades financeiras a torna imprecisa na descrição do real funcionamento da economia (CARNEIRO, 2020).

4.2. SEGUNDO GRUPO DA LITERATURA CRÍTICA DA MMT

Nesta seção será abordado um conjunto de contribuições críticas à MMT que exploram as relações entre política fiscal e monetária em uma economia aberta. Os principais pontos críticos abordados pelos autores listados no segundo grupo (países em desenvolvimento). A principal limitação apontada às economias de países em desenvolvimento está associada a não conversibilidade internacional das moedas ou à vertente da Hierarquia Internacional de Moedas (HIM). Seus críticos relacionam a não aplicabilidade para essas economias ao fato de não emitirem moeda de reserva internacional e operarem com sistemas de taxas de câmbio fixas. Assim como, entra em pauta, o debate quanto o controverso conceito de soberania monetária, desenvolvido pelos proponentes da MMT.

4.2.1 Contribuições críticas a países em desenvolvimentos

Dos trabalhos que se destaca nesse conjunto, seguindo a ordem cronológica, o primeiro é um texto para discussão publicado por Daniela Prates de 2017, intitulado “*Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post-Keynesian approach*”.

A autora reavalia o conceito de soberania monetária desenvolvido pelos proponentes da MMT. Segundo Prates (2017), essa abordagem precisa levar em conta a atual dinâmica desigual do sistema monetário e financeiro internacional (IMFS). Dessa forma, busca reatar a discussão sobre o efetivo espaço de independência da política econômica doméstica, no contexto das economias periféricas.

A definição de moeda soberana está no centro do argumento de Prates (2017), é nesse ponto que a visão sustentada por ela contrasta com a visão neochartalista, ou seja, (...) *propose a concept of MS alternative to the neo-chartalist one, but coherent with the post-Keynesian theory of money as well as with other key presuppositions of that approach, namely, realism, historical time and the crucial role of institutions (...)* (PRATES, 2017, p. 38-39).

Na visão de Prates (2017), o espaço para as políticas econômica se relaciona diretamente com a posição do país no sistema de HIM que, por sua vez, depende do grau de abertura econômica e do arranjo institucional do país, o que é ignorado pela MMT. Isso fica claro na seguinte passagem:

As already mentioned, Wray (2015) recognizes that the USD is the key currency, but totally disregards the implications of the currency hierarchy in the current IMFS to the exchange rate dynamics and the macroeconomic performance of 'developing nations with sovereign currencies' (that we called emerging economies). In this context, these economies have been facing a 'dilemma' or 'impossible duality' and not a 'trilemma' or 'impossible trinity', as this author supposes (PRATES, 2017, p. 31).

Desse modo, a crítica de Prates a Wray (2015) consiste no fato de a MMT ignorar a dinâmica do sistema monetário internacional e, conseqüentemente, seus efeitos dinâmicos sobre os regimes cambiais nos países periféricos. Caso esses efeitos não fossem negligenciados, os resultados alcançados seriam diferentes daqueles propostos pelo neochartalismo. Portanto, ao analisar a estrutura teórica da HIM, no caso das economias em desenvolvimento, alguns pontos da abordagem MMT tornam-se problemáticos e incompatíveis com o conceito de moeda soberana (PRATES, 2017).

Outro artigo nessa perspectiva é publicado por R. Vergnhanini e B. de Conti na *Brazilian Keynesian Review* em 2017, cujo título é “*Modern Monetary Theory: a criticism from the periphery*”. Os autores também se baseiam na estrutura da HIM para argumentar que os países periféricos, frente ao contexto da globalização financeira, não têm soberania plena na determinação de sua própria política macroeconômica. Isso justifica por que apenas algumas moedas cumprem os requisitos básicos para funcionar como dinheiro no cenário

internacional (unidade de conta, meio de pagamento, reserva de valor), e essas economias não preenchem tais requisitos.

Desse modo, as “moedas periféricas” são ativo líquido internacionalmente, sendo demandadas pelos investidores externos em prol de obter elevados retornos com a flutuação cambial. Além do mais, a demanda externa depende da preferência pela liquidez e da confiança dos agentes no mercado financeiro do país (VERGNHANINI; DE CONTI, 2017).

Vergnhanini e De Conti (2017) argumentam, ainda, que se consideradas as economias abertas, os países periféricos estão sujeitos as dificuldades derivadas do contexto internacional. Dado o caráter instável da taxa de câmbio dessas economias, a situação tornar-se ainda mais complexa frente à dinâmica dos fluxos internacionais de capitais. Dessa forma, o ponto controverso é que a MMT não aborda, de forma precisa, as restrições desencadeadas pelas políticas monetária, fiscal e externa, para países periféricos. Logo,

When open economies are considered, there are further difficulties placed by international markets. A strong currency depreciation should be avoided if the country needs to obtain goods and services that are not available in domestic currencies, if it has debts denominated in the foreign currency, or if it wants to avoid inflationary pressures. Therefore, the country may need to attract foreign capitals by offering a minimum level of interest-rate (which, by the way, is exogenously set, by the international liquidity preference). Alternatively, it may adopt a fixed exchange rate, or issue its debt in the international currency (VERGNHANINI; DE CONTI, 2017, p. 28).

Portanto, os trabalhos elaborados por Daniela Prates (2017) e R. Vergnhanini e B. de Conti (2018) explanam a assimetria do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, alegam que esse fator contribui para explicar as razões de maior vulnerabilidade dos países periféricos frente à possibilidade de executar políticas Keynesianas, como as que são propostas pela MMT.

Na sequência, Vernengo e Caldentey (2019) apresentaram sua contribuição ao debate, em um artigo especificamente direcionado aos aspectos financeiros funcionais. Segundo os autores, essa temática tem sido central para qualquer discussão sobre política fiscal. De acordo com o artigo “*Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional Finance in Developing Countries*” (publicado no “*Political Economy Research Institute (PERI)*”, em setembro de 2019), os países em desenvolvimento que possuem moeda soberana apresentam limitações no tocante aos aspectos do financiamento funcional quando são forçados a adquirir empréstimos em moeda estrangeira, podendo ocasionar restrições nos seus balanços de pagamentos (BP). Os autores analisam, conjuntamente, as restrições em tomar empréstimos

na sua própria moeda, posto que, no núcleo da MMT, esses não enfrentariam teoricamente a possibilidade de inadimplência, uma vez que podem imprimir dinheiro ou emitir dívida.

Vernengo e Caldentey (2019) argumentam que as finanças funcionais são aplicáveis a países em desenvolvimento, quando estes lidam com a dívida em moeda nacional, mas, mesmo nesses casos, os países apresentam limitações e que, segundo os autores, falta compreensão para tratar da natureza desses entraves nas questões levantadas pelos críticos.

A ênfase é “(...) *the Post Keynesian traditions used by MMT authors, but we emphasize the importance of Latin American Structuralist ideas in order to clarify the limits to fiscal policy in the periphery*” (VERNENGO E CALDENTEY, 2019, p. 2). É apresentado que a principal limitação para o crescimento econômico dos países periféricos é o balanço de pagamentos, ou seja, o estabelecimento do tipo de regime cambial potencializa o aumento ou a diminuição do espaço de política econômica, a depender de certas circunstâncias (VERNENGO E CALDENTEY, 2019). Ou seja:

(...) *there is a clear misunderstanding of the role of the BOP constraint by MMT authors, both the more theoretical and the more policy-oriented parts of the school of thought. The BOP is an accounting identity, and it might not be always binding. But the issue for developing countries is that they must import essential goods for maintaining the economy functioning and growing to incorporate the growing labor force, and, hopefully reduce the gap in income per capita with advanced economies. That implies that developing countries must be concerned with reserves even if the currency is not convertible to gold, dollars or other hard currency. Further the experience of Latin America throws doubts on Wray's conclusion (...)* (VERNENGO E CALDENTEY, 2019, p. 13).

De acordo com o exposto por Vernengo e Caldentey (2019), os países em desenvolvimento devem preocupar-se com os efeitos das políticas fiscais sobre o BP. Para o caso do país com a dívida em moeda estrangeira, o governo tem a necessidade de obter – ou deter – tal moeda, visto que está relacionada “(...) *the needs to import foreign intermediary and capital goods, and service debt in foreign currency (...)*” (VERNENGO E CALDENTEY, 2019, p. 5). Mesmo que a inadimplência seja impossível para o país soberano com dívida em moeda nacional – como é sugerido pelos proponentes da MMT – a política fiscal não é irrestrita, por pressionar déficits no resultado da conta corrente, se não for possível financiá-lo (VERNENGO E CALDENTEY, 2019).

Em suma, embora os autores compartilhem dos mesmos fundamentos e da maioria das conclusões da MMT, seus pressupostos ainda precisam de alguns esclarecimentos sobre o papel da restrição externa, regimes de taxas de câmbio, uso do controle de capital, a relevância das reservas e a política dos gastos e tributação (VERNENGO E CALDENTEY, 2019).

Ainda no ano de 2019, o jornal “*Real-world economics review*” publicou uma coleção de ensaios com os principais economistas no debate a MMT (FULLBROOK; MORGAN, 2019). Nesse compilado de artigos, encontram-se contribuições complementares e críticas à teoria, como as elaboradas no artigo de Bruno Bonizzi, Annina Kaltenbrunner e Jo Michell, com o título “*Monetary sovereignty is a spectrum: modern monetary theory and developing countries*”. Os autores avaliaram as afirmações feitas pelos proponentes da MMT, quanto aos problemas enfrentados diante da aplicabilidade da teoria aos países em desenvolvimento, e discutem se a ênfase em alcançar a soberania monetária fornece uma base sólida para superar as restrições de políticas enfrentadas por esses países.

Bonizzi *et al.* (2019) apontam a débil análise da MMT no que tange às questões relacionadas às economias abertas, assim como as implicações das políticas econômicas sobre a balança comercial, visto que exportações e importações representam um custo real para a economia. As recomendações são para que, no arcabouço teórico da MMT, “(...) *acknowledges that external constraints are likely to bind over any plausible policy horizon and takes into account the constraints a hierarchical international monetary and financial system creates for DECs (...)*” (BONIZZINI *et al.*, 2019, p. 46).

4.3 CONSIDERAÇÕES

No que diz respeito às contribuições críticas à Teoria Monetária Moderna, existe uma vasta e importante literatura que não poderá ser esgotada neste capítulo, dada a amplitude do debate. Tal literatura abrange acentuadas discussões em livros, *blogs*, sites, jornal, revistas, canais de vídeo e redes sociais. Isso porque os proponentes da corrente neochartalismo impactaram alguns escritores na blogosfera, alguns destes acadêmicos e outros não acadêmicos publicaram em seus *blogs* ideias da referida doutrina econômica, o ganhador do Nobel Paul Krugman, em seu *blog*, fez referências e comentários ocasionais sobre a MMT.

Os primeiros trabalhos publicados estavam concentrados em pontos controversos mais relacionados ao cartalismo e a defesa de Wray (1998) para o financiamento da política de ELR sob a perspectiva do governo moderno; este é o caso dos artigos elaborados por Perry Mehrling (2000), Sawyer (2003), Rochon *et al.*, (2003) e Febrero (2009). Os autores concordam que a argumentação de Wray (1998) – quanto à moeda fiduciária ser uma consequência econômica da evolução histórica e não intencional do dinheiro privado, essencialmente impulsionado pelas necessidades financeiras crônicas do Estado, mesmo que o

dinheiro moderno seja meramente gráfico – está equivocada e, assim, Wray (1998) deixa de dar protagonismo às finanças privadas.

Mais adiante, Carneiro (2020) retoma a criticar o cartalismo ao afirmar que ambos os circuitos – o do gasto público financiado por meio de monetização e o gasto privado financiado por crédito – são integrados e interdependentes e têm a capacidade de criar moeda e sustentar o gasto. Ao passo que esses autores supracitados criticam a abordagem cartalista, eles também estão direcionados a criticar quanto à viabilidade, política e financeira, de um programa de ELR. A discussão sobre finanças funcionais aparece em Fábio Terra (2019) e Paul Krugman (2019). Os artigos de Thomas Palley (2014, 2015) criticam amplamente os aspectos gerais da teoria, até a nomenclatura (MMT) esteve em suas indagações.

Em conclusão, Daniela Prates (2017), Vergnhanini e De Conti (2018), Vernengo e Caldentey (2019), Bruno Bonizzi, Annina Kaltenbrunner e Jo Michell (2019) elaboram trabalhos que têm em comum a aceitabilidade da MMT para os países periféricos, dada a hierarquia internacional de moedas, o conceito de soberania monetária, o movimento dos fluxos de capitais e as implicações das políticas econômicas no balanço de pagamentos.

5. ASPECTOS ANALÍTICOS QUANTO À APLICABILIDADE DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA: O CASO DO BRASIL

O objetivo central deste capítulo é analisar a aplicabilidade ou não da MMT na economia brasileira, a partir de suas especificidades de natureza teórica e descritiva, como no tocante às estruturas de seus balanços financeiros setoriais no período de 1995 a 2021. Para tal, o capítulo iniciará com a política macroeconômica vigente no Brasil e, em seguida, com as estatísticas descritivas para um conjunto de variáveis importantes buscando orientar a fundamentação com as especificidades deste país, frente à aplicabilidade da Teoria Monetária Moderna.

Em seguida, será demonstrado a interpretação dos dados dos balanços setoriais de gastos e receitas do setor privado (famílias e firmas), setor externo (resto do mundo) e setor público (todos os níveis de governo), no período de 1995-2021, para demonstrar os índices e indicadores macroeconômicos, a partir do referencial proposto por Wynne Godley: Balanço Privado Doméstico + Balanço Público Doméstico + Balanço Exterior = 0 (LAVOIE; ZEZZA, 2012).

O objetivo – ao demonstrar esses comportamentos setoriais – é explicitar a parte descritiva da MMT, a qual, dentro de uma análise de fluxo e estoque os déficits de um setor, gera superávits em outro. O princípio defendido pelos proponentes da MMT, de que o gasto via déficit do setor público gera superávit (ou poupança) do setor não público, torna-se evidente com a demonstração destes.

Vale destacar que a metodologia dos balanços não está explícita (disponibilizada) em nenhum texto específico, nem mesmo no *Understanding Modern Money* do Wray (1998) que denotou o surgimento da abordagem MMT, tal material não apresenta de forma clara o método para alcançar os saldos entre os três grandes setores da economia brasileira. Em razão disso, na seção (3) “Aspectos metodológicos”, foi demonstrada a metodologia abordada para equacionar os balanços financeiros setoriais, cujos resultados já foram apresentados e sua interpretação será discutida neste capítulo.

Portanto, o resultado dos balanços apresentado contribui para fundamentar a análise exploratória e descritiva da MMT. Essa aplicação é orientada para o caso da economia brasileira, com o objetivo de subsidiar a fundamentação quanto à aplicabilidade ou não em economias em desenvolvimento. A partir dessa abordagem, inicia-se uma discussão analítica acerca da controvérsia teórica em torno da temática, ao analisar as variáveis descritas da economia brasileira a serem consideradas pela ótica da MMT.

Um adendo importante a ser considerado neste capítulo: os balanços financeiros setoriais e algumas variáveis descritivas serão demonstrados para um período mais prolongado (1995-2021) na observância de seus comportamentos, haja vista a disponibilidade das informações. Enquanto isso, para algumas outras variáveis, só será possível demonstrar para um período mais curto, dada alguma particularidade, como a mudança de metodologia (essa ocorrência será sinalizada).

Para analisar o funcionamento da economia brasileira a partir da perspectiva da MMT, não é necessário detalhar todos os regimes fiscais, monetários e cambiais que essa economia adotou durante esse período (1995-2021) – visto que este não é o objetivo do capítulo –, uma vez que o estudo de caso trata da aplicabilidade ou não da MMT, a partir de suas especificidades de natureza teórica e descritiva.

5.1 O REGIME DE POLÍTICA ECONÔMICA VIGENTE NO BRASIL

O chamado tripé da política macroeconômica foi adotado desde 1999, após a economia brasileira sofrer ataques especulativos. Essa medida teve por objetivo assegurar, simultaneamente, o crescimento sustentável e a preservação da estabilidade de preços. Para justificar a articulação do tripé macroeconômico, é lícito indicar que a prática está fundamentada no Novo Consenso Macroeconômico (NCM).

A partir dos anos 80 e dos anos 90, surge o NCM, o qual apresenta proposições desenvolvidas por economistas novo-clássicos, novos-keynesianos e dos ciclos reais dos negócios. Essa nova estrutura teórica pode ser caracterizada por um modelo dinâmico com três equações identificadas como: Equação Demanda Agregada; Curva de Phillips; uma regra de política monetária (TEIXEIRA; MISSIO, 2011).

Os fundamentos teóricos abordados no NCM são: 1) A demanda agregada é sensível à taxa de juros, respondendo, portanto, a variações na política monetária; 2) A neutralidade da moeda, o papel da moeda é irrelevante na economia não monetária, sua serventia é fundamentalmente para facilitar as transações; 3) O consenso defende uma regra de política monetária, ou seja, a política monetária – via regra de conduta – é postulada como a principal ferramenta macroeconômica anticíclica; portanto, a política monetária tendo como uma meta, a inflação, e um instrumento, a taxa básica de juros (TEIXEIRA; MISSIO, 2011).

A implosão da bolha imobiliária nos EUA disparou a crise mais rígida desde a grande depressão. A crise financeira de 2008, de proporções sistêmicas, trouxe como consequência a queda na taxa de crescimento da economia mundial (KINDLEBERGER, 2005). A crise expôs

falhas na estrutura macroeconômica estabelecida pré-crise, pondo em xeque a eficácia dos modelos DSGE, e deixou como legado a reflexão acerca da arquitetura destes modelos e das políticas econômicas pós-crise, nos termos de Blanchard:

The crisis has returned fiscal policy to center stage as a macroeconomic tool for two main reasons: first, to the extent that monetary policy, including credit and quantitative easing, had largely reached its limits, policymakers had little choice but to rely on fiscal policy. Second, from its early stages, the recession was expected to be long lasting, so that it was clear that fiscal stimulus would have ample time to yield a beneficial impact despite implementation lags (DELL'ARICCIA; MAURO; BLANCHARD, 2010, p. 9).

O tripé macroeconômico é composto por três componentes: (5.1.1) Emenda constitucional 95/2016 do teto dos gastos públicos; (5.1.2) Regime cambial flutuante; (5.1.3) O regime de metas de inflação no Brasil. São regras que norteiam a política econômica brasileira, detalhadas em seguida.

5.1.1 Emenda constitucional 95/2016 do teto dos gastos públicos¹⁹

Altera o Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, para instituir o Novo Regime Fiscal, e dá outras providências (BRASIL, 2016).

A emenda **constitucional nº 95**, popularmente conhecida como a **PEC do “Teto dos Gastos”**, aprovada em 15 de dezembro de 2016, trata-se de uma proposta brasileira de limitação ao crescimento das despesas do governo federal com validade prevista para os próximos vinte anos, ou seja, o novo regime fiscal vigorará até 2036. Não houve alterações para as áreas da saúde e educação no ano que segue a implantação da PEC, por essas áreas serem protegidas por um percentual mínimo obrigatório de gastos da Receita Corrente Líquida da União, determinada pela Constituição Federal. A partir de 2018, os reajustes do piso passaram a ser mediante ao orçamento disponível do ano anterior, corrigido pela variação do IPCA para o período de doze meses, encerrado em junho do exercício anterior a que se refere à lei orçamentária.

¹⁹ O Novo Regime Fiscal, introduzido pela Emenda Constitucional nº 95/2016, alterou a Regra de Ouro contida na Lei de Responsabilidade Fiscal, estabelecida pela Constituição Federal, no Art. 167, inciso III. **Regra de Ouro:** Veda o endividamento para financiar despesa corrente. A ideia é que o endividamento financie apenas investimentos, que são gastos que gerarão benefícios no presente e no futuro, compartilhando seus benefícios com as próximas gerações, que pagarão o custo da dívida. A Constituição Brasileira contém esse tipo de regra. O Reino Unido e vários países europeus também têm regras similares. Para discussão mais detalhada ver Mendes (2021).

A proposta inicial é que qualquer alteração nas regras só poderá ser feita a partir do décimo ano de vigência do regime, o Presidente da República que estiver no exercício do mandato poderá endereçar mudanças das despesas públicas, por meio de Projeto de Lei Complementar.

As regras redigidas no texto da PEC não possibilitam o crescimento das despesas totais do governo federal acima da inflação. Prever no Art. 109, caso o limite do teto fosse descumprido, a possibilidade de acionar gatilhos para contenção dos gastos, como as seguintes vedações: Concessão, a qualquer título, de vantagem, aumento, reajuste ou adequação de remuneração dos servidores públicos; criação de cargo, emprego ou função que implique aumento de despesa; alteração de estrutura de carreira que implique aumento de despesa; realização de concurso público; criação ou majoração de auxílios, vantagens, bônus, abonos, verbas de representação ou benefícios de qualquer natureza em favor dos servidores públicos; criação de despesa obrigatória; adoção de medida que implique reajuste de despesa obrigatória acima da variação da inflação (Brasil, 2016).

Em resumo, a proposta de emenda constitucional teve por objetivo conter o crescimento do indicador da relação dívida pública/PIB por meio da restrição das despesas públicas. Em pauta, para instituição do novo regime fiscal, os formuladores da proposta justificaram que era necessário maior realismo orçamentário para o Brasil, por meio do equilíbrio entre receitas e despesas, visto que com a instituição da PEC os limites orçamentários seriam respeitados. Respaldo no argumento de que os gastos federais têm crescido a taxas superiores da média do Produto Interno Bruto (PIB) (MENDES, 2016), a emenda gerou controvérsias entre especialistas e ativistas filiados a movimentos sociais.

5.1.2 Regime cambial

A abertura da economia brasileira, nos anos 90, obteve relevância no processo de estabilização dos preços. Contudo, somente com a implantação do Plano Real, o controle do processo inflacionário é alcançado. Em uma economia que transaciona com o exterior, o ativo monetário (moeda estrangeira) é bastante importante para o seu funcionamento e no impacto da política monetária. Portanto, entra em cena na análise do mercado monetário a incorporação das transações com moeda estrangeira.

Usualmente, no Brasil²⁰, a taxa de câmbio refere-se “(...) ao valor da moeda estrangeira medido em unidades da moeda nacional (...)” (CARVALHO, 2007, p. 340). Demonstra a relação de troca entre duas unidades monetárias diferentes, representado pelo quociente moeda local/moeda estrangeira, ou seja, o preço relativo entre diferentes moedas.

Nos anos noventa a economia brasileira passou por algumas reformas importantes, entre as principais estão: a adoção do regime de metas de inflação e a alteração da política cambial, verificadas após a adoção do plano real.

Com a implantação do Plano Real, a abordagem de metas reais para a taxa de câmbio aderiu à finalidade de política anti-inflacionária com a abordagem da âncora nominal. A política de âncora cambial no Brasil se concretizou por meio da premissa de que o Banco Central fixava e corrigia a taxa de câmbio em intervalos muito curtos, independentemente do nível da inflação passada. Essa prática tinha por objetivo acabar com a vinculação do passado inflacionário, caracterizado pela indexação de preços e rendimentos (CARVALHO, 2007).

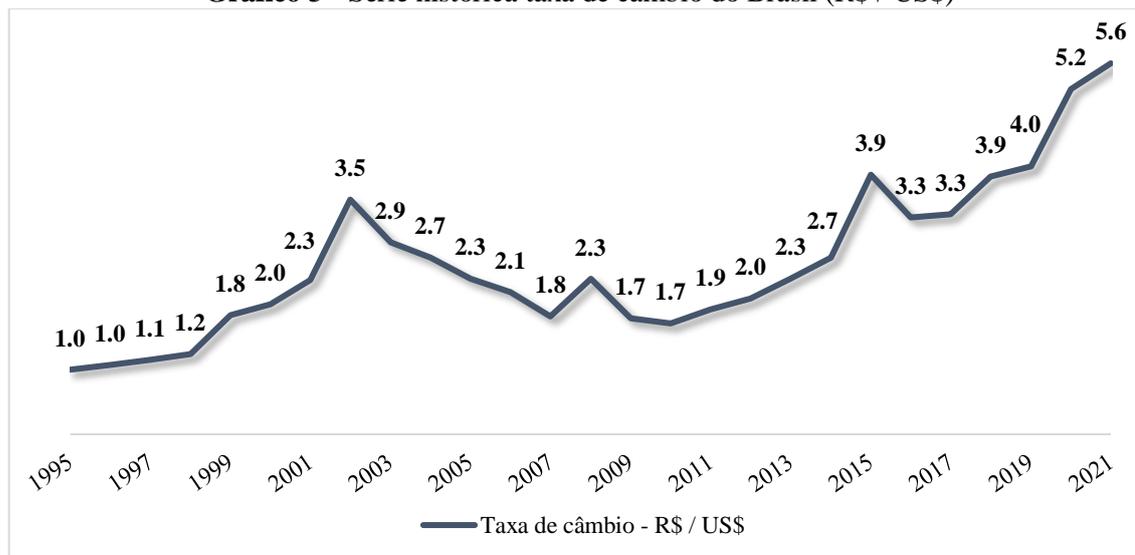
O regime cambial de minidesvalorizações ativas durou até meados de janeiro de 1999 quando, em meio a uma crise cambial provocada pela intensificação da perda de reservas que vinha ocorrendo há muitos meses, o Banco Central deixou o real flutuar. Desde então o Brasil encontra-se num regime de câmbio flutuante (CARVALHO, 2007, p. 373).

Conforme argumentado por Carvalho (2007), a introdução do regime de câmbio flutuante no Brasil se deu a partir de 1999, resultado de uma imposição de acontecimentos. Essa mudança do regime cambial nos anos 90 não foi específica para a economia brasileira,

²⁰ É importante ressaltar que há regimes cambiais que relacionam a moeda doméstica com a moeda estrangeira (R\$/US\$), assim como a moeda estrangeira com a moeda doméstica (US\$/R\$). O procedimento usual no Brasil é se referir a taxa de câmbio ao preço da moeda estrangeira, representada pelo quociente moeda local/moeda estrangeira (R\$/US\$). Usualmente, empregam-se os verbos valorizar ou desvalorizar quando a alteração na taxa de câmbio ocorre por iniciativa ou interferência do Banco Central (FROYEN, 2006). Segue definições: **Desvalorização cambial:** Uma elevação da taxa de câmbio corresponde a um aumento do preço da moeda estrangeira e, portanto, a uma desvalorização da moeda doméstica, por essa razão, usa-se esse termo desvalorização cambial para denominar uma elevação da taxa de câmbio. **Valorização cambial:** Uma diminuição da taxa de câmbio corresponde a um aumento no preço da moeda nacional, significa que a moeda nacional ficou relativamente mais cara que a moeda estrangeira em termos monetários, ou seja, a moeda nacional vale mais moeda estrangeira. Portanto, usa-se o termo valorização cambial para denominar uma diminuição da taxa de câmbio (CARVALHO, 2007). Em se tratando de ajustes de mercado, independentes da atuação direta das autoridades monetárias, a terminologia mais adequada é dada pelos termos apreciar ou depreciar (FROYEN, 2006). Segue definições: **Apreciação cambial:** Um aumento na taxa de câmbio significa que o número de unidades da moeda doméstica necessárias para aquisição de uma unidade da moeda estrangeira subiu, logo, a moeda estrangeira apreciou-se. **Depreciação cambial:** É o processo contrário, uma queda na taxa de câmbio significa que o preço da moeda estrangeira caiu, logo, necessita de menos moeda doméstica para aquisição de uma unidade da moeda estrangeira. A moeda estrangeira depreciou-se (FROYEN, 2006).

algumas outras economias emergentes²¹ abandonaram o regime de câmbio fixo em favor do de câmbio flutuante, especialmente por sofrerem ataques especulativos e crises cambiais. O regime cambial flutuante está em conformidade com a política monetária de fixação da taxa de juros básica (Selic) direcionada para a política de metas de inflação. O gráfico (3), a seguir, mostra a evolução da taxa de câmbio do Brasil (reais/dólar americano).

Gráfico 3 - Série histórica taxa de câmbio do Brasil (R\$ / US\$)



Fonte: Elaboração própria com dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

Percebe-se que – dadas as oscilações que existiram durante toda a série – a partir de 2015, a desvalorização do real em relação ao dólar começa a ser mais acentuada, essa tendência de perda do valor da moeda nacional perdura até a atualidade.

5.1.3 O regime de metas de inflação no Brasil

A inflação alcançava valores maiores de 100% ao ano, isso durante a década de 1980 e início da década de 1990. Após a implantação do Plano Real, a inflação foi reduzida para a casa de um dígito/ano, isso significa menos de 10% ao ano. O plano teve como principal meta o controle da inflação (ABREU *et al.*, 2014).

Inflação baixa, estável e previsível traz vários benefícios para a sociedade. A economia pode crescer mais, pois a incerteza na economia é menor, as pessoas podem planejar melhor seu futuro e as famílias não têm sua renda real corroída. Para

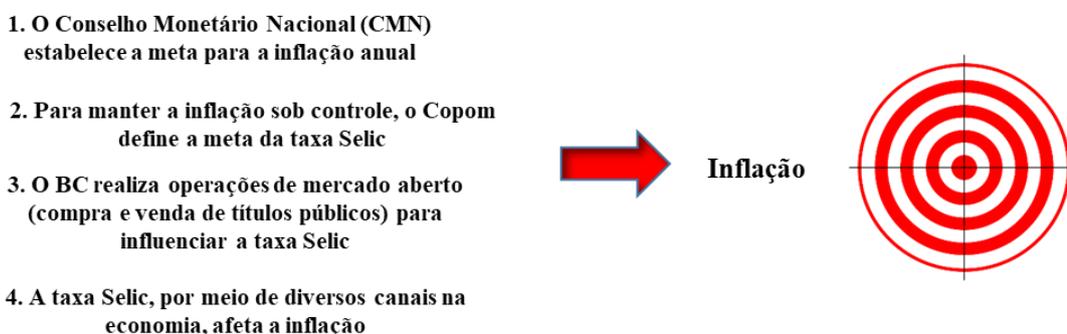
²¹ Economias emergentes que sofreram ataques especulativos e crises cambiais ao longo da década de 1990 e início dos anos 2000, como o México em 1994, diversas economias do leste asiático em 1997, Rússia em 1998, Argentina e Turquia em 2001 e Uruguai em 2002.

alcançar esse objetivo, o Brasil adota o regime de metas para a inflação, que está em vigor desde 1999 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022, p. 1).

O regime de metas de inflação²² em teoria é desenhado com as seguintes características básicas: 1) publica uma meta numérica para a inflação; 2) é encarregado ao Banco Central o compromisso de alcançar a meta; 3) a política monetária é conduzida com base nos instrumentos disponíveis e informações adicionais; 4) transparência e comunicação clara que justifique as decisões tomadas; 5) criam-se mecanismos de *accountability* sobre os resultados alcançados (BERNANKE *et al.*, 2018).

No regime monetário de metas para inflação, a ancora nominal da política monetária é a própria meta, que é definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para cada ano-calendário. Cabe ao Banco Central do Brasil adotar medidas necessárias para alcançar a estabilidade dos preços, para com que a inflação efetiva esteja em concordância com a meta pré-definida. Para alcançar esse objetivo, na figura (6) é demonstrada a atuação sistemática dos procedimentos para garantir a estabilidade de preços no Brasil.

Figura 5 - Procedimentos para alcançar a estabilidade de preços no Brasil



Fonte: Elaboração própria com informações do Banco Central do Brasil, metas para a inflação.

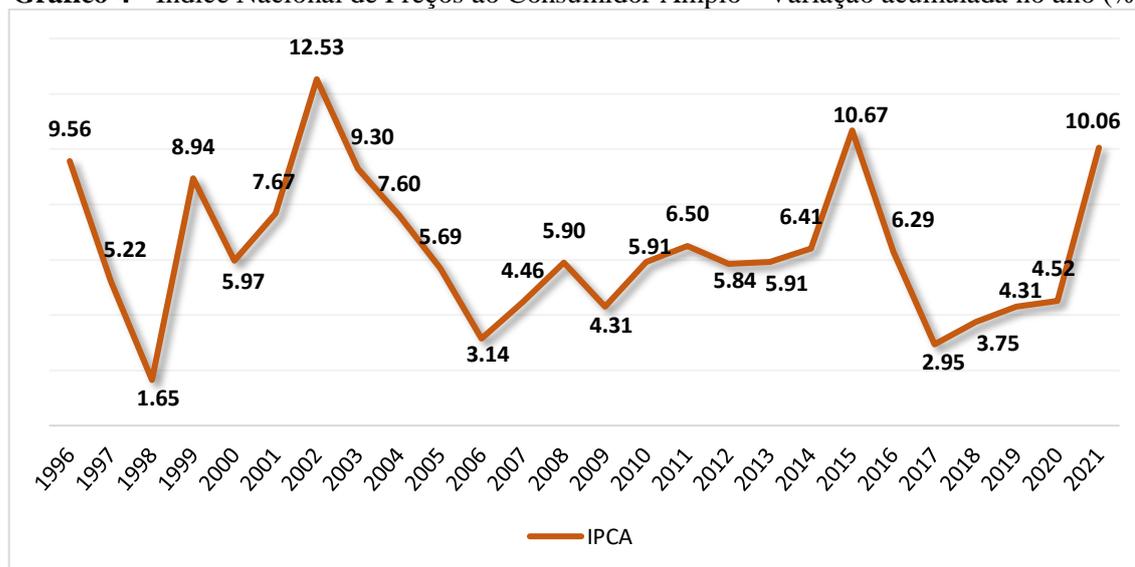
Os mecanismos de transmissão da política monetária são os canais por meio dos quais alterações na taxa Selic impactam outras variáveis econômicas. Uma elevação na taxa básica de juros tende a reduzir a inflação por meio: (i) da decisão entre consumo e investimento das famílias e empresas, (ii) da taxa de câmbio; (iii) do preço dos ativos; (iv) do crédito; (v) das expectativas (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022).

Após a contextualização do regime de metas para a inflação, a seguir será apresentado como a política monetária intervém na economia brasileira. O índice de preço utilizado no

²² A sistemática de "metas para a inflação" foi formalmente instituída como diretriz para fixação do regime de política monetária por meio do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Brasil é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que é usado para observar tendências no comportamento da inflação, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). No gráfico (4), é possível observar o comportamento do IPCA ao longo da série (1996 a 2021).

Gráfico 4 - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - Variação acumulada no ano (%)



Fonte: Elaboração própria com dados do Sistema IBGE de Recuperação Automática – SIDRA

A meta é referente à inflação acumulada ao longo do ano, o CMN também prevê um intervalo de tolerância ao redor da meta. Durante muitos anos, esse intervalo de tolerância foi de dois pontos percentuais (p.p.). Desde 2017, os intervalos têm sido definidos de 1,5 p. p. para cima e para baixo. Por exemplo, no caso de 2021, a meta foi de 3,75% e o intervalo situou-se entorno de 2,25% a 5,25%, limite inferior e superior, respectivamente. A inflação efetiva do ano referido foi de 10,06%, situando-se, portanto, acima do valor de 5,25% que corresponde ao intervalo superior da meta inflacionária.

Desse modo, caso a inflação se estabeleça fora do intervalo de tolerância, o BC tem de divulgar a carta aberta ao Ministro da Fazenda.

(...) o presidente do BC tem de divulgar publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, presidente do CMN, contendo descrição detalhada das causas do descumprimento, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022, p. 1).

Sendo observada a séria histórica da meta em (%) estabelecida pelo CMN do Brasil, é constatado que a inflação ficou fora do intervalo de tolerância pré-estabelecido em seis anos: 2001, 2002, 2003, 2015, 2017 e 2021, conforme observado na tabela 3²³ a seguir.

Tabela 2 - Metas para inflação

Ano	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
2001	4	2	2-6	7,67
2002	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003 ²⁴	3,25	2	1,25-5,25	9,3
	4	2,5	1,5-6,5	
2015	4,5	2	2,5-6,5	10,67
2017	4,5	1,5	3,0-6,0	2,95
2021	3,75	1,5	2,25-5,25	10,06

Fonte: Banco Central do Brasil, política monetária, histórico das metas para inflação.

Cabe um breve resumo das causas do descumprimento das metas pré-estabelecido e uma síntese na atuação do Banco Central do Brasil nessas determinadas situações.

- **2001:** As causas do descumprimento da meta decorreram em razão dos choques externos e internos que atingiram a economia brasileira, assim como, a inércia inflacionária proveniente do ano de 2000 sobre os preços administrados. A atuação do Banco Central no ano de 2001 foi: o Copom promoveu elevações na taxa básica de juros para níveis de 19,00%, com a instabilidade em alguns momentos do mercado de câmbio, o Banco Central optou por complementar a política de juros com uma elevação do percentual do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo e com um período de intervenção no mercado cambial.
- **2002:** As dificuldades enfrentadas pelo país que conduziram ao descumprimento da meta foram: forte depreciação cambial; evolução dos preços administrados por contrato e monitorados; e deterioração das expectativas para a inflação. Quanto às proveniências tomadas pelo Banco

²³ No anexo A está apresentado o histórico completo das metas para a inflação (1999 a 2021), disponibilizados pelo Banco Central do Brasil. A tabela 7 foi limitada apenas a demonstrar os anos que ficaram fora do intervalo de tolerância.

²⁴ A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003.

Central em 2002, o Copom revisou a meta para 2003, de 3,25% para 4,0% e decidiu elevar a taxa de juros, encerrando o ano de 2002 em 25% a.a.

- **2003:** O componente de inércia do ano anterior e as expectativas de inflação exerceram influência significativa para a inflação de 2003. As medidas tomadas para a convergência da inflação foram: Aumentar a meta para a taxa Selic de 25,0% em dezembro de 2002 para 25,5% e 26,5% em janeiro e fevereiro de 2003; em fevereiro, aumentou-se também a alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista.
- **2015:** As causas que levaram ao não cumprimento da meta decorreram principalmente dos efeitos dos processos de ajustes de preços relativos, o ajuste entre preços administrados e preços livres, o realinhamento entre preços domésticos e preços internacionais, assim como, a volatilidade da taxa de câmbio, que acumulou no ano desvalorização, choques de ofertas e o aumento da inflação no segmento alimentação e bebidas. A estratégia do Banco Central para convergência da inflação para a meta foi elevação da Selic para 14,25% a.a., por período suficientemente prolongado.
- **2017:** A taxa da inflação ficou ligeiramente abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância em torno da meta, 3,00%. Em razão, preponderantemente, da deflação dos preços de alimentação no domicílio, devido à oferta recorde de produtos agrícolas. Ao passo que estava sendo estabelecida a reancoragem das expectativas de inflação, a política monetária entrou, então, no início do processo de queda da taxa Selic. Durante esse processo, a taxa alcançou o seu menor nível na história do regime de metas, 7,00%.
- **2021:** As razões, apresentadas na carta aberta ao ministro da fazenda (2022) foram as seguintes: Forte elevação dos preços de bens transacionáveis em moeda local, em especial os preços de commodities; bandeira de energia elétrica de escassez hídrica; desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos, e gargalos nas cadeias produtivas globais. A providência adotada pelo Banco Central consistiu em: baixar a taxa Selic de 4,25% a.a. para o mínimo de 2,00%. Em paralelo, foram tomadas diversas medidas envolvendo liquidez, capital e crédito para se contrapor aos efeitos da pandemia. Adotou-se também o *forward guidance*, a partir de agosto de 2020, com sinalização de que a política monetária seria extraordinariamente estimulativa, enquanto as

projeções do BC e as expectativas de inflação seguissem significativamente abaixo da meta.

Ao que indicou a atuação do Banco Central na condução da política monetária em relação à inflação dos anos que se situou fora do intervalo de tolerância, ocorre, principalmente, por meio de alterações na taxa básica de juros (selic), é importante destacar que em muitos destes fatores a taxa de juros não era o instrumento mais adequado por se tratar de choques de oferta. Apesar de ser o principal instrumento de política monetária, embora não seja o único. Dentre outros fatores a ancoragem das expectativas é um fator importante para êxito do regime de metas para inflação.

5.2 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Tendo em vista o regime de política macroeconômica vigente no Brasil baseado no tripé macroeconômico, nesta seção serão apresentadas algumas estatísticas descritivas da economia brasileira, para fundamentar as especificidades desta no tocante a aplicabilidade ou não da Teoria Monetária Moderna. As estatísticas descritivas foram delimitadas de acordo com a importância na descrição do funcionamento de um sistema econômico de um país monetariamente soberano baseado no arcabouço da MMT.

Nesta subseção, serão abordadas as seguintes estatísticas descritivas do Brasil: primeiro (5.2.1) a relação institucional entre Banco Central (BC) e Tesouro Nacional (TN): o caso do Brasil; segundo (5.2.2), dívida pública brasileira; terceiro (5.2.3), juros da dívida pública: o caso brasileiro; quarto e último (5.2.4), taxa de desemprego.

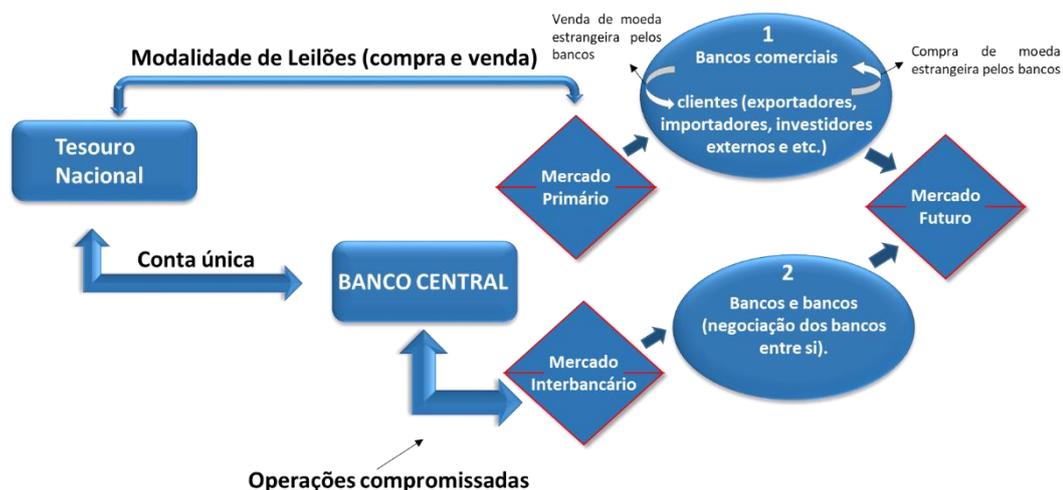
5.2.1 A relação institucional entre Banco Central (BC) e Tesouro Nacional (TN): O caso do Brasil

Sem dúvida, a contribuição original mais importante da MMT acerca dessa inter-relação entre Banco Central e Tesouro, foi explicitar detalhadamente a necessidade de coordenação das operações entre esses dois órgãos públicos. É importante detalhar os procedimentos operacionais específicos do Banco Central e do Tesouro Nacional, visto que sobre a perspectiva da MMT há uma consolidação entre essas entidades para simplificar a explicação dentro da lógica de funcionamento de uma economia monetariamente soberana.

No Brasil, a compra e venda de títulos e moedas estrangeiras estão organizadas em três mercados principais: o mercado primário, em que atuam os bancos e os seus clientes; o

mercado secundário ou interbancário, restrito às instituições financeiras autorizadas a operarem com câmbio; e o mercado futuro, ao qual têm acesso todos os agentes econômicos, conforme esquematizado na figura (7) (CARVALHO, 2007).

Figura 6 - Funcionamento do mercado



Fonte: Autoria própria.

Cabe uma breve descrição das operações cambiais transacionadas na economia nesses três mercados. No ponto (1) da figura (7), ilustra-se o fluxo de compra e venda de divisas no mercado primário em que atuam ofertantes e demandantes²⁵ de moeda estrangeira junto aos bancos, os bancos absorvem ou suprem a quantidade que é ofertada ou demandada pelos seus clientes. Ao fazê-lo, desequilibra o estoque em moeda estrangeira, uma vez que, é alterado pelas decisões dos clientes, a adequação entre a posição cambial corrente e a desejada será então ajustada através de operações no mercado interbancário e no mercado futuro (CARVALHO, 2007).

No ponto (2) da figura (7), mostra-se a relação no mercado interbancário, os bancos negociam divisas entre si com o propósito de estabelecer a posição cambial desejada. Os bancos buscarão compensar através da compra ou venda de moeda estrangeira, juntamente com outros bancos que darão as cotações a que estão dispostos a vendê-la. Há um adendo importante: é permitido – para um banco individual – suprir sua necessidade no mercado

²⁵**Principais ofertantes de divisas no mercado de câmbio:** Exportadores de bens e serviços, turistas estrangeiros em visita ao Brasil, empresas estrangeiras que desejam fazer investimentos no país e empresas brasileiras que tomaram empréstimos em moeda estrangeira. **Principais demandantes de divisas no mercado de câmbio:** Importadores de bens e serviços, turistas brasileiros viajando ao exterior, empresas multinacionais interessadas em remeter lucros e dividendos ao exterior e empresas brasileiras que necessitam fazer pagamentos de amortizações e juros de suas dívidas externas (CARVALHO, 2007).

interbancário, o mesmo não é verdadeiro para o sistema bancário agregado. Mesmo que haja uma compensação entre os bancos, se houver um desequilíbrio no sistema agregado terá que ser resolvido ou por transações com entidades fora do mercado interbancário (que o absorvam ou supram com moeda estrangeira) ou através de um ajuste de preços (CARVALHO, 2007).

Na primeira hipótese, o Banco Central intervém através de leilões de compra e venda de divisas, têm impacto no estoque de moeda estrangeira dos bancos, portanto, o desequilíbrio/equilíbrio não é resultado apenas das transações com os clientes, mas também das intervenções do Banco Central.

Na segunda hipótese, as operações realizadas no mercado futuro são maneiras que os bancos têm para ajustar suas posições compradas às suas decisões de portfólio. Desse modo, por meio do mercado futuro, os bancos podem compensar suas transações no mercado primário.

Em suma, se a oferta de dólares por parte dos clientes, no mercado primário de câmbio, superar os níveis desejados pelo sistema bancário como um todo; os bancos absorverão ainda assim este excesso, mas os preços da moeda estrangeira declinarão, ou seja, haverá uma apreciação cambial. Isto pode ocorrer de duas formas. A primeira através de negociações dos bancos entre si no mercado interbancário. Ali, havendo maior quantidade ofertada do que demandada, produz-se uma queda do preço do dólar, até o ponto em que os bancos se sintam dissuadidos de continuar a tentar reduzir suas posições compradas. O segundo caminho para a apreciação cambial é o aumento da oferta de dólar futuro, que acabará se traduzindo em queda das cotações futuras, que por sua vez se transmitirão, via arbitragem, para o mercado à vista. Em qualquer um dos casos, a queda das cotações se transmitirá aos preços do mercado primário. O inverso ocorreria, evidentemente, no caso de uma escassez de oferta de moeda estrangeira no mercado primário, relativamente à demanda dos bancos (CARVALHO, 2007, p. 380-381).

Partindo da compreensão do funcionamento do mercado, segue o entendimento da relação institucional do Banco Central e do Tesouro Nacional. O Tesouro é o emissor e monopolista de todos os títulos públicos que são transacionados no chamado mercado primário, assim como no mercado secundário²⁶, e o Banco Central possui a capacidade e a prerrogativa da emissão de todas as reservas e papel-moeda que circulam na economia.

No artigo 164, § 1º, da Constituição brasileira de 1988, segundo o qual, é “vedado ao banco central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira”. Desse modo, não é da competência do BCB financiar as operações do TN.

No § 2º do artigo supracitado, “o banco central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de

²⁶ Ver: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/notastecnicas/47_notas_tecnicas_julho_2018.pdf>

juros”, ou seja, é assegurada por lei a operacionalização do BC com os títulos do TN (BRASIL, 1988).

Para que o Banco Central possa operacionalizar com títulos, o Tesouro precisa emití-los²⁷. Sendo assim, conforme destaca Wray (2003), a relação institucional entre Tesouro e Banco Central funciona de forma indireta, ou seja, o BC possui em seu ativo uma carteira com títulos públicos federais e – sempre que percebe a necessidade de enxugar ou expandir liquidez no mercado Selic – pede “emprestado” ao TN os títulos públicos necessários para a realização de determinadas operações como as chamadas operações compromissadas.

A atuação e a interação entre BCB e TN se dão por movimentações na conta única que o tesouro possui no passivo do Banco Central. O § 3º determina que as disponibilidades de caixa da União sejam centralizadas em conta junto ao BCB (BRASIL, 1988). Segundo relatório anual do TN, as razões para a centralização no BCB foram: “permite maior facilidade de controle dos recursos; gera custos menores de manutenção; garante neutralidade competitiva entre os agentes do setor privado; e facilita a gestão da liquidez no sistema financeiro; entre outros” (GUEDES; GUARANYNS, 2019, p. 21).

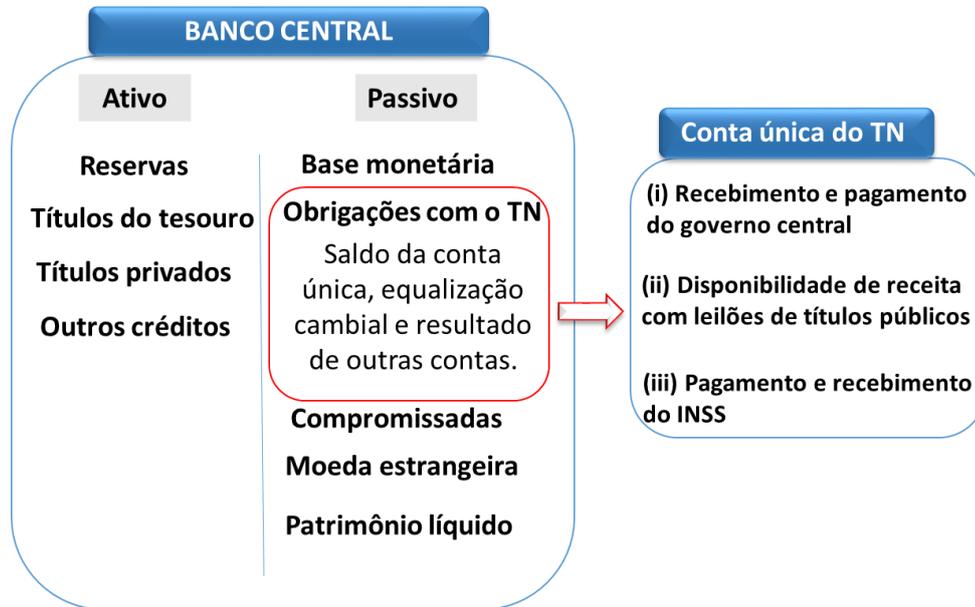
Para fins de gestão, a conta única do TN está subdividida em três, conforme definido no relatório anual do TN:

CTU tem três subcontas contábeis: (i) subconta Tesouro Nacional, destinada aos recebimentos e pagamentos do Governo Central em geral; (ii) subconta Dívida Pública, que registra as disponibilidades oriundas das receitas com os leilões de títulos públicos; e (iii) subconta INSS, destinada aos pagamentos e recebimentos do INSS (GUEDES; GUARANYNS, 2019, p. 21).

²⁷ Segundo o artigo 34 da lei complementar nº 101 de 4 de maio de 2000, é vedado ao Banco Central a emissão de títulos públicos.

A figura (8), as seguir, exhibe o contexto no qual a conta única está inserida e as suas subdivisões:

Figura 7 - Operacionalização entre o Banco Central e o Tesouro Nacional



Fonte: Autoria própria.

Os gastos governamentais movimentam fluxos de mercadorias e/ou serviços na economia, contra o pagamento na unidade de conta estabelecido a priori pelo próprio governo, em favor do público não monetário e bancos comerciais. Na tabela (1) e (2) serão demonstrados os balanços resumidos do BC e de um banco comercial, para exemplificar o gasto realizado pelo governo tratando de uma operação de esterilização da liquidez, uma vez que se trata de déficit público (CARVALHO *et al.*, 2007; TYMOIGNE, 2014; WRAY, 2015a; CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

Movimentações dos gastos governamentais são registradas via conta única do tesouro, conforme observado na tabela (4), quando o governo gasta, é debitado da conta única do tesouro (-) e, correspondentemente, expande a base monetária (+). (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

Quadro 2 - Demonstrativo sintético do balanço do governo

Banco Central	
Ativos	Passivos
Ativos externos	Monetário: Reservas e PMPP (+)
Títulos públicos	Não monetário: Conta única do Tesouro (-)
Empréstimos aos bancos	

Fonte: (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020, p. 84)

Um exemplo ilustrativo seria o pagamento dos salários para os funcionários públicos e que inicialmente só seja retido o imposto de renda referente aos salários dos funcionários pagos. Nessa operação, há um débito na conta única do tesouro, em compensação há um crédito simultâneo para a conta do destinatário na forma de depósito bancário. Os débitos realizados na conta única do tesouro significam uma expansão na base monetária, por meio do crédito na conta reserva dos bancos comerciais e de depósitos em favor dos funcionários públicos em seus bancos correspondentes, conforme demonstrados na tabela (5).

Quadro 3 - Demonstrativo sintético do banco comercial credor

Banco A	
Ativos	Passivos
Reservas (+)	Depósitos (+)
Títulos públicos	
Empréstimos	

Fonte: (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020, p. 84)

Os impostos atuam de maneira reversa da operação de gasto, à medida que as cobranças de impostos aumentam é debitada da conta bancária do contribuinte e esse débito diminui, na mesma proporção, as reservas bancárias (TYMOIGNE, 2014; WRAY, 2015a; CONCEIÇÃO *et al.*, 2020). Na ocorrência de o governo gastar mais do que arrecada (ou seja, apresentar um déficit), há um aumento líquido da base monetária, devido ao aumento na quantidade de fundos na conta dos bancos da reserva federal (TYMOIGNE, 2014; WRAY, 2015a; CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

Uma vez que a demanda por reservas pelos bancos comerciais é altamente inelástica, os mesmos vão procurar reduzir o excesso de reservas para o nível desejado, através da compra de títulos públicos no mercado interbancário ou com BC, considerando que o mercado de empréstimos não esteja propício à criação de moeda bancária. Os excedentes de reservas tenderão a reduzir a taxa de juros, uma vez que a taxa esteja fora dos limites de tolerância permitidos pelo BC, o mesmo irá intervir para remover esse excedente. O BC estará envolvido nessa operação de gestão de reservas para manter a estabilidade da taxa de juros com os títulos de emissão do Tesouro Nacional (TYMOIGNE, 2014; WRAY, 2015a; CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

De acordo com Carvalho *et al.* (2007), o BC apresenta algumas funções típicas: emissor de papel-moeda e controlador da liquidez da economia, banqueiro dos bancos,

regulador do sistema financeiro e depositário de reservas internacionais do país. Será descrita, a seguir, a instrumentalização da função controlador da liquidez da economia.

A forma pela qual o Banco Central faz essa intervenção é: pondo em prática sua função de gestor da liquidez por meio da venda de obrigações do Tesouro. Essa operação nas contas das reservas é chamada *open-market*, o BC substitui os títulos por reservas excedentes. Na tabela (6) e (7), serão demonstrados os mecanismos das operações de drenagem de reservas excessivas. (TYMOIGNE, 2014; WRAY, 2015a; CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

Quadro 4 - Demonstrativo sintético do balanço do governo após a operacionalização da taxa de juros

Banco Central	
Ativos	Passivos
Ativos externos	Monetário: Reservas e PMPP (+) (-)
Títulos públicos (-)	Não monetário: Conta única do Tesouro (-)
Empréstimos aos bancos	

Fonte: (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020, p. 85)

No balanço do BC (tabela 6), as operações de *open-market* produzem reduções em seu ativo no estoque de títulos públicos que foram vendidos para os bancos comerciais. Em contrapartida, há a compensação no passivo monetário reserva que foi utilizado pelos bancos comerciais para comprar títulos públicos.

Quadro 5 - Demonstrativo sintético do banco comercial credor após a operacionalização da taxa de juros

Banco A	
Ativos	Passivos
Reservas (+) (-)	Depósitos (+)
Títulos públicos (+)	
Empréstimos	

Fonte: (CONCEIÇÃO *et al.*, 2020, p. 85)

Ao mesmo tempo, os ativos dos bancos comerciais são aumentados pela quantidade de títulos públicos adquiridos, enquanto houver redução na conta para reservas equivalentes à compra de títulos públicos. Uma vez que as reservas do banco comercial diminuem nas mesmas proporções que suas participações de títulos públicos são aumentadas, isso é efetivamente apenas uma substituição de ativos, que tem por objetivo aumentar a sua rentabilidade. No entanto, agora ele detém um crédito sobre o Tesouro (títulos), em vez de um crédito no banco central (reservas), e o banco central detém menos ativo (títulos), mas deve

menos passivo (reservas). O banco comercial está satisfeito porque agora recebe juros sobre os títulos (TYMOIGNE, 2014; WRAY, 2015a; CONCEIÇÃO *et al.*, 2020).

5.2.2 Dívida pública brasileira

Athayde e Vianna (2015), em análise para determinar o melhor indicador que retrate de forma coerente o esforço fiscal do governo brasileiro, buscaram comparar os indicadores da dívida pública que são mais utilizados para mensurar a condição fiscal do país, a saber: Dívida Líquida do Setor Público (DLSP-BC); Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG-BC) – ambos calculados pelo BACEN; Dívida Bruta do Governo Geral – calculada pelo FMI. Dentre os três indicadores examinados, o resultado no qual os autores chegaram a partir da análise aponta que o indicador Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG-BC) é o melhor indicador que expressa o desempenho fiscal do governo brasileiro.

Portanto, sobre essa perspectiva, nesta subseção, far-se-á uma descrição da dívida pública brasileira sobre a ótica do indicador DBGG-BC. Tal indicador é calculado pelo Banco Central (entidade responsável pela divulgação das estatísticas oficiais de endividamento do setor público brasileiro, por meio do critério “abaixo da linha”²⁸) o descreve da seguinte maneira:

A Dívida Bruta do Governo Geral abrange o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. Os débitos de responsabilidade das empresas estatais das três esferas de governo não são abrangidos pelo conceito. No caso do Banco Central, são incluídas apenas as operações compromissadas realizadas com títulos públicos. Essas operações são incluídas porque apresentam estreita relação com a dívida do Tesouro Nacional, e sua inclusão na DBGG permite melhor acompanhar a situação fiscal do governo (“Estatísticas fiscais”, 2022, p. 24).

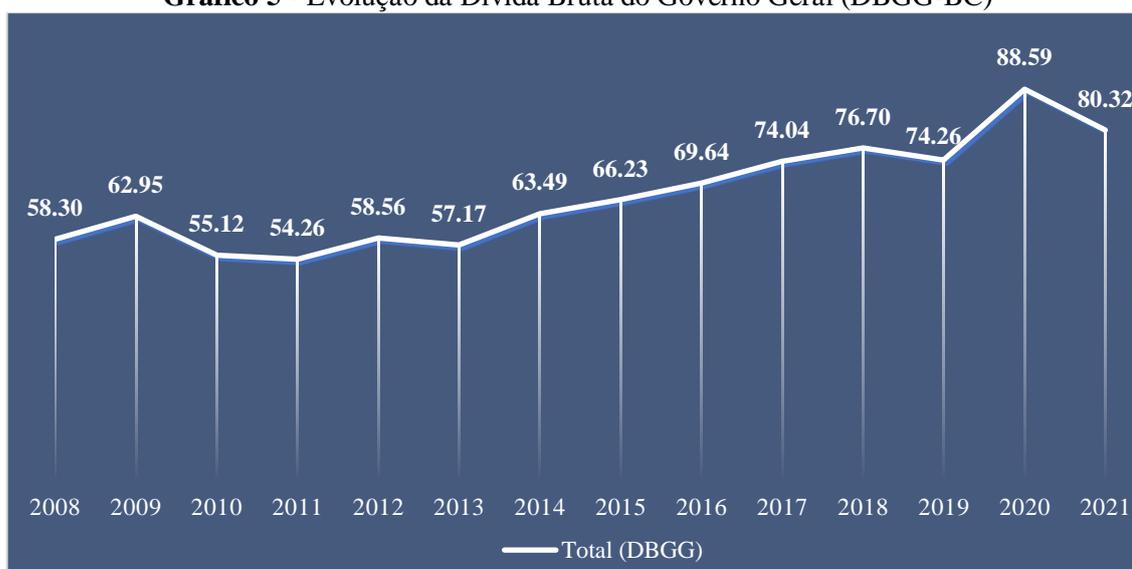
No gráfico (5), a seguir é demonstrada a evolução ao longo do tempo do indicador DBGG-BC²⁹. A série histórica terá início no ano de 2008, pois a partir desse passou a vigorar uma nova metodologia em prol de compatibilizar o indicador com o arranjo institucional

²⁸ Segundo o Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central, o critério conhecido como “abaixo da linha”, equivale ao “resultado fiscal do setor público que é medido pela variação do estoque do endividamento líquido do setor público não-financeiro, ou seja, pelo financiamento concedido pelo sistema financeiro e pelos setores privado e externo ao setor público não-financeiro” (“Estatísticas fiscais”, 2022, p. 13). Para mais detalhes consulte: **Estatísticas fiscais**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>>.

²⁹ O indicador DBGG-BC “Abrange os passivos internos e externos do Governo Federal, dos Estados e dos Municípios. Esse conceito, que segue padrões internacionais, exclui do seu escopo, portanto, o BCB e as empresas estatais” (“Notas Técnicas do Banco Central do Brasil”, 2018, p. 3). Para mais detalhes consulte: **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/notastecnicas/06092018>>. Acesso em: 2 mar. 2022.

existente entre o TN e o BC. A nova metodologia passou a computar a dívida mobiliária em mercado, emitida pelo TN e as operações compromissadas realizadas pela Autoridade Monetária. A inclusão dessas novas variáveis na estrutura básica da DBGG-BC teve por objetivo proporcionar o melhor acompanhamento da situação fiscal do governo que – como será observado a seguir – são variáveis condicionantes com vista a serem computadas na dívida (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

Gráfico 5 - Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG-BC)

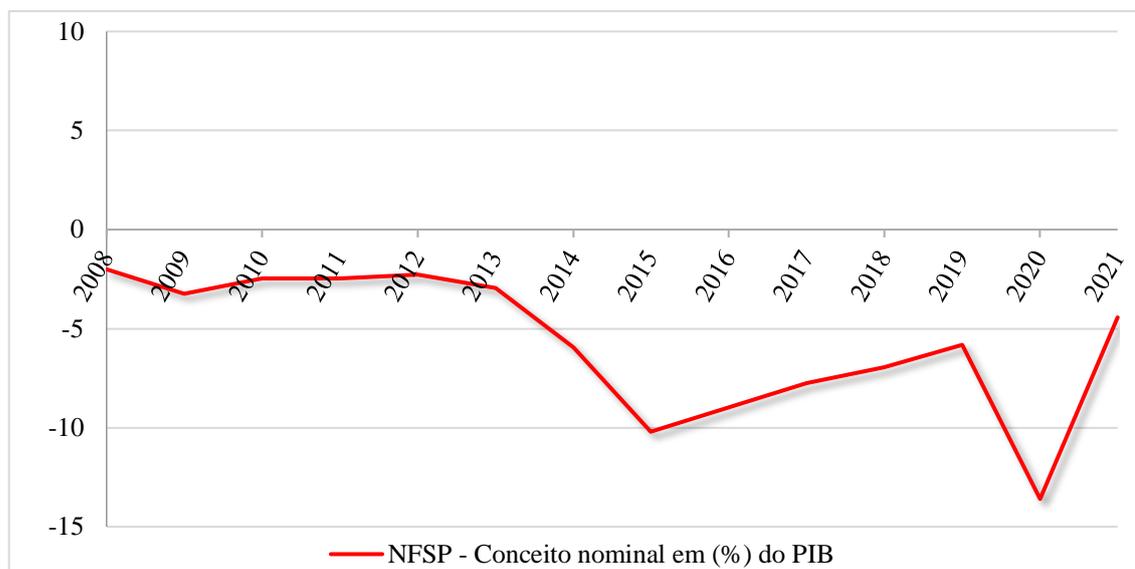


Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, notas econômico-financeiras, estatísticas fiscais.

A razão DBGG-BC/PIB alcançou seu ápice no ano de 2020 com 88,59%³⁰, em referência a 58,30% em 2008. Ao longo do período analisado, o indicador demonstrou trajetória diferente. No início da série de 2008 a 2011, o comportamento apresentado foi de queda, chegou a 54,26% em 2011, embora tenha computado crescimento em 2009, logo após o início da crise internacional, quando alcançou resultado de 62,95%; em seguida, o indicador demonstrou relativa estabilidade entre os anos de 2011 a 2013. O crescimento da relação DBGG-BC/PIB ocorreu de modo contínuo logo após o ano de 2013, justificado, principalmente, ao verificar a trajetória dos resultados primários deficitários do governo que podem ser observados a seguir no gráfico (6).

³⁰ Resultado relacionado a aprovação do Orçamento de Guerra em atenção ao combate à COVID 19. Publicado em maio de 2020 a Emenda Constitucional nº 106 instituiu regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações para enfrentamento de calamidade pública nacional em razão de emergência de saúde pública de importância internacional decorrente de pandemia (BRASIL, 2020).

Gráfico 6 - Resultado primário mais a incorporação de juros reais pagos pelo setor governamental sobre a dívida pública



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa, Finanças Públicas e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

É importante ressaltar dois principais acontecimentos que repercutiram para o efeito negativo nas receitas públicas. O primeiro foi a recessão 2015-2016 que polarizou grandes discursões na economia e política brasileira sobre os motivos que levaram o país a passar por uma das piores recessões da história. Parte do debate concentra sua atenção a fatores internos (principalmente derivados da chamada “Nova Matriz Econômica” implementada no primeiro governo Dilma). Outra parte, em fatores externos que tiveram contribuição relevante para essa desaceleração da economia.

O segundo, mais recentemente, no ano de 2020 as contas públicas foram afetadas em particular pelas consequências da pandemia do novo coronavírus. O esforço fiscal do governo brasileiro foi bastante expansivo em resposta à queda na arrecadação e ao aumento das despesas primárias para o enfrentamento da doença no país, explícito no gráfico (6).

Observa-se a seguir, na tabela (8), a estrutura detalhada dos principais componentes da DBGG-BC, na configuração da atual metodologia utilizada pelo BCB. É um recorte para compreender a composição desse indicador, tomando como base dezembro de 2021, seus valores em R\$ milhões e em % PIB.

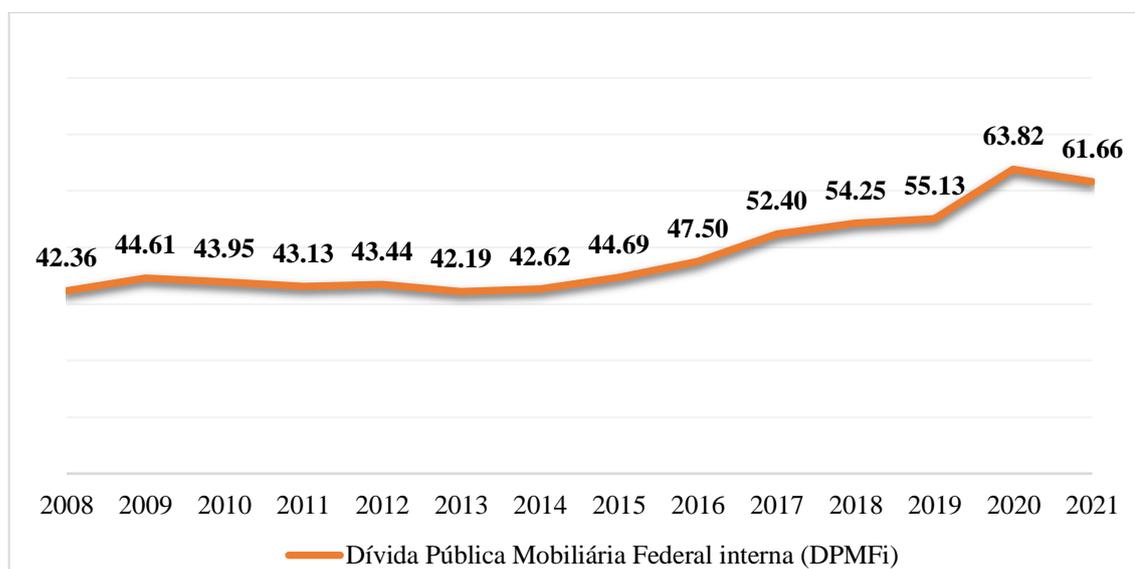
Tabela 3 - Principais componentes da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG-BC) – Dezembro de 2021.

Dívida Bruta do Governo Geral - Banco Central	R\$ milhões	% PIB
Total (DBGG) ³¹	6.966.925	80,32
Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi)	5.348.967	61,66
A. Dívida mobiliária do Tesouro Nacional	4.810.419	55,45
B. Dívidas securitizadas e TDA	4.314	0,05
Títulos de div. negociados no mercado doméstico	534.235	6,16
C. Dívida Externa	795.929	9,18
D. Outras Dívidas internas do Governo Federal	16.016	0,18
E. (Títulos sob Custódia do FGE)	-1.476	-0,02
F. (Aplicações da Adm. Federal)	-38.496	-0,44
G. Operações Compromissadas	981.436	11,31
H. GOVERNOS ESTADUAIS	327.705	3,78
Dívida Interna	178.065	2,05
Dívida Externa	149.640	1,73
I. GOVERNOS MUNICIPAIS	71.079	0,82
Dívida Interna	48.614	0,56
Dívida Externa	22.465	0,26
Demais dívida externa	261.694	3,02

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, notas econômico-financeiras, estatísticas fiscais.

O componente que constitui a maior parcela do endividamento público, de acordo com dados do BCB, demonstrados na tabela (8), é a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), por definição. “Essa parcela do endividamento é constituída dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e contempla os valores que estão em poder do mercado ou na carteira do Banco Central” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018, p. 24). Em outros termos, é a dívida do governo federal, no que se refere à configuração de títulos públicos, dos quais os fluxos de pagamento e recebimento são efetivados em moeda nacional (SILVA e MEDEIROS, 2009). A seguir, no gráfico (7), é demonstrado a evolução da DPMFi em % do PIB.

³¹ A dívida bruta do governo geral é o somatório (A+B+C+D+E+F+G+H+I). Os títulos de div. negociados no mercado doméstico e demais dívidas externas estão sendo computadas na variável dívida externa.

Gráfico 7 - Evolução da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) em % do PIB

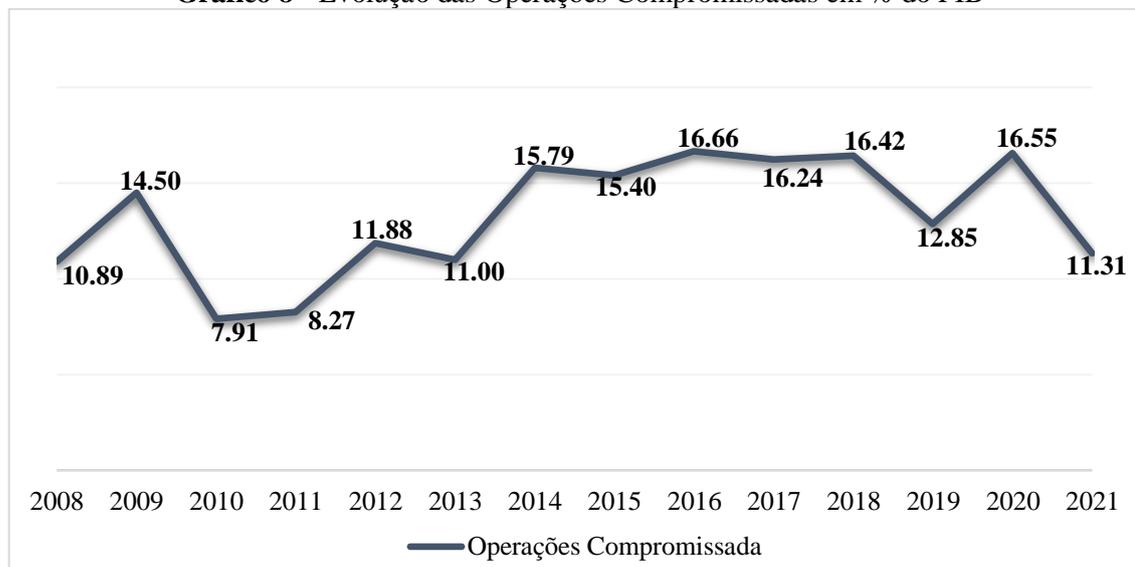
Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, notas econômico-financeiras, estatísticas fiscais.

As operações compromissadas³² são o segundo componente com maior participação do endividamento público, assumindo relevância como componente da dívida após vigorar a nova metodologia entre 2007 e 2008, quando foi compatibilizado o indicador com o arranjo institucional existente entre o TN e o BC.

(...) Operações compromissadas realizadas pelo BCB constituem instrumento de regulação das condições de liquidez da economia e são realizadas sob a forma de venda (compra) de títulos públicos no mercado secundário, mediante o compromisso de recompra (revenda), e com o objetivo de garantir que a taxa de juros de mercado seja compatível com a meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018, p. 5).

Essas operações são realizadas pelas instituições financeiras entre si, ou entre as instituições financeiras e o Banco Central, ou entre as instituições financeiras e as pessoas físicas e jurídicas, em geral, os títulos utilizados podem ser públicos ou privados. As transações executadas com títulos públicos têm por objetivo nivelar o mercado de reservas bancárias, visto que é um instrumento de política monetária, além de ser o título com maior volume negociado no mercado secundário, se comparado com os títulos privados. A seguir, no gráfico (8) é apresentada a evolução das operações compromissadas em % do PIB.

³² As operações compromissadas são reguladas pela Resolução do Banco Central nº 3.339, de 2006, e suas alterações posteriores.

Gráfico 8 - Evolução das Operações Compromissadas em % do PIB

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, notas econômico-financeiras, estatísticas fiscais.

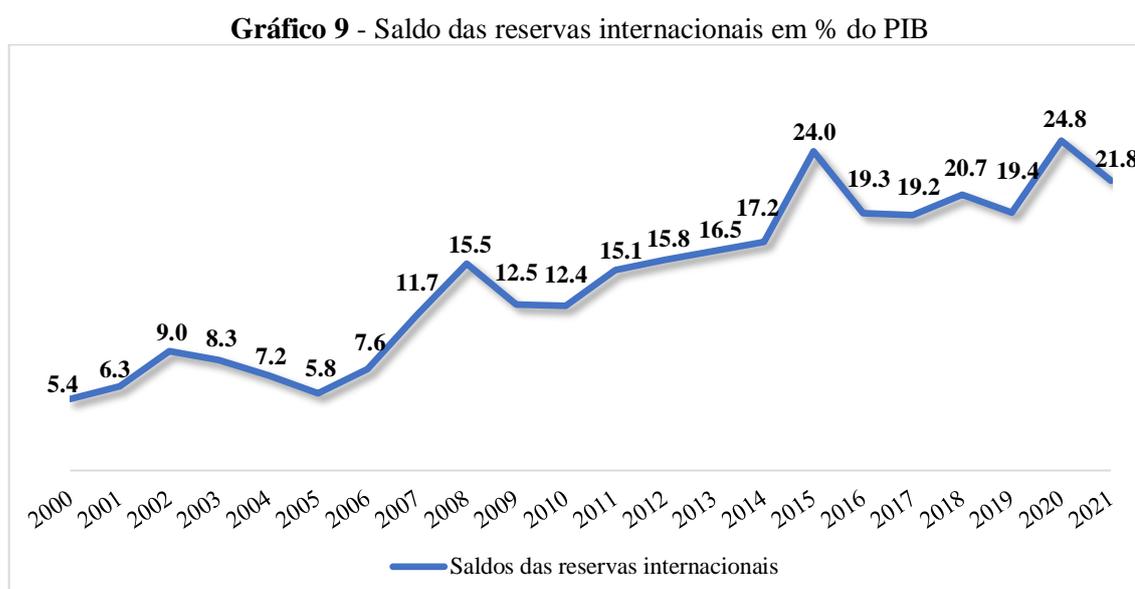
Como observado, para ajustar as condições de liquidez da economia, o BCB realiza operações de compra e venda de títulos no mercado secundário, com o compromisso de revenda e recompra. Os fatores monetários determinantes, conforme variações das operações compromissadas são: compulsório e acúmulo de reservas internacionais.

Quando o BCB utiliza a extensão das alíquotas dos compulsórios elevados, significa que parcela maior dos depósitos nos bancos é recolhida em espécie no BC, o que diminui a liquidez da economia. Como resultado, há menor necessidade de recorrer às compromissadas no esforço de controle da liquidez. A relação dos instrumentos compulsórios e das compromissadas são complementares, ambos utilizados na gestão da liquidez e andam em direções opostas: quando o compulsório aumenta diminui as operações compromissadas e vice-versa. Isso quer dizer que, quando diminui a alíquota dos compulsórios, conseqüentemente, aumenta a reserva dos bancos e também o uso de operações compromissadas para evitar que a taxa Selic seja afetada pelo excesso de reservas.

O aumento na oferta de reservas internacionais no mercado secundário leva o BCB a negociações de títulos federais para enxugá-las, isso porque expande a base monetária (reserva dos bancos) e obriga o recolhimento para evitar o excesso de liquidez no sistema financeiro, com alvo de sustentar a meta da Selic para o período. É notório que o principal fator determinante da evolução das operações compromissadas, destacam-se as aquisições de reservas internacionais e estabelece, por assim dizer, uma relação direta. Com isso, gera acúmulo de divisas cambiais no BC.

As reservas internacionais são os ativos do Brasil em moeda estrangeira e funcionam como uma espécie de seguro para o país fazer frente às suas obrigações no exterior e a choques de natureza externa, tais como crises cambiais e interrupções nos fluxos de capital para o país (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022, p. 1)

Demonstrado no gráfico (9), a seguir o impacto expansionista na aquisição das reservas internacionais, em relação à evolução das operações compromissadas observadas no gráfico anterior (gráfico 8).



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, notas econômico-financeiras, estatísticas fiscais.

Por fim, o endividamento externo é o terceiro componente com maior relevância na composição do endividamento público. Ao longo da história econômica do Brasil, não foi incomum o país recorrer a recursos externos para executar programas governamentais.

No gráfico (10), é observado um panorama da evolução da dívida externa brasileira, evidenciando o aumento após 2017. No entanto, não há um consenso na literatura para justificar esse aumento abrupto – e também não é o objetivo levantar esse debate – até aqui, é importante apenas a observar a magnitude da situação do Brasil com relação ao endividamento externo.

Gráfico 10 - Evolução da Dívida Externa em % do PIB

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, notas econômico-financeiras, estatísticas fiscais.

No âmbito mais geral sobre a composição da Dívida Bruta do Governo Geral, é observado forte concentração do passivo da dívida (70% de um total de 80%) em apenas dois componentes, ambos sob obrigações do governo federal: Dívida Pública Mobiliária Federal interna (61,66%); operações compromissadas do Banco Central (11,31%). Enquanto o primeiro item diz respeito ao instrumento financeiro para financiamento, do tipo: gastos com juros, política monetária entre outros; o segundo relaciona-se com o controle de liquidez do mercado que, dada a sua proporção, assumiu também o caráter de endividamento público.

No Brasil, as operações compromissadas são incluídas no cômputo da dívida pública. O uso como instrumento de política monetária revela sua natureza monetária e não fiscal. Os bancos centrais só aparecem no cálculo como credores, se mantiverem títulos públicos em sua carteira para fins de política monetária, caso operem com títulos apenas de sua própria emissão, serão desconsiderados até mesmo como credores.

Em síntese, segundo nota técnica divulgada pelo Banco Central do Brasil, os fatores condicionantes da evolução DBGG-BC/PIB no acumulado ao longo da série (2008 a 2021), os destaques foram para: o juro sobre o estoque que corroborou para elevar o indicador em 86,7 p.p.; a influência das variações cambiais e de outras variações patrimoniais que corresponderam a 4,2 p.p.; as emissões líquidas de dívida interna e externa corroboraram para elevação em 6,3 p.p; o efeito do crescimento nominal do PIB correspondeu para a diminuição de 69,4 p.p.; conforme demonstrados na tabela (9).

Tabela 4 - Fatores condicionantes da evolução da DBGG - dados acumulados (metodologia atual)

Ano	Estoque DBGG ^{1/}	Juros nominais	Emissões líquidas de dívida interna e externa					Reconhecimento de dívidas	Impacto de variações cambiais	Efeito do crescimento do PIB nominal	
			Total	Emissões para bancos oficiais	Resultado primário do Governo Geral	Demais operações financeiras do Governo Geral	Operações com reservas internacionais				Movimentações em depósitos compulsórios, resultado swap cambial e demais operações do BCB
2008	56,0	13,0	0,2	0,7	-6,6	-0,3	5,3	1,1	0,3	0,4	-13,4
2009	59,2	18,8	2,5	3,8	-8,5	-0,6	7,2	0,6	0,3	-0,7	-17,2
2010	51,8	24,4	-2,2	6,4	-11,1	-0,2	9,2	-6,4	0,4	-0,7	-25,6
2011	51,3	30,2	-3,1	7,4	-14,0	-0,7	11,1	-6,8	0,6	-0,5	-31,4
2012	53,7	35,3	-1,5	8,7	-16,2	-1,0	11,6	-4,6	0,7	-0,2	-36,1
2013	51,5	40,5	-4,0	9,3	-18,0	-1,3	11,2	-5,2	0,7	0,1	-41,3
2014	56,3	45,9	-1,0	10,3	-17,5	-1,1	11,5	-4,2	0,7	0,5	-45,3
2015	65,5	53,3	1,2	9,9	-15,7	-1,4	11,2	-2,8	0,8	2,0	-47,3
2016	69,8	61,5	0,9	7,9	-13,3	-1,4	11,8	-4,1	0,9	1,2	-50,2
2017	73,7	68,2	1,3	7,1	-11,6	-1,6	11,8	-4,4	1,0	1,2	-53,5
2018	75,3	74,0	0,9	5,2	-10,0	-2,0	11,5	-3,9	1,0	1,8	-57,9
2019	74,3	79,5	-1,8	3,3	-9,0	-2,1	9,6	-3,6	1,1	2,0	-62,0
2020	88,8	84,2	7,2	3,1	0,6	-1,6	8,1	-2,9	1,1	3,3	-62,4
2021	83,2	86,7	6,3	2,5	0,6	-1,3	7,9	-3,4	1,1	3,1	-69,4

Fonte: Banco Central do Brasil, tabelas especiais.

5.2.3 Juros da dívida pública: O caso brasileiro

O enfoque nesta seção é em relação ao custo fiscal da dívida pública brasileira. Como observado, no arcabouço conceitual da MMT, se a taxa de juros for inferior a taxa de crescimento, é estabelecida a condição de sustentabilidade da dívida pública (DOMAR, 1944). A taxa de juros no Brasil foi, até recentemente, uma das mais elevadas do mundo, levando ao debate quanto ao risco de “dominância fiscal³³” abordada no trabalho empírico elaborado por Blanchard (2004).

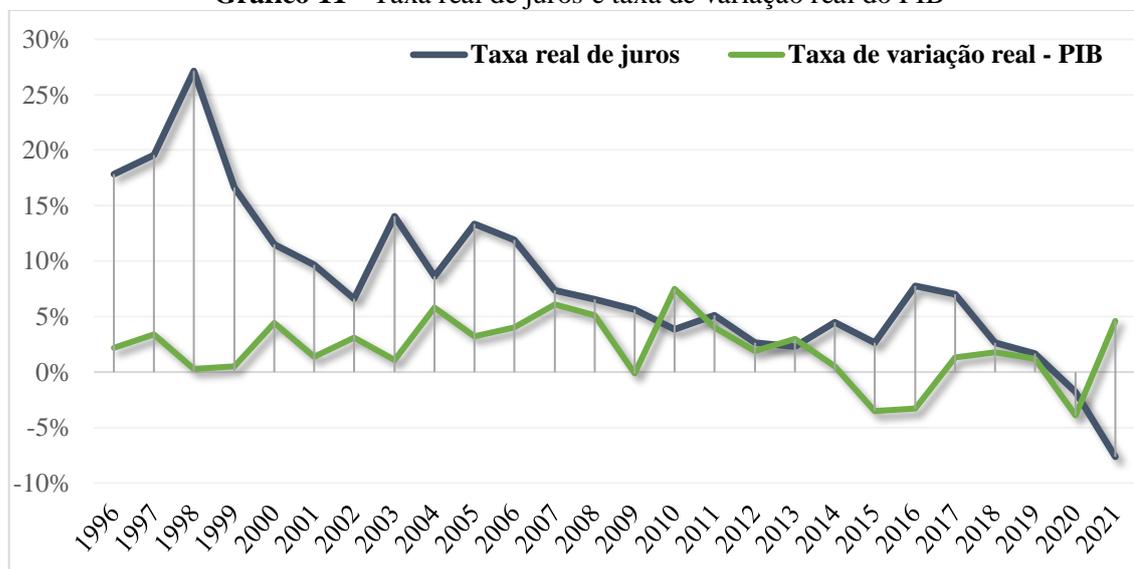
O modelo empírico apresentado por Blanchard (2004), para avaliar os efeitos gerais da política monetária, é crucial para compreender as implicações que ocorrem, haja vista um aumento na taxa de juros sem levar em consideração determinadas condições fiscais. Isso pode levar a economia a um efeito reverso ao esperado, como causar depreciação ao invés de apreciação. Um aumento na taxa real de juros em resposta a inflação mais elevada conduz a economia a efeitos ainda mais perversos sobre a inflação e, conseqüentemente, sobre a taxa de câmbio; assim como foi para o Brasil nos anos de 2002 e 2003 (BLANCHARD, 2004).

³³ Conceito apresentado inicialmente por Sargent e Wallace (1981), em que o regime de dominância fiscal é aquele onde a autoridade fiscal ativa gera superávit primário independente da necessidade de estabilização da relação dívida/PIB, e a autoridade monetária passiva perde o controle do nível de preços por ser forçada a gerar as receitas de senhoriação necessárias à solvência do governo (GADELHA; DIVINO, 2008).

É importante destacar que em economias monetariamente soberanas, o governo tem controle perfeito sobre a taxa de juros que paga sobre sua dívida, isso porque a remuneração da dívida pública ocorre através do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) criado pelo BC, que se tornou a taxa de referência para a economia. A taxa básica de juros, SELIC, é quem remunera as reservas bancárias e é determinada exclusivamente pelo BC, é utilizada como instrumento da política monetária “(...), isto é, se o juro for fixado pelo Banco Central e puder ser sempre inferior à taxa de crescimento, a dívida efetivamente nunca terá custo fiscal (...)” (RESENDE, 2019, p. 3).

O indicador da taxa real de juros é balizado pelo piso determinado pela taxa básica, logo: (...) *rate is constructed by subtracting forecast inflation from the Selic rate* (...) (BLANCHARD, 2004, p. 33). Como observado no gráfico (11), no caso do Brasil, a taxa real de juros esteve consistentemente acima da taxa de crescimento. É observado que, ao longo da série analisada, a taxa real dos juros esteve acima da taxa de crescimento, salvo pelos anos (2010, 2013 e 2021), ou seja, em uma série de 26 anos, apenas em três destes a taxa de crescimento esteve acima da taxa de juros, porém, sem descolar muito.

Gráfico 11 - Taxa real de juros e taxa de variação real do PIB



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) e do Sistema IBGE de Recuperação Automática (SIDRA).

Portanto, é constatado que as taxas de juros mais altas têm sido mais a regra do que a exceção no Brasil. Esses dados impactam o custo fiscal da dívida, se o déficit público é sustentável, ou se levará a um crescimento explosivo da dívida.

Fixar a taxa de juros acima da taxa de crescimento de longo prazo para controlar a inflação é um grave equívoco. Se demanda agregada estiver pressionando excessivamente a capacidade instalada, ao contrário do consenso estabelecido, não se deve acionar a política monetária, mas sim a política fiscal. Se a inflação persiste, apesar da capacidade ociosa e do desemprego, o problema está nas expectativas, que como hoje se sabe, quando bem ancoradas, são muito mais estáveis e insensíveis à demanda agregada do que se supunha (RESENDE, 2019, p. 18).

Quando fixada a taxa real de juros acima da taxa de crescimento, a dívida se torna fiscalmente onerosa e ocasiona consequências para a economia, ao acarretar aumento na proporção da dívida em relação ao PIB, que cresce o suficiente para causar aumentos nos pagamentos de juros (GALBRAITH, 2011). Ao fazer isso, o Banco Central do Brasil, além de comprometer a sustentabilidade da dívida, provoca a redução do investimento e uma queda de bem-estar (RESENDE, 2019).

5.2.4 Taxa de desemprego

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) define a taxa de desemprego harmonizada pelo número de desempregados como percentagem da força de trabalho (a força de trabalho soma o número total de pessoas empregadas mais desempregadas). Conforme definido pela Organização Internacional do Trabalho, trabalhadores desempregados são aqueles que atualmente não estão trabalhando, mas desejam e podem trabalhar por remunerações disponíveis e que buscaram trabalho ativamente. Com base nessa definição, foi coletada a taxa de desemprego no Brasil disponibilizada no Fundo Monetário Internacional (FMI), na publicação *World Economic Outlook Database, April 2021*, para demonstrar sua evolução.

Gráfico 12 - Série histórica da taxa de desemprego do Brasil (%)

Fonte: Elaboração própria com informações do Fundo Monetário Internacional (FMI), *World Economic Outlook Database*, April 2021.

É observado que o percentual de desempregados no Brasil apresenta instabilidade, mas que nos últimos anos a tendência é de crescimento. O desemprego tem diversas causas e explicações para justificá-lo, parece não haver uma única abordagem, em linhas gerais, no Brasil, está relacionado a fatores estruturais, conjunturais e sazonais. A literatura especializada na temática do desemprego aponta as mudanças no mercado de trabalho, estando associados à globalização e à reestruturação produtiva, esses fatores colocam desafios à sociedade capitalista na área da gestão econômica, principalmente para os países em desenvolvimento (FURTADO, 2013).

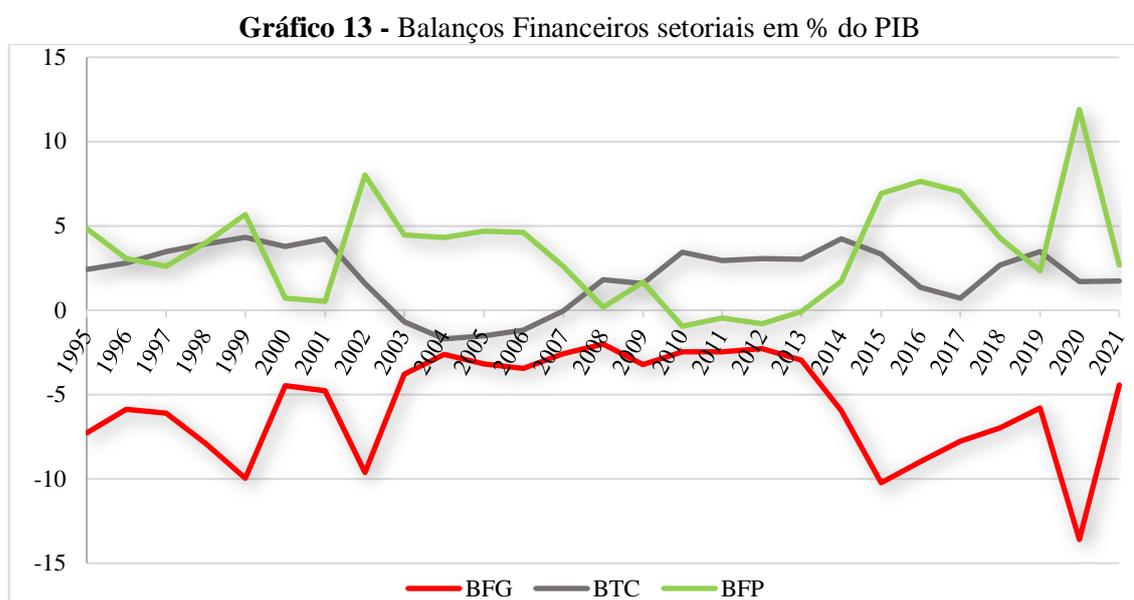
Portanto, até o momento, foi apresentado o funcionamento do sistema econômico brasileiro, inicialmente ao descrever o regime de política macroeconômica vigente no Brasil e em seguida ao demonstrar o comportamento de variáveis descritivas, sumarizadas de maneira direta, preocupando-se menos em justificar as variações ano a ano e focando mais em demonstrar/apresentar os indicadores que estão atrelados quanto ao funcionamento de um sistema econômico de um país monetariamente soberano, sujeito ao arcabouço teórico da MMT. Em auxílio para fundamentar nas próximas seções das especificidades que permitem discutir acerca da aplicabilidade ou não da Teoria Monetária Moderna na economia brasileira.

5.3 A ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DA PERSPECTIVA METODOLÓGICA DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA

O objetivo desta seção é analisar o funcionamento da economia brasileira a partir da perspectiva da MMT, associando a metodologia descritiva da teoria abordada (no capítulo 1), com a estatística descritiva a partir do conjunto de dados e informações do Brasil. O primeiro aspecto importante a ser apresentado é (5.3.1) Balanços Financeiros Setoriais, ao explicitar como funciona na esfera contábil a economia brasileira pela ótica da MMT. Em seguida, será analisada a (5.3.2) Aplicabilidade ou não da MMT na economia brasileira, a partir de suas especificidades, descrevendo sua natureza teórica e o *modus operandi* dessa economia.

5.3.1 Balanços financeiros setoriais

Com base no modelo metodológico apresentado na seção (3), segue a discussão analítica quanto aos BFS.



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa, Finanças Públicas e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA).

O gráfico (13) demonstra os saldos financeiros para todos os setores da economia brasileira e algumas observações gerais devem ser feitas:

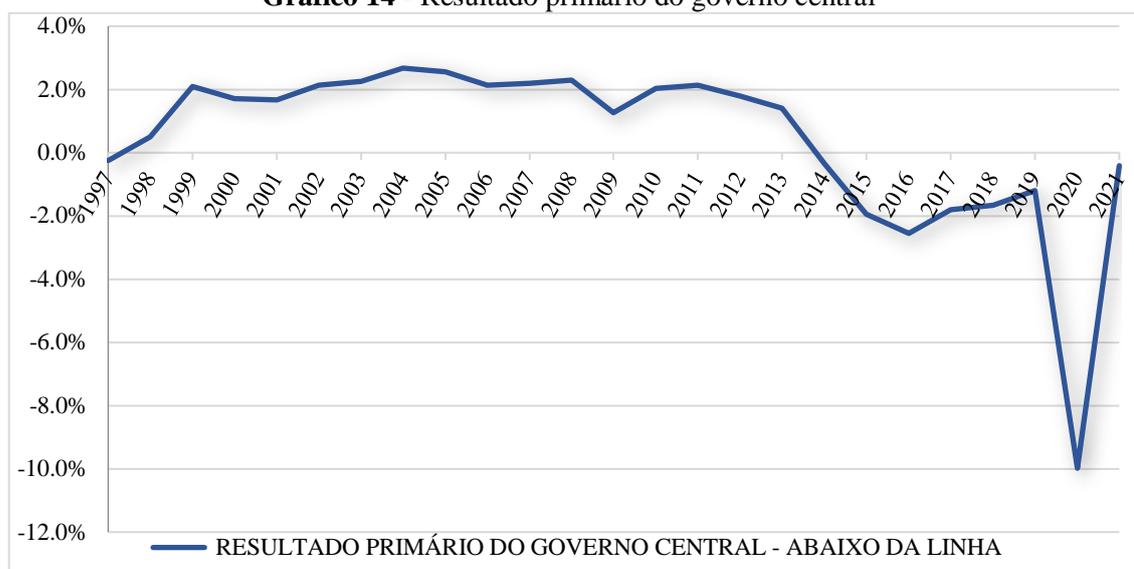
- Ao longo dos 26 anos da amostra, em nenhum deles o saldo do governo foi positivo;

- Nesse mesmo período, apenas em quatro anos (entre os anos de 2003 e 2007) ocorreu superávit nas transações correntes, ocasionando perda real para a economia brasileira, segundo perspectiva da MMT;
- O Balanço Financeiro Doméstico demonstrou superávit em quase todo o período, com exceção de quatro anos (entre os anos de 2010 e 2013);
- A crise econômica brasileira ocorrida em 2015 se seguiu após os quatro anos de déficit financeiro do setor privado (entre os anos de 2010 e 2013).

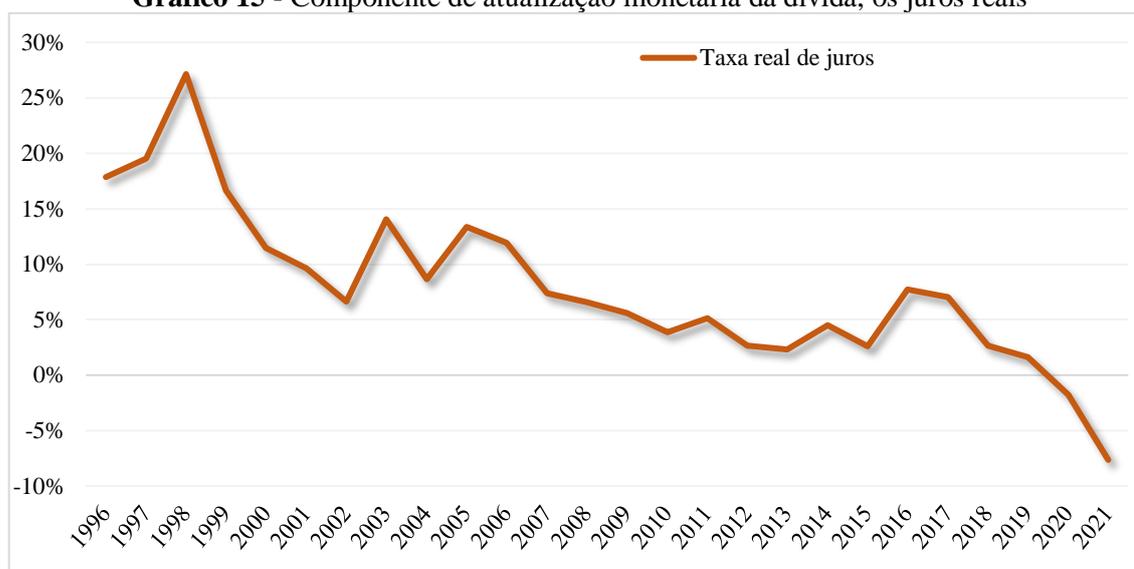
Cabe destacar que a necessidade de financiamento do setor público no seu conceito nominal abrange o resultado fiscal primário e o componente de atualização monetária da dívida, os juros reais, ambos influenciam na intensidade BFG. É possível interpretar a partir dos comportamentos observados no gráfico (13) que quando o governo apresenta resultado primário superavitário o setor privado absorve recursos do setor externo, quando não consegue o setor privado torna-se deficitário, esse comportamento é observado entre os anos de 2010-2013.

Quando o resultado primário do setor público é deficitário em média de -2,5% para o período de 2014-2021, significa que houve na economia uma maior necessidade de o governo participar com recursos se distanciando do eixo zero. Com essa análise, fica explícito que – sendo o setor do governo deficitário – o setor não governamental absorve esses recursos. Se tomarmos como exemplo o resultado do ano 2020 (ano em que o governo apresentou maior déficit ao longo da série), com valor de -13,6%, o setor privado apresentou superávit de 11,91% e o setor externo 1,69%. Demonstrando que, quando um setor é deficitário, pelo menos um dos outros setores devem ser superavitário.

Segue demonstração gráfica desagregando o resultado fiscal primário dos juros reais pago sobre a dívida pública.

Gráfico 14 - Resultado primário do governo central³⁴

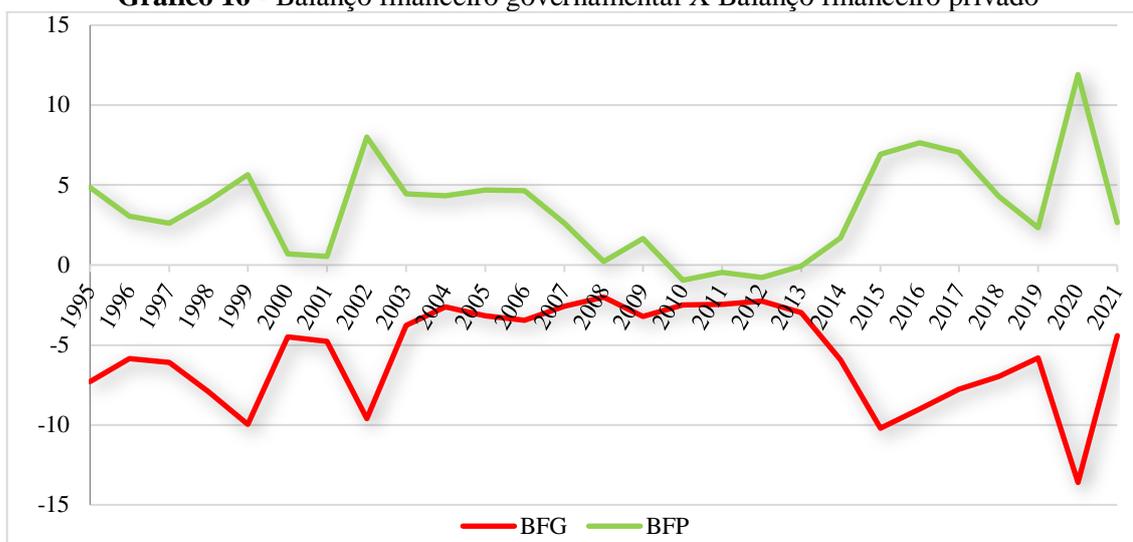
Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil.

Gráfico 15 - Componente de atualização monetária da dívida, os juros reais

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil.

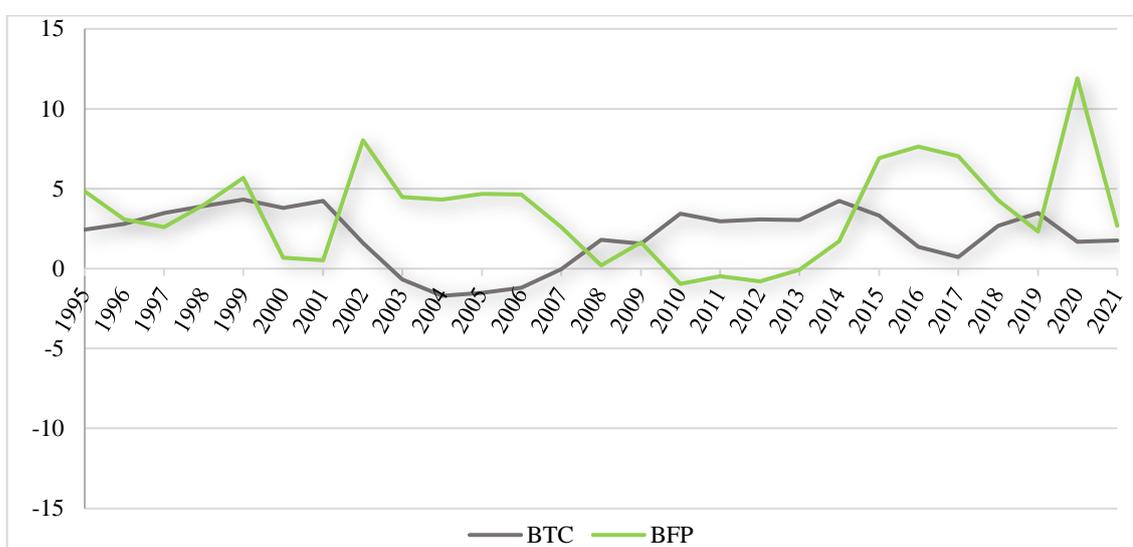
É observado como a abordagem dos balanços setoriais expõe de forma clara a relação entre os setores da economia, principalmente ao demonstrar de forma explícita a relação entre setor público e privado, um é basicamente espelho do outro, ou seja, quanto maior o déficit fiscal do governo, maior o superávit financeiro doméstico e vice-versa. É evidenciado que, ao longo da série, o superávit financeiro do setor doméstico é praticamente o reverso do resultado público, segue gráfico (15) com essa demonstração.

³⁴ Ver detalhamento da série no anexo B.

Gráfico 16 - Balanço financeiro governamental X Balanço financeiro privado

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa, Finanças Públicas e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA).

Para os anos em que houve superávits públicos (até 2013), percebe-se que há uma maior interação na economia, do setor privado com o externo. Entre os anos de 2003-2007 o setor externo esteve em déficit com a economia brasileira, isso significa que o setor privado obteve maiores recursos do exterior. Continuando o governo com superávits públicos, entre os anos de 2008 e 2013, neste período os agentes do exterior estão absorvendo recursos da economia brasileira advindos do setor privado, tornando-o deficitário. Segue demonstração gráfica do setor privado e externo.

Gráfico 17 - Balanço das transações correntes (BTC) X Balanço financeiro privado (BFP)

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa, Finanças Públicas e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA).

A política vigente no Brasil – baseada no tripé macroeconômico, constituído por austeridade fiscal, câmbio flutuante e metas de inflação – não prioriza as necessidades da maioria da população brasileira. Em ocorrência de desaceleração da economia, a recomendação é corte de gastos públicos, incluindo os sociais, em prol de obter superávit primário para pagar os juros da dívida pública. Pagamentos estes que beneficiam apenas os rentistas, mesmo que a narrativa do *mainstream* seja da “contração fiscal expansionista”.

A argumentação abordada nesta subseção entra em contraste com um dos temas que concentra muita atenção dos economistas, políticos e até mesmo na sociedade em geral nos últimos anos: finanças públicas (ajuste fiscal). Esse tema não é destaque apenas recentemente, desde o plano real vem atraindo ênfase por acreditarem, em linhas gerais, que o equilíbrio fiscal era condição *sine qua non* para obter êxito em um plano de estabilização (GIAMBIAGI, 1997).

Desde então, foram surgindo trabalhos com discursões dos fatores que poderiam levar a uma redução do déficit público, a título de exemplo o, já citado, artigo de Fábio Giambiagi, cujo título é: “Necessidades de financiamento do setor público 1991/1996: bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil” publicado no ano de 1997. O contraste explícito é que, com a abordagem dos Balanços Financeiros Setoriais, é demonstrado que diminuir o déficit governamental é prejudicial para o setor privado (a sociedade em geral), por razões contábeis e independentemente das diferentes abordagens teóricas.

Ler o funcionamento da economia brasileira sob a perspectiva da interação macroeconômica dos balanços setoriais torna explícito que um setor não pode incorrer em déficit se nenhum dos demais setores obtiver superávit. Essa é uma fundamentação lógica da contabilidade macroeconômica, da qual nenhuma economia pode desviar-se. Sendo assim, está comprovado que os déficits públicos da economia brasileira criam rendas e ativos financeiros para o setor não governamental (privado e externo), trata-se de uma identidade verdadeira por definição e comprovada para o Brasil. É incontestável a aceitação da aplicabilidade do ponto de vista contábil frente ao resultado demonstrado dos balanços financeiros, mas não necessariamente, sua aplicação em termos de orientação de políticas macroeconômicas, daí o caráter da controvérsia.

Em síntese, o que defende a teoria convencional “*mainstream*” é a necessidade de conter a capacidade financeira do governo, sob ameaça de provocar uma crise fiscal e conduzir a economia ao colapso. É quanto essa restrição governamental que André Lara Resende vem afirmando, segue passagem:

A ordenação da realidade pela teoria econômica, especialmente em relação às questões monetárias, esteve sempre associada à necessidade de restringir o poder do Estado e de seus ocupantes. Com os clássicos, a partir do século XVII, o discurso dos economistas procurava restringir o poder da aristocracia e valorizar a burguesia nascente. Desde o início do século XX, mimetizando cada vez mais o método e a linguagem matemática das ciências naturais, a macroeconomia continuou a cumprir o papel de impor limites ao poder do Estado e de seus ocupantes. Nas sociedades contemporâneas, a teoria monetária hegemônica é um arcabouço conceitual cujo objetivo é restringir e direcionar o poder do Estado, agora em benefício do capitalismo financeiro (RESENDE, 2022, p. 3).

O que fica evidente sob a perspectiva dos registros contábeis expostos pelos proponentes da MMT é que se o governo reduzir seu déficit deixará de fornecer ao setor não governamental ativo financeiro líquido.

5.3.2 Controvérsia quanto à aplicabilidade ou não da MMT na economia brasileira, a partir de suas especificidades

Os balanços dos setores econômicos têm um papel fundamental no quadro analítico da MMT. Conforme observado, é uma identidade com soma dos fluxos de gastos e receitas das unidades econômicas e, desse modo, é uma relação verdadeira por definição, aplicável a todas as economias. Na seção anterior, foi demonstrada a aplicação da abordagem das setoriais para a economia brasileira. Mas a MMT é aplicável em termos de orientação da política macroeconômica no Brasil? É quanto ao caráter controverso desta indagação que trataremos agora.

Os proponentes da MMT sustentam que sua teoria pode ser aplicada a todas as nações que emitem sua própria moeda – independentemente do seu grau de desenvolvimento, desde que essa moeda seja demandada por imposições de obrigações tributárias. Partindo desse princípio básico da MMT e considerando todo o seu arcabouço teórico, é necessário lançar luz e observar algumas variáveis importantes a serem consideradas quanto à aplicabilidade da MMT no Brasil.

A ideia central da MMT é a de que um país que emite moeda soberana não apresenta restrições financeiras, ou seja, não pode ser insolvente em sua própria moeda, como foi discutido no capítulo 1 na abordagem cartalista. Deos *et al.* (2021) observa que:

MMT supporters understand that a currency is sovereign when: i) government has the monopoly of money issuance that is the prevailing unit of account, i.e., it has legal tender; ii) it is fiat money or, in other words, there is nothing backing it, like metal or even a foreign currency; iii) the public debt is issued in the domestic

currency; iv) the exchange rate regime is a floating one. If a country meets these conditions, it issues sovereign currency (DEOS et al., 2021, p. 319).

Através da Constituição Federal de 1988, o estado detém o monopólio da emissão e controle da moeda válida dentro da soberania do país. A organização e distribuição do poder estatal brasileiro é de forma federalista, o Art. 21 – do capítulo VII da constituição – define a responsabilidade exclusiva da União para emissão de moeda, e para o congresso nacional a atribuição de dispor sobre assuntos da moeda, como os limites de emissão e montante da dívida mobiliária federal. O Banco Central do Brasil é o órgão que possui a função de emissão de moeda regida pela redação do Art. 164.

A moeda doméstica oficial do Brasil é o real, desde primeiro de julho de 1994, após sucessivas trocas monetárias, e por isso, constitui-se como uma moeda estável para o país. No percurso da história brasileira³⁵, a forma da moeda alterou algumas vezes, dentre as quais atualmente é chamada de moeda fiduciária. Essa não possui lastro em metal, como ouro ou prata, por isso, não tem valor intrínseco. Ainda que não tenha valor algum em si mesmo, seu valor é mantido e atribuído pela confiança de todos os usuários na estabilidade e manutenção pelo Banco Central do Brasil.

Tendo o Estado definido a sua unidade de conta como o principal objeto aceito para pagamento de impostos e por diversas obrigações monetárias contratadas, logo, os credores do governo precisam produzir bens e serviços e vendê-los para adquirir o instrumento reconhecido pelo Estado para, assim, liquidar suas obrigações fiscais. Esse mecanismo implica na aceitabilidade da moeda, comprovada com a dominância na emissão da dívida pública em divisas nacionais.

Com relação à dívida do governo federal, realizou-se a análise sob a ótica de um dos conceitos avaliados como principal indicador que expressa o desempenho fiscal do governo brasileiro, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG-BC). Percebe-se que, como demonstrado na tabela 5 do capítulo 3 desta dissertação, há ampla predominância da dívida interna, ou seja, aproximadamente 90% da dívida federal total é interna e pode ser paga na moeda nacional. A dívida externa gira entorno de 10% paga em moeda estrangeira.

Logo, atende ao terceiro requisito básico listado por Simone Deos *et al.* (2021), em que a dívida pública seja emitida em moeda nacional. Por último, um dos pilares do regime de política econômica vigente no Brasil é a adoção do cambial flutuante. Apesar de no sistema

³⁵ Várias mercadorias já serviram como moeda no Brasil. São as chamadas moedas-mercadorias. A longa lista deste tipo ou desta forma física da moeda inclui o boi, a ovelha e o cavalo, conchas e pedras, sal, coco, fumo e chá, pregos e ferramentas (SILVEIRA, 1974).

financeiro global o real estar sofrendo desvalorização acentuada em relação ao dólar. O câmbio flutuante estabelece maior independência da política econômica doméstica, subsidiando margens de manobras possíveis para as políticas serem maximizadas em países soberanos que não se comprometem em converter sua moeda a uma taxa de câmbio fixa para os que adotam câmbio flutuante ou até mesmo flutuante administrados (WRAY, 2015).

Ainda segundo Simone Deos *et al.* (2021), se o país atender aos requisitos básicos mencionados anteriormente, é classificado como sendo emissor de moeda soberana. É percebido que parte importante da literatura da MMT aplica-se a países com maior grau de soberania monetária, principalmente emissor da moeda de reserva internacional.

Outro ponto central da MMT está dentro da lógica de funcionamento de economias monetariamente soberanas. A proposta descrita no arcabouço da MMT, quanto à consolidação do Tesouro com o Banco Central, representando o setor governamental e, por isso, compreende que a fusão dessas duas entidades pode ser feita sem perder a lógica geral do funcionamento monetário dos governos soberanos. No caso do Brasil, o que impede uma interação direta – ou consolidação em um único setor (setor governamental) – é a restrição política auto imposta, por meio de mecanismos adotados nesta economia que impossibilita não só a operacionalização direta entre esses dois órgãos público, mas também restrições fiscais que limitam a expansão dos gastos públicos.

Na impossibilidade de uma relação direta entre BC e TN, o que acontece atualmente é que o BC atua no mercado Selic por meio das operações compromissadas, enquanto o TN nacional emite sua dívida no mercado primário, aparentemente sem nenhuma coordenação ou relação com as atividades do BC. Portanto, enquanto as vendas do BC, no mercado Selic, são efetuadas em qualquer dia, realizando assim grande parte das vendas totais, as vendas de títulos por parte do TN são realizadas em leilões com data e hora marcadas, sendo suas vendas efetuadas a curto, médio ou longo prazo, a depender do tipo de título que está sendo negociado³⁶.

A crítica feita de tempos em tempos, por economistas, e que destoa da análise realizada por Wray (2003), é que a compra direta de títulos públicos, por parte do BC ao TN, possibilitaria um processo inflacionário, já que o déficit público estaria sendo “monetizado”. Ou seja, o governo estaria emitindo moeda para financiar seus gastos públicos³⁷. No Art. 164,

³⁶ Ver: <<https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:2:::2>>

³⁷ Wray (2003) destaca que a emissão de moeda por parte do governo já acontece quando ele expande sua base monetária, ou seja, sempre que o governo gasta, ele assim o faz emitindo moeda.

da Constituição brasileira de 1988, é o que impede que o BC troque crédito (dinheiro) por títulos (dívida) com o TN – restrição auto imposta politicamente e não de natureza econômica.

Dado a memória hiper inflacionária da economia brasileira e seus sucessivos planos de estabilização econômica – desde meados dos anos de 1980 até o atual plano real – os gastos públicos sempre foram vistos como o vilão desse fenômeno, tendo que ser anulado a todo custo, tal fato abriu espaço para a criação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) complementada, posteriormente pela emenda constitucional 95/2016 do teto dos gastos públicos, que engessou e engessa o Estado no tocante ao crescimento das despesas do governo federal – (vale destacar que é outra restrição auto imposta).

É válido ressaltar que o instrumento de financiamento de dívida pública por meio de “emissão monetária” já é utilizado largamente pelos bancos centrais dos países desenvolvidos, e já está comprovado que, ao contrário do imaginário dos economistas, não promove explosão da inflação, dado que esse instrumento é contábil, limitado ao balanço dos bancos centrais, não extravasando para a economia real.

Segundo fluxo monetário da MMT, a consolidação do Tesouro com o Banco Central pode ser feita sem perda do entendimento geral do funcionamento monetário dos governos soberanos. Em hipótese, o BC poderia atuar numa relação direta e transparente com o TN, tornando uma só entidade governamental, promovendo a liquidez necessária para que o órgão pudesse se financiar, sem a necessidade de se sujeitar aos ditames do mercado financeiro, podendo, inclusive, suavizar no longo prazo, a curva longa dos juros e reduzir seu próprio endividamento, já que seria um órgão público emprestando para outro órgão público.

A proposta para com que a economia alcance a sustentabilidade da dívida, advindo dos proponentes da MMT, é o pressuposto estabelecido com que o governo reduza a taxa de juros que paga abaixo da taxa de crescimento da renda nacional, o PIB. Conforme observado na estatística descritiva do capítulo 3 desta dissertação, a taxa real de juros da dívida pública brasileira está acima da taxa de crescimento econômico. Assim sendo, esse é o principal fator condicionante ao aumento na proporção da dívida em relação ao PIB, que cresce o suficiente para causar aumentos nos pagamentos de juros. É importante destacar que em economias monetariamente soberanas, o governo tem controle perfeito sobre a taxa de juros que paga sobre sua dívida e no Brasil não é diferente, o Copom define a meta da taxa Selic e o BCB operacionaliza para mantê-la.

A abordagem de finanças funcionais, o argumento central desse pilar é que o governo deve sempre tomar decisões de gastos quando os níveis de renda e emprego são baixos, ou seja, os gastos do governo devem ser compatíveis com o pleno emprego. O resultado do

caminho percorrido no arcabouço teórico da MMT é prescrever políticas públicas para evitar instabilidade financeira e garantir o pleno emprego. Garantir por meio de uma política de empregador de última instância com taxa de desemprego zero.

Observado que, no Brasil, a tendência cíclica nos últimos anos (2016-2021) é reviver as altas taxas de desemprego do final dos anos 90. Portanto, de acordo com Wray (2003), o governo que emite sua própria moeda tem espaço fiscal e monetário para gastar o suficiente para levar a economia ao pleno emprego.

A Teoria Monetária Moderna é descritiva e até então não explicita na forma de um modelo (teórico-matemático) as implicações dos seus pressupostos (PALLEY, 2014). Por esse motivo a análise desta subseção foi sobre a perspectiva analítica, descritiva e teórica.

Em síntese, para analisar a aplicabilidade da MMT na economia brasileira, foi aplicada a metodologia dos BFS com a interpretação dos resultados da interação entre os setores econômicos, para comprovar o fundamento da contabilidade macroeconômica pressuposto na teoria, déficit de um setor econômico é igual ao superávit em outro. Essa é uma premissa aplicável a todas as economias e ponto de partida analítica no debate envolvendo a MMT.

Em seguida, foi lançado luz sobre as especificidades do Brasil, primeiro ao classificar o país como sendo emissor de moeda soberana, atendendo aos requisitos básicos listados por Deos *et al.* (2021), professora e pesquisadora da Unicamp atuante como defensora das ideias da MMT. Em seguida, ao analisar o funcionamento do circuito monetário de economias soberanas, ao descrever a condução da política fiscal, a forma como o Estado toma decisões de gastos. Explicitar que o papel do Banco Central vai além da fixação da taxa básica de juros, incorporando também a tarefa permanente de regular o sistema financeiro para reduzir a instabilidade. Ao concluir que, no caso da economia brasileira, as limitações de uma interação direta entre o BC e o TN são auto impostas, de natureza política e, por isso, são expressas na forma de normas jurídicas.

A MMT desconstrói a ideia de que o Estado tem restrições financeiras como as enfrentadas por outros agentes econômicos. Reconecta a macroeconomia com a principal preocupação: o desemprego. Explicitando que os gastos do governo devem ser compatíveis com o pleno emprego. Nesse sentido, a restrição enfrentada está na disponibilidade de recursos reais (bens, serviços e principalmente mão-de-obra), não financeiros (ou fiscais). Para países em desenvolvimento é importante considerar que possuem menores graus de liberdade no tipo de políticas macroeconômicas que podem adotar, esses foram aspectos críticos apontados por economistas heterodoxos.

Países em desenvolvimento que possuem moeda soberana, apesar de atenderem aos requisitos acima, têm menor grau de liberdade no tipo de políticas macroeconômicas que podem adotar, limitações essas que levam autores como Daniela Prates (2017), Vergnhanini e De Conti (2018), Vernengo e Caldentey (2019), Bruno Bonizzi, Annina Kaltenbrunner e Jo Michell (2019) argumentam ser controversa a aplicabilidade da MMT nesses países.

Por fim, cabe ressaltar que a MMT permite observar sob a perspectiva do real funcionamento de economias monetariamente soberanas, mas não significa afirmar que as orientações de políticas macroeconômicas não estejam sujeitas a controvérsias. Conforme visto no capítulo 2 deste trabalho dissertativo, a principal limitação apontada às economias de países em desenvolvimento está associada a não conversibilidade internacional das moedas. Seus críticos supracitados relacionam a não aplicabilidade pelo fato do arcabouço teórico da MMT não levar em consideração a dinâmica desigual do sistema monetário e financeiro internacional e que, por isso, segundo essa literatura crítica os países periféricos/em desenvolvimento estão sujeitos às dinâmicas derivadas desse contexto internacional. Dado essa limitação aos países em desenvolvimento, quando for analisado a aplicabilidade deve-se levar em consideração não só a perspectiva fiscal, mas também as orientações de políticas macroeconômicas considerando as implicações do sistema monetário e financeiro internacional.

Em síntese, quanto à aplicabilidade ou não da MMT no Brasil, obtêm-se as seguintes conclusões: i) do ponto de vista contábil, não só se aplica como desconstrói a narrativa do *mainstream* em relação ao déficit público além de explicitar as transferências da riqueza gerada no país; ii) Na perspectiva da MMT é ser aplicada em um país como o Brasil, mas há uma série de restrições que são políticas (auto impostas) e não de natureza econômica; e iii) As restrições são bem maiores que as apresentadas pela MMT quando se leva em consideração que nos países em desenvolvimento, mesmo tendo moeda soberana, como é o caso do Brasil, a credibilidade da moeda desempenha um papel crucial em razão do país não possuir uma moeda conversível. Ou seja, mesmo com grande parte da dívida em moeda nacional, o país está sujeito à fuga de capitais e choques inflacionários provocados por forte desvalorização cambial, a partir da monetização da dívida. Todas essas restrições deixam fulgente que sua aplicação em um país em desenvolvimento como o Brasil é bastante desafiadora, desse fato emergem tantas controvérsias.

CONCLUSÃO

Países em desenvolvimento apresentam determinados desafios quanto à aplicabilidade da MMT, a principal limitação apontada pela literatura pós-keynesiana está associada a não conversibilidade internacional das moedas, esse fator limitariam o alcance de alguns objetivos específicos, mesmo para aqueles países com moeda soberana. São esses fatores que autores como Daniela Prates (2017), Vergnhanini e De Conti (2018), Vernengo e Caldentey (2019), Bruno Bonizzi, Annina Kaltenbrunner e Jo Michell (2019) argumentam controvérsias quanto a aplicabilidade nesses países.

Ainda assim, a narrativa construída no arcabouço teórico da Teoria Monetária Moderna traz contribuições. Ao deslocar o enfoque das preocupações no debate relacionado aos aspectos financeiros, por exemplo, razão dívida/PIB, as especulações sem fim sobre os limites da dívida pública: se 80% ou 60% do PIB é perigoso para economias emergentes. Visto que, após ultrapassar esses limites, o governo se encontraria em dificuldades crescentes para gastar, uma vez que será incapaz de obter dinheiro nos mercados de títulos públicos. A MMT fomenta o debate para o foco em recursos reais, sobre a função do gasto público, da tributação, ao avaliar o papel do governo em relação ao setor não governamental.

Outra ideia central é não interpretar a função dos bancos comerciais como sendo essas pequenas instituições implacáveis que se sentam e aguardam por depósitos de modo que possam emprestá-los. A MMT permite uma visão mais instruída sobre o que são reservas bancárias, e sua função no mercado de empréstimos interbancários. A compreensão clara de como os bancos operam e toda suas contribuições ajudam a eliminar a ilusão do conceito do modo de pensar da economia *mainstream* sobre a teoria quantitativa da moeda e os multiplicadores monetários.

Desconstrói o tipo padrão das principais reações que acionam o bicho-papão da inflação ao demonstrar que não são mais tão facilmente ativados, pois deixa explícito que a moeda em sentido amplo não é particularmente impulsionada por expansão das reservas.

No debate econômico não é coerente argumentar que economias soberanas possam ficar sem sua própria moeda: ser insolventes, sem antes levar em consideração os pressupostos da MMT. Os governos soberanos têm a capacidade de financiar programas de bem-estar social ou promover emprego para os desempregados, isso levando em consideração as limitações específicas de cada país.

A abordagem dos balanços setoriais de Wynne Godley contribui com a contabilidade macroeconômica, narra uma história coerente sobre quais são as implicações dos governos soberanos que gastam mais do que as receitas tributárias. Apresenta sob uma perspectiva contábil que quando ocorre déficit público implica em superávit privado, permitindo assim, que o setor privado acumule ativos financeiros líquidos. Explicita a ideia de que os superávits orçamentários governamentais prejudicam a economia como um todo, e essa discussão precisa estar em dominância no debate econômico brasileiro. Isso não quer dizer que a MMT faz defesa de um Estado perdulário, o que é destacado pelos seus proponentes é que o medo de gastos deficitários é irracional e não deve ser uma limitação para promover qualidade de vida da sociedade e levá-la ao pleno emprego.

Há muita discussão e controvérsia nessa temática da aplicabilidade da teoria em países em desenvolvimento e que precisa ser melhor analisada, visto que há questões que devem ser levadas em consideração – proposta de pesquisa para doutorado – conforme avanços na literatura a cerca dessa temática. No entanto, o que essa dissertação permitiu com esse exercício quanto à aplicabilidade ou não da MMT em economias em desenvolvimento como a brasileira foi ao demonstrar uma visão mais instruída sob a ótica da teoria para as contas públicas que se diferencia dessa narrativa do gasto fiscal e equilíbrio fiscal e da abordagem do orçamento funcional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABEL, A. B. *et al.* Assessing dynamic efficiency: Theory and evidence. **The Review of Economic Studies**, v. 56, n. 1, p. 1–19, 1989.

ABREU, M. DE P. *et al.* **A Ordem do Progresso**: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989. Rio de Janeiro: Editora Campus Ltda, 2014.

ALVES, A. D. **Política fiscal e indicadores de dívida pública**: o caso brasileiro entre 2006 e 2015. São Paulo: Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, 2018.

ARMSTRONG, P. An MMT perspective on macroeconomic policy space. **Real-world economics review**, p. 32, 2019.

ATHAYDE, D. R.; VIANNA, A. C. Dívida pública brasileira: uma análise comparativa dos três principais indicadores de esforço fiscal do governo. **Nova Economia**, v. 25, p. 403–420, ago. 2015.

BAUMANN, Renato. **Texto para Discussão 2235 - As Economias Emergentes e o Cenário Internacional**. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=28761> Acesso em: 31 maio. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas econômico-financeiras**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/notaseconomicofinanceiras>>. Acesso em: 14 fev. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas fiscais**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>>. Acesso em: 17 abr. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/notastecnicas/06092018>>. Acesso em: 10 abr. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Metas para a inflação**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>>. Acesso em: 21 maio. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das metas para a inflação**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>>. Acesso em: 21 maio. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das metas para a inflação**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2001-2000-1999.pdf>. Acesso em: 21 maio. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das metas para a inflação**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2002.pdf>. Acesso em: 21 maio. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das metas para a inflação**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2003.pdf>. Acesso em: 21 maio. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das metas para a inflação**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2015.pdf>. Acesso em: 21 maio. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das metas para a inflação**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2017.pdf>. Acesso em: 21 maio. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das metas para a inflação**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/OF_CIO_823_2022_BCB_SECRE_01.pdf>. Acesso em: 21 maio. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Reservas internacionais**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/reservasinternacionais>>. Acesso em: 23 jun. 2022.

BARRO, R. J. Are Government Bonds Net Wealth? **Journal of Political Economy**, v. 82, n. 6, p. 1095–1117, 1974.

BELL, S. A. (2001). **The Role of the State and the Hierarchy of Money**. Cambridge Journal of Economics, 25 (2): 149-163.

BELL, S. Do taxes and bonds finance government spending? **Journal of economic issues**, v. 34, n. 3, p. 603–620, 2000.

BERNANKE, B. S. *et al.* **Inflation targeting: lessons from the international experience**. Princeton: University Press, 2018.

BONIZZZI, B.; KALTENBRUNNER, A.; MICHELL, J. Monetary sovereignty is a spectrum: modern monetary theory and developing countries. **Real-world economics review**, v. 89, p. 46–61, 2019.

BLANCHARD, O. J. **Public debt: Fiscal and welfare costs in a time of low interest rates**. Peterson Institute for International Economics: Policy Briefs PB19-2, 2019.

BLANCHARD, O. J. **Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil**. National Bureau of Economic Research Cambridge, Mas, USA, 2004.

BRASIL, C. (1988). **Constituição da Republica Federativa do Brasil**. Brasília, DF: Senado Federal: Centro Gráfico, 1988.

BRASIL. EMENDA CONSTITUCIONAL No 95, DE 15 DE DEZEMBRO DE 2016. Presidência da República. Brasília, DF. 15 dez. 2016.

BRASIL. EMENDA CONSTITUCIONAL No 106, DE 7 DE MAIO DE 2020. Presidência da República. Brasília, DF. 7 maio 2020.

CARNEIRO, R. As Falhas da Modern Monetary Theory (MMT). **Brazilian Keynesian Review**, v. 6, n. 2, p. 290–312, 2020.

CARVALHO, F. *et al.* **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Editora Elsevier Brasil, 2007. v.3.

COSTA, G. R. B. **O Estado como Empregador de Última Instância**. Uma Abordagem a Partir das Finanças Funcionais. São Paulo: Editora UNESP. São Paulo: Cultura Acadêmica, 2010.

CONCEIÇÃO, D. N. *et al.* **Teoria Monetária Moderna: A Chave para uma Economia a Serviço das Pessoas**. Fortaleza: Editora Nova Civilização, 2020.

DEOS, S. *et al.* MODERN MONEY THEORY: RISE IN THE INTERNATIONAL SCENARIO AND RECENT DEBATE IN BRAZIL. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 41, n. 2, p. 314–332, abr. 2021.

DE PAULA, L. F.; FRITZ, B.; PRATES, D. M. Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 40, n. 2, p. 183–202, 3 abr. 2017.

DELL'ARICCIA, M. G.; MAURO, M. P.; BLANCHARD, M. O. J. **Rethinking Macroeconomic Policy**. Washington: International Monetary Fund, 2010.

DOMAR, E. D. The “Burden of the Debt” and the National Income. **The American Economic Review**, v. 34, n. 4, p. 798–827, 1944.

Escola Nacional de Administração Pública - ENAP. Modulo 3 - **A Dívida Pública e o Financiamento Orcamentario.pdf**. Brasília, 2017. Disponível em: <<https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/3169/1/Modulo%203%20-%20A%20Divida%20Publica%20e%20o%20Financiamento%20Orcamentario.pdf>>. Acesso em: 27 ago. 2021.

FEBRERO, E. Three difficulties with neo-chartalism. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 31, n. 3, p. 523-541, 2009.

FIEBIGER, B. *et al.* **Modern Monetary Theory: A Debate**. Political Economy Research Institute, WP 279, 2012.

FIEBIGER, B. **A constructive critique of the Levy Sectoral Financial**. 2013.

Fundo Monetário Internacional - FMI. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/acesoinformacao/fmi>>. Acesso em: 22 ago. 2021.

FUTTWILER, S. T. Interest rates and fiscal sustainability. **Journal of Economic Issues**, v. 41, n. 4, p. 1003–1042, 2007.

FULLBROOK, E.; MORGAN, J. Introduction: Whither MMT? **Real-world economics review** n. 89, p. 2-4, 2019. Disponível em:

<<http://www.paecon.net/PAEReview/issue89/FullbrookMorgan89.pdf>>. Acesso em: 16 nov. 2021.

FURTADO, O. Globalização e desemprego: um debate sobre o fim do emprego. **Sumários Revista da ESPM**, v. 6, n. 5, p. 9–14, 7 ago. 2013.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

GALBRAITH, J. K. Is the Federal Debt Unsustainable? **Levy Economics**: Instituto de Economia, 2011.

GADELHA, S. R. DE B.; DIVINO, J. A. Dominância fiscal ou dominância monetária no Brasil? Uma análise de causalidade. **Economia Aplicada**, v. 12, n. 4, dez. 2008.

GIAMBIAGI, F. **Necessidades de financiamento do setor público 1991/1996**: bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil. 1997.

GIULIACAMILLO. **Saiba o que são Repos e Reverse Repos, usadas pelos BCs para controlar a liquidez**. InfoMoney, 7 dez. 2009. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/saiba-o-que-sao-repos-e-reverse-repos-usadas-pelos-bcs-para-controlar-a-liquidez/>>. Acesso em: 26 nov. 2022

GUEDES, P. R. N.; GUARANYNS, M. **Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central**. p. 28, 2019.

GUJARATI, D. **Basic Econometrics**. 4. ed. Boston: McGraw-Hill Education, 2002.

KELTON, S. **El mito del déficit: la teoría monetaria moderna y el nacimiento de la economía de la gente**. Tradução: Albino Santos Mosquera. Primera edición ed. Barcelona: Taurus, 2021.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996 (Coleção os economistas). Originalmente publicado em 1936.

KEYNES, J. M. **A Treatise on Money**: The Pure Theory of Money. In MOGGRIDGE, Donald (ed). The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. 5, pp.408-411. Londres: Macmillan, 1973. Originalmente publicado em 1930.

KINDLEBERGER, C. P. **Manias, pânico e crises** - uma história das crises financeiras. Saraiva, 2005.

KNAPP, G. F. **The State Theory of Money**. London: Macmillan & Company, 1924.

KRUGMAN, P. Opinion | What's Wrong With Functional Finance? (Wonkish). **The New York Times**, 12 fev. 2019.

INNES, A.M. **WHAT IS MONEY?** From The Banking Law Journal, maio 1913. **Ipeadata**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em: 19 ago. 2021.

LAVOIE, Marc. ZEZZA, G. **The stock-flow consistent approach: selected writings of Wynne Godley**. New York: Palgrave Macmillan, 2012, 295 p.

LAVOIE, M. **Introduction to Post-Keynesian Economics**. 1. ed. Palgrave Macmillan UK, 2009.

LAVOIE, M. The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique. **Journal of Economic Issues**, v. 47, n. 1, p. 1–32, 2013.

LERNER, A. P. **Functional Finance and The Federal Debt**. Social Research. V. 10, pag. 38-51. 1943.

LOPES, L. M.; VASCONCELLOS, M. A. S. DE. **Manual de macroeconomia: Básico e intermediário**. 2ª edição ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MATTHEWS, D. Modern Monetary Theory is an unconventional take on economic strategy. **Washington Post**, 18 fev. 2012.

MANKIW, N. G. A Skeptic's Guide to Modern Monetary Theory. **AEA Papers and Proceedings**, v. 110, p. 141–144, maio 2020

MENDES, M. **A PEC 241 e a revolução do 2+2 = 4**. Disponível em: <<https://epoca.globo.com/ideias/noticia/2016/10/marcos-mendes-pec-241-e-revolucao-do-22-4.html>>. Acesso em: 12 jun. 2022.

MENDES, M. **Regras fiscais e o caso do teto de gastos no Brasil**. p. 28, 2021.

MEHRLING, P. Modern money: fiat or credit? **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 22, n. 3, p. 397-406, 2000.

MELLINI, A. **Política fiscal, equilíbrio externo e déficits gêmeos em um modelo stock-flow consistent pós-keynesiano com economia aberta**. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia, 5 fev. 2018.

MINSKY, H. The Role of Employment Policy. Hyman P. Minsky Archive. Levy Economics Institute of Bard College (1965). Disponível em: <https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/270/>. Acesso em: 04 julho. 2021.

MITCHELL, B. Flow-of-funds and sectoral balances. **Bill Mitchell - Modern Monetary Theory**, 24 nov. 2015. Disponível em: <<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=32396>>. Acesso em: 21 ago. 2021.

MITCHELL, W. F.; MOSLER, W. B. **Essential elements of a modern monetary economy with applications to social security privatisation and the intergenerational debate**. University of Newcastle: Centre of Full Employment and Equity, 2005.

MOORE, B. J. **Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money**. Cambridge England ; New York: Cambridge University Press, 1988.

MOSLER, W. **Los siete fraudes inocentes capitales de la política económica**. Carcaixent, València: El Petit Editor, 2010.

NASCIMENTO, P. F. DO; SILVA, A. C. M. E. Financeirização na abordagem *Stock-Flow Consistent*. **Economia e Sociedade**, v. 26, p. 895–928, dez. 2017.

OMIZZOLO, J. A. **O programa job guarantee em um modelo stock-flow consistent**. São Paulo: Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, 2019.

PALLEY, T. Modern money theory (MMT): the emperor still has no clothes. **Thomas Palley: Economics for Democratic and Open Societies**, 2014.

PALLEY, T. I. Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory. **Review of Political Economy**, v. 27, n. 1, p. 1–23, 2015.

PALLEY, T. I. Macroeconomics vs. modern money theory: some unpleasant Keynesian arithmetic and monetary dynamics. **Real-world economics review**, p. 148, 2019.

PRATES, D. M. Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post-Keynesian approach. **IE-Unicamp Working Paper**, v. 315, 2017.

RESENDE, A. L.; COMPARTILHADAS, Ú. L. C. Consenso e Contrassenso: déficit, dívida e previdência. **Inclusão social**, v. 29, p. 03, 2019.

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

RESENDE, A. L. A camisa de força ideológica da macroeconomia. Mar. 2022.

ROCHON, L.-P. et al. State money and the real world: or chartalism and its discontents. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 26, n. 1, p. 57–67, 2003.

RUML, B. Taxes for revenue are obsolete. *American Affairs*, v. 8, n. 1, p. 35–39, 1946.
SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. **Federal reserve bank of minneapolis quarterly review**, v. 5, n. 3, p. 1–17, 1981.

SANTOS, G. A. G. **Finanças Funcionais e a Teoria da Moeda Moderna – MMT**. 1ª ed. Brasília, 2020.

SAWYER, M. Employer of Last Resort: Could It Deliver Full Employment and Price Stability? **Journal of Economic Issues**, v. 37, n. 4, p. 881–907, 1 dez. 2003.

SILVA, N. G; DEOS, S. S. Modern Money Theory: uma avaliação da literatura crítica - **SEP Sociedade Brasileira de Economia Política**, (s.d.). Disponível em: <
[https://enep.sep.org.br/uploads/1167_1583686651_Artigo_ENEP_MMT-_Uma_avaliao%C3%A7%C3%A3o_da_literatura_cr%C3%ADtica_\(com_os_nomes\)_pdf_ide.pdf](https://enep.sep.org.br/uploads/1167_1583686651_Artigo_ENEP_MMT-_Uma_avaliao%C3%A7%C3%A3o_da_literatura_cr%C3%ADtica_(com_os_nomes)_pdf_ide.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2021.

SILVA, A. D. B. M.; MEDEIROS, O. L. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.) **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Banco Mundial, 2009, p.

101-128. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/divida-publica-experiencia-brasileira/2009/30>>. Acesso em: 22 abr. 2022.

SILVEIRA, A. M. DA. Moeda. 1974.

SISTEMA IBGE de Recuperação Automática - SIDRA. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/tabela/1737#resultado>>. Acesso em: 14 maio. 2022.

SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=consultarValores>>. Acesso em: 10 maio. 2022.

Tabelas especiais. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>>. Acesso em: 10 abr. 2022.

TERRA, F. H. B. **A Política Fiscal na Perspectiva Pós-Keynesiana.** In: **Macroeconomia Modern: Lições de Keynes para economias em desenvolvimento.** 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2019, pag. 55-67.

TERRA, F. Uma crítica pós-keynesiana ao MMT: a negligência do papel da confiança. **Valor Econômico, 2019.**

TEIXEIRA, A. M.; MISSIO, F. J. O "novo" consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa. **Economia e Sociedade**, v. 20, n. 2, p. 273–297, 2011.

TCHERNEVA, P. R. (2007). **Chartalism and the tax-driven approach to money.** Disponível em: <<https://www.retemmt.it/wp-content/uploads/2018/07/Tcherneva-P.R.-Chartalism-and-the-Tax-Driven-Approach-to-Money.pdf>>. Acesso em: 10 jul. 2021.

TYMOIGNE, E. Modern money theory, and interrelations between the treasury and central bank: The case of the United States. **Journal of Economic Issues**, v. 48, n. 3, p. 641–662, 2014.

TYMOIGNE, E. Government monetary and fiscal operations: generalising the endogenous money approach. **Cambridge Journal of Economics**, v. 40, n. 5, p. 1317–1332, 2016.

VERGNHANINI, R.; CONTI, B. D. Modern Monetary Theory: a criticism from the periphery. **Brazilian Keynesian Review**, v. 3, n. 2, p. 16–31, 2017.

VERNENGO, M.; PÉREZ CALDENTEY, E. Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional Finance in Developing Countries. **Challenge**, v. 63, n. 6, p. 332–348, 1 nov. 2020.

VERCELLI, A. **Methodological Foundations of Macroeconomics: Keynes and Lucas.** Cambridge: University Press, 2012

VILELLA, C; CONCEIÇÃO, D. **Reflexões preliminares sobre um Programa de Garantia de Empregos para o Brasil.** Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 1. Brasil, junho de 2021.

WOODFORD, M. Public Debt as Private Liquidity. **The American Economic Review**, v. 80, n. 2, p. 382–388, 1990.

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

WRAY, L. R. **Understanding Modern Money**: The Key to Full Employment and Price Stability. Reino Unido: Edward Elgar Publishing, 2006.

WRAY, L. R. **Modern Money Theory**: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems. 1. ed. London: Palgrave Macmillan UK, 2012.

WRAY, L. R. **Modern money theory**: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems. 2nd edition ed. Basingstoke, Hampshire New York, NY: Palgrave Macmillan, 2015a.

WRAY, L. R. **Teoría Monetaria Moderna**: Manual de macroeconomía sobre los sistemas monetarios soberanos. Lola Books; 1ª edição, 2015b.

WRAY, L. R. Alternative paths to modern money theory. **Revista de Economía Institucional**, v. 22, n. 43, p. 29–56, dez. 2020.

World Economic Outlook Database, April 2021. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/April>>. Acesso em: 18 jun. 2022.

ZEZZA, G. Fiscal policy and the economics of financial balances. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, v. 6, n. 2, p. 289–310, 1 nov. 2009.

Apêndice A – Resumo das cartas aberta divulgada ao Ministro da Fazenda

No ano de 2001, a meta não foi cumprida, a inflação medida pelo IPCA atingiu 7,67%, ou seja, situou-se acima do intervalo superior da meta projetada, que correspondeu a 6%. As causas do descumprimento da meta decorreram em razão dos choques externos e internos que atingiram a economia brasileira, assim como, a inércia inflacionária proveniente do ano de 2000 sobre os preços administrados.

Os fatores externos foram: A desaceleração da economia mundial o contágio proveniente da crise argentina e os ataques terroristas nos Estados Unidos. Tais fatores produziram forte pressão de depreciação do real, essa depreciação cambial pressionou, consideravelmente, os preços internos. Na motivação interna, destaca-se o crescimento significativo dos preços administrados por contrato³⁸, principalmente das tarifas de energia elétrica e gasolina, que foram superiores ao esperado (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2002).

A atuação do Banco Central no ano de 2001, segundo carta aberta divulgada ao Ministro da Fazenda em janeiro de 2002, levando-se em consideração a magnitude e abrangência dos choques que atingiram a economia brasileira foi: o Copom promoveu elevações na taxa básica de juros para níveis de 19,00%, com a instabilidade em alguns momentos do mercado de câmbio, o Banco Central optou por complementar a política de juros com uma elevação do percentual do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo e com um período de intervenção no mercado cambial (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2002).

Em 2002, a taxa da inflação alcançou 12,5%, ultrapassando o limite do intervalo de tolerância de dois pontos percentuais acima da meta central estabelecida para o ano: 5,5%. As dificuldades enfrentadas pelo país que conduziram ao descumprimento da meta foram: forte depreciação cambial; evolução dos preços administrados por contrato e monitorados; e deterioração das expectativas para a inflação.

A depreciação cambial observada nesse ano sucedeu por fatores externos e internos. No âmbito interno, as incertezas quanto à evolução da economia brasileira ocasionada, em parte, pelo processo eleitoral, estimulou o aumento da aversão ao risco. Externamente, o baixo

³⁸ No Brasil, a definição de “preços administrados por contratos” – Refere-se ao preço cuja a sensibilidade as condições de oferta e demanda é menor, isso porque são estabelecidos por contrato ou por órgão público. Muitas vezes, os reajustes estabelecidos nesses contratos são de acordo com a inflação passada. Conceito disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/Documents/publicacoes/serie_pmf/FAQ%2005-Pre%C3%A7os%20Administrados.pdf>.

crescimento mundial, o surgimento de problemas contábeis em grandes empresas americanas, as crises observadas em mercados emergentes e a perspectiva de mais uma guerra no Golfo provocaram a redução na liquidez internacional que deteriorou para mais a aversão ao risco do país (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2003).

Destaca-se que a depreciação do real como fator mais importante pressionou consideravelmente os preços internos. O aumento dos preços administrados por contrato e monitorados, principalmente do gás de bujão, álcool, e da eletricidade. Em função da crise de confiança interna aliada à crescente aversão global ao risco, projetou impactos relevantes sobre a economia brasileira e as expectativas de inflação excederam à meta.

Quanto às proveniências tomadas pelo Banco Central em 2002, o Copom revisou a meta para 2003, de 3,25% para 4,0% e decidiu elevar a taxa de juros, encerrando o ano de 2002 em 25% a.a.

Em 2003, a inflação alcançou 9,3%, posicionando-se acima do limite superior do intervalo de tolerância, 6,25%. Esse resultado refletiu o quadro anterior de crise de confiança. Os mecanismos de inércia fizeram com que boa parte da inflação do último trimestre de 2002 também tivesse impacto sobre a inflação do trimestre seguinte, assim como, as elevadas expectativas de inflação continuavam exercendo pressão nos os preços. A economia ainda sofreu os efeitos da depreciação ocorrida em 2002, em virtude de defasagens existentes no mecanismo de repasse cambial, mais acentuadas para os preços administrados (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004).

Em síntese, o componente de inércia do ano anterior e as expectativas de inflação exerceram influência significativa para a inflação de 2003, visto que a taxa de câmbio apreciou ao longo do ano e contribuiu, no cômputo final, para uma menor inflação. É importante destacar que a aceleração inflacionaria enfrentada nesse ano tinha um fenômeno diferente dos ocorridos nos anos anteriores, tinha relação direta com a deterioração das expectativas dos agentes privados (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004). As medidas tomadas para a convergência da inflação foram: Aumentar a meta para a taxa Selic de 25,0% em dezembro de 2002 para 25,5% e 26,5% em janeiro e fevereiro de 2003; em fevereiro, aumentou-se também a alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista.

A flexibilização da política monetária só seria possível diante de um quadro de reversão das expectativas, do controle da demanda agregada e da apreciação cambial, esse quadro mais favorável se formou em meados do ano, quando a taxa de inflação entrou em queda. O Copom iniciou o processo de redução gradativa da taxa Selic, que alcançou 16,5%

em dezembro e alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos à vista foi reduzida (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004).

Para o ano de 2015, a taxa de inflação medida pelo IPCA atingiu 10,67%, ultrapassando o limite superior do intervalo de tolerância acima da meta, 6,5%. As causas que levaram ao não cumprimento da meta decorreram principalmente dos efeitos dos processos de ajustes de preços relativos, o ajuste entre preços administrados e preços livres, o realinhamento entre preços domésticos e preços internacionais, assim como, a volatilidade da taxa de câmbio, que acumulou no ano desvalorização, choques de ofertas e o aumento da inflação no segmento alimentação e bebidas. A incerteza para a trajetória esperada para as variáveis fiscais influenciou a evolução dos preços dos ativos domésticos e das expectativas de inflação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

A inflação percebida no primeiro trimestre de 2015 foi fortemente causada pelo aumento nos preços administrados, como os reajustes na tarifa de energia elétrica residencial. O último semestre de 2015 também foi comprometido pelos efeitos de novos ajustes nos preços administrados, advindos, principalmente, da variação nos preços dos combustíveis, e pelo repasse da desvalorização cambial observada ao longo do ano. Esses aumentos da energia elétrica e dos combustíveis ocasionaram efeitos de segunda ordem: o repasse pelas empresas, mesmo que parcialmente, para os preços de suas mercadorias e serviços (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

A estratégia do Banco Central para convergência da inflação para a meta foi elevação da Selic para 14,25% a.a., por período suficientemente prolongado.

Em 2017, a taxa da inflação alcançou 2,95, ficou ligeiramente abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância em torno da meta, 3,00%. Em razão, preponderantemente, da deflação dos preços de alimentação no domicílio, devido à oferta recorde de produtos agrícolas. Outros fatores também contribuíram para o desvio da meta, os preços de bens industriais e serviços arrefeceram de forma significativa. No sentido contrário, os preços administrados subiram, com destaque para os planos de saúde, combustíveis e energia elétrica (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

Inicialmente o BC, até o terceiro trimestre de 2016, manteve a taxa Selic de 14,25% a.a., patamar em que estava desde 2015. Mudanças na condução da política econômica e a postura da política monetária – segundo carta aberta divulgada ao Ministro da Fazenda em 2018 – permitiram a ancoragem das expectativas. Ao passo que estava sendo estabelecida a reancoragem das expectativas de inflação, a política monetária entrou, então, no início do

processo de queda da taxa Selic. Durante esse processo, a taxa alcançou o seu menor nível na história do regime de metas, 7,00%.

Por fim, último ano em que a economia brasileira ficou fora do intervalo de tolerância preestabelecido foi o ano de 2021. A inflação alcançou 10,06%, situando-se acima do limite superior do intervalo de tolerância acima da meta, 5,25%. As razões, apresentadas na carta aberta ao ministro da fazenda (2022) foram as seguintes: Forte elevação dos preços de bens transacionáveis em moeda local, em especial os preços de commodities; bandeira de energia elétrica de escassez hídrica; desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos, e gargalos nas cadeias produtivas globais.

A inflação, em 2021, para níveis superiores às metas foi um fenômeno global, houve mudanças no padrão de consumo causadas pela pandemia, com parcela proporcionalmente maior da demanda direcionada para bens e impulsionada por políticas expansionistas. O excesso de demanda em relação à oferta de curto prazo pressionou os preços de commodities e nas cadeias produtivas globais. Esse cenário se traduziu em grandes variações positivas de preços em diferentes componentes, são eles: preços administrados, principalmente os aumentos dos preços de combustíveis e de energia elétrica; etanol; bens industriais; alimentação no domicílio e serviços (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022).

A principal contribuição para o desvio da meta adveio da inflação importada, contribuindo para esse fator destacam-se o preço do petróleo e das commodities em geral, justificado pela eclosão da pandemia da Covid-19.

A providência adotada pelo Banco Central consistiu em: baixar a taxa Selic de 4,25% a.a. para o mínimo de 2,00%. Em paralelo, foram tomadas diversas medidas envolvendo liquidez, capital e crédito para se contraporem aos efeitos da pandemia. Adotou-se também o *forward guidance*, a partir de agosto de 2020, com sinalização de que a política monetária seria extraordinariamente estimulativa, enquanto as projeções do BC e as expectativas de inflação seguissem significativamente abaixo da meta.

Apêndice B - Histórico das metas para a inflação

Tabela 5 - Histórico das metas para a inflação

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução CMN nº 2.615	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução CMN nº 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003*	Resolução CMN nº 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	9,3
	Resolução CMN nº 2.972	27/06/2002	4	2,5	1,5-6,5	
2004*	Resolução CMN nº 2.972	27/06/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	7,6
	Resolução CMN nº 3.108	25/06/2003	5,5	2,5	03/ago	
2005	Resolução CMN nº 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução CMN nº 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução CMN nº 3.291	23/06/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução CMN nº 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,9
2009	Resolução CMN nº 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31
2010	Resolução CMN nº 3.584	01/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2011	Resolução CMN nº 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	6,5
2012	Resolução CMN nº 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5	5,84
2013	Resolução CMN nº 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2014	Resolução CMN nº 4.095	28/6/2012	4,5	2	2,5-6,5	6,41
2015	Resolução CMN nº 4.237	28/6/2013	4,5	2	2,5-6,5	10,67
2016	Resolução CMN nº 4.345	25/6/2014	4,5	2	2,5-6,5	6,29
2017	Resolução CMN nº 4.419	25/6/2015	4,5	1,5	3,0-6,0	2,95
2018	Resolução CMN nº 4.499	30/6/2016	4,5	1,5	3,0-6,0	3,75
2019	Resolução CMN nº 4.582	29/6/2017	4,25	1,5	2,75-5,75	4,31
2020	Resolução CMN nº 4.582	29/6/2017	4	1,5	2,5-5,5	4,52
2021	Resolução CMN nº 4.671	26/6/2018	3,75	1,5	2,25-5,25	10,06

Fonte: Banco Central do Brasil, política monetária, histórico das metas para inflação

* A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

Apêndice C - Realização de uma análise de regressão linear múltipla

Considerando as variáveis coletadas para analisar o esforço fiscal do governo brasileiro, este apêndice tem por objetivo investigar se as variáveis selecionadas no capítulo 3, por isso, traz uma melhor explicação para a Dívida Bruta do Governo Geral, por meio de regressão linear múltipla.

O modelo de regressão linear múltipla envolve mais de um coeficiente de regressão, ou seja, há mais de uma variável explicativa, dado que seu objetivo é prever ou tentar explicar uma possível relação entre o resultado de uma variável dependente (Y), em relação às variáveis independentes (X). Sendo assim, o modelo de regressão linear múltipla, para analisar essa possível relação, é dado por: $y_i = \beta_0 + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + \dots + \beta_k x_{ik} + \epsilon_i$, $i = 1, \dots, n$ (GUJARATI, 2002).

Nesta análise, as variáveis independentes são: Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi); Dívida Externa do Governo Federal; Operações Compromissadas e Saldos das Reservas Internacionais. E a variável dependente é a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).

Tabela 6 - Variáveis analisadas

Total (DBGG)	Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi)	Dívida Externa do Governo Federal (DE)	Operações Compromissadas (OC)	Saldos das Reservas Internacionais (SRI)
0,5830	0,4236	0,0423	0,1089	0,1554
0,6295	0,4461	0,0303	0,1450	0,1248
0,5512	0,4395	0,0240	0,0791	0,1238
0,5426	0,4313	0,0194	0,0827	0,1508
0,5856	0,4344	0,0198	0,1188	0,1583
0,5717	0,4219	0,0187	0,1100	0,1651
0,6349	0,4262	0,0209	0,1579	0,1719
0,6623	0,4469	0,0230	0,1540	0,2401
0,6964	0,4750	0,0191	0,1666	0,1935
0,7404	0,5240	0,0176	0,1624	0,1918
0,7670	0,5425	0,0785	0,1642	0,2073
0,7426	0,5513	0,0761	0,1285	0,1942
0,8859	0,6382	0,0876	0,1655	0,2481
0,8032	0,6166	0,0918	0,1131	0,2180

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, notas econômico-financeiras, estatísticas fiscais

Resumo dos Resultados Estatísticos

Linear regression		Number of obs	=	14		
F(4,	9)	=	1938.64		
Prob>F	=	0.0000				
R-squared	=	0.9981				
Root MSE	=	.00543				
Robust						
DBGG	Coef.	Std.Err.	t	P> t	95% Conf.	Interval
DPMFi	1.022817	.0496727	20.59	0.000	.91045	1.135185
DE	.2035485	.1343669	1.51	0.164	-.1004104	.5075074
OC	1.101984	.0654757	16.83	0.000	.9538678	1.250101
SRI	.2004877	.0187087	10.72	0.000	.1581657	.2428096
cons	-.0177531	.0172668	-1.03	0.331	-.0568132	.0213071

Os dados estatísticos acima refletem a realidade dos dados ofertados, porém, não basta apenas dispormos dos resultados. Faz-se necessário sua devida análise ou interpretação econômica, portanto, vamos a ela: (1) é preciso compreender se o modelo de regressão é adequado para aquilo que pretendemos mostrar ou observar; para isso, precisamos analisar – a partir do teste F de significância global – se o modelo é útil para prever a DBGG; (2) se, a partir dos resultados do teste de significância individual, seus resultados – o valor-P – mostrarem que as variáveis independentes estão relacionadas com a DBGG e; (3) o quanto, em termos percentuais, a partir do resultado do Coeficiente de Determinação (R^2), as variáveis independentes (X) explicam a DBGG.

Portanto, a partir dos resultados da regressão acima, tanto para o caso do teste F de significância global, quanto para o teste F de significância individual, o *valor-P* ou *P-valor*, só é possível aceitar o modelo, como demonstrar que pelo menos uma variável independente apresenta correlação significativa com a DBGG, caso o resultado seja $P\text{-valor} < 0,05$.

Sendo assim, como o resultado do P-valor – tanto para o teste F de significância global, quanto para o teste F individual – foi menor que 0,05; isso significa dizer que o modelo está de acordo com aquilo que foi proposto. É possível observar no modelo que a relação entre as variáveis independentes – Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), Operações Compromissadas (OC) e Saldo das Reservas Internacionais (SRI) – são significativas com a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Exceto a Dívida Externa do Governo Federal (DE) o teste F individual, foi maior que 0,05, podemos interpretar esta última como não explicativa.

Para o caso do Coeficiente de Determinação (R^2), quanto mais próximo de 100% for o R^2 , mais as variáveis independentes explicam a variável dependente. Como o resultado do

Coeficiente de Determinação foi de 99,81%, isso significa dizer que as variáveis independentes explicam em 99,81% a Dívida Bruta do Governo Geral.

É importante ressaltar que a regressão linear múltipla, se dá pelo fato de que há mais de uma variável independente (X) para explicar a Dívida Bruta do Governo Geral (variável dependente).

Anexo A - Histórico do resultado primário do governo central, juros nominais e resultado nominal

Ano	Status	Resultado primário do governo central - abaixo da linha	Juros nominais	Resultado nominal do governo central
1997	Deficit primário	-0,2%	-2,0%	-2,2%
1998	Superávit primário	0,5%	-5,0%	-4,5%
1999	Superávit primário	2,1%	-4,5%	-2,4%
2000	Superávit primário	1,7%	-3,8%	-2,1%
2001	Superávit primário	1,7%	-3,6%	-1,9%
2002	Superávit primário	2,1%	-2,8%	-0,7%
2003	Superávit primário	2,3%	-5,9%	-3,6%
2004	Superávit primário	2,7%	-4,1%	-1,4%
2005	Superávit primário	2,6%	-5,9%	-3,4%
2006	Superávit primário	2,1%	-5,2%	-3,1%
2007	Superávit primário	2,2%	-4,4%	-2,2%
2008	Superávit primário	2,3%	-3,1%	-0,8%
2009	Superávit primário	1,3%	-4,5%	-3,2%
2010	Superávit primário	2,0%	-3,2%	-1,2%
2011	Superávit primário	2,1%	-4,1%	-2,0%
2012	Superávit primário	1,8%	-3,1%	-1,3%
2013	Superávit primário	1,4%	-3,5%	-2,1%
2014	Deficit primário	-0,4%	-4,3%	-4,7%
2015	Deficit primário	-1,9%	-6,6%	-8,6%
2016	Deficit primário	-2,5%	-5,1%	-7,6%
2017	Deficit primário	-1,8%	-5,2%	-7,0%
2018	Deficit primário	-1,7%	-4,4%	-6,1%
2019	Deficit primário	-1,2%	-4,2%	-5,4%
2020	Deficit primário	-10,0%	-3,6%	-13,6%
2021	Deficit primário	-0,4%	-4,7%	-5,1%

Fonte: Banco Central do Brasil