



Universidade de Brasília  
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas  
Departamento de Economia

João Pedro Heringer Machado

**Ensaio Crítico sobre a *Modern Money Theory***

Brasília - DF

2023

João Pedro Heringer Machado

## **Ensaio Crítico sobre a *Modern Money Theory***

Trabalho apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Economia Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em economia.

Professor orientador: José Luis Oreiro

Brasília - DF

2023

João Pedro Heringer Machado

## **Ensaios Críticos sobre a *Modern Money Theory***

Trabalho apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Economia Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em economia.

Professor orientador: José Luis Oreiro

Brasília, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2023.

### BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. José Luis Oreiro, Universidade de Brasília  
Professor Orientador

---

Prof. Dr. Luciano, Universidade Federal de Viçosa  
Professor Avaliador

---

Prof. Dr. Manoel Castro Pires, Universidade de Brasília  
Professor Avaliador

Brasília - DF

2023

Resumo: O objetivo desta dissertação é oferecer críticas a duas afirmações centrais da *Modern Money Theory* (MMT). Primeiro, que a tributação é suficiente para que o setor privado aceite usar a moeda que o Estado deseja emitir e, segundo, que um Estado que possui soberania sobre a própria moeda não enfrenta restrições financeiras. O primeiro capítulo apresenta a MMT, com seus elementos de influência e contribuições originais. O segundo capítulo critica a primeira afirmação a partir da teoria monetária pós-keynesiana ao mostrar que a tese da MMT não é suficiente quando se consideram as características de uma economia moderna que se organiza por meio de mercados e os agentes precisam lidar com a incerteza que permeia várias decisões importantes. Além disso, a dolarização de alguns países Latino-Americanos é apresentada como contraexemplo a essa tese da MMT. O último capítulo demonstra que, mesmo com soberania sobre a própria moeda, o limite para o gasto que um Estado pode realizar é dependente de qual o tipo de relação vigente entre o Tesouro e o Banco Central, com a afirmação da MMT sendo válida somente para o caso em que o Tesouro adquire títulos públicos diretamente em um mercado primário.

Palavras chave: macroeconomia, economia monetária, política fiscal, economia pós-keynesiana, história econômica.

Abstract: The aim of this dissertation is to offer some critiques to two fundamental propositions of Modern Money Theory (MMT). Firstly, that the State can assure that the private sector uses the money issued by the government by taxation alone and, secondly, a State that has monetary sovereignty faces no financial constraints, that are not self imposed, to spend. The first chapter presents MMT, with its original influences and new ideas. The second chapter presents some critiques to the first proposition using post-keynesian monetary theory by showing the MMT thesis is insufficient when some of the characteristics of a modern capitalist economy are taken into consideration, that is, production is organized by markets and agents take important decisions while coping with fundamental uncertainty. Beyond that, currency substitution in some Latin-American countries serves as a counterexample to the MMT thesis. The last chapter shows that, even with monetary sovereignty, the government can be financially constrained depending on whether or not Treasury can sell its bonds directly to the Central Bank.

Key word: macroeconomics, monetary economics, fiscal policy, post-keynesian economics, economic history.

## **Dedicatória**

Dedico essa dissertação aos meus pais, meus familiares, minha namorada, Safira, e a todos os meus amigos. Também dedico a todos os estudantes de pós-graduação que se sentem cansados ou pouco otimistas por estarem em uma ocupação tão exigente e ao mesmo tempo pouco valorizada. Apesar de toda a fadiga, nem sempre compreendida por outras pessoas, os problemas vão ser solucionados e as dificuldades chegarão ao seu fim.

## **Agradecimentos**

Agradeço a Deus, pois sem nenhum consolo espiritual as coisas teriam sido ainda mais enervantes.

Ao aos meus pais, por toda a criação, pelas oportunidades oferecidas e pelo apoio que tive para ser estudante de pós-graduação. Sem nada disso, nunca teria chegado até aqui.

Agradeço à Safira, minha namorada, por tudo.

E ao meu orientador e padrinho, José Luis Oreiro, por todos os conselhos, correções e auxílios para a finalização dessa dissertação.

“In a world of banks and insurance companies,  
money markets and stock exchanges, money is  
quite a different thing from before these  
institutions came into being”

John Hicks, 1967, p. 158

## Sumário

Introdução.....	9
Capítulo 1: O que é a Teoria Monetária Moderna?.....	14
1.1 Introdução.....	14
1.2 A Teoria Cartalista da Moeda.....	16
1.3 Moeda Endógena.....	20
1.4 Finanças Funcionais.....	22
1.5 Execução da Política Fiscal e Estabilidade da Moeda.....	26
1.6 Política para o Pleno Emprego.....	29
1.7 Economia Aberta e Regime Cambial.....	32
1.8 Conclusões do Capítulo.....	33
Capítulo 2: A Teoria Monetária Moderna à luz da Teoria Monetária Pós-Keynesiana.....	35
2.1 Introdução.....	35
2.2 Questões Preliminares.....	40
2.3 Transações e Mercados.....	45
2.4 Incerteza.....	47
2.5 Contratos Monetários.....	50
2.6 Preferência Pela Liquidez.....	55
2.7 O que faz a moeda ser líquida.....	60
2.8 Dolarização em países Latino-Americanos.....	62
2.9 Conclusões do Capítulo.....	65
Capítulo 3: Soberania Monetária e Restrição Financeira ao Gasto Público.....	67
3.1 Introdução.....	67
3.2 Limites da política fiscal.....	68
3.3 Relações entre o Tesouro, o Banco Central e o Setor Financeiro Privado.....	70
3.4 Evolução das instituições.....	78
3.5 Caso Brasileiro.....	82
3.6 Conclusões do Capítulo.....	84
Conclusões:.....	86
Referências:.....	90



## Introdução

A MMT é uma escola de pensamento econômico que surge em meados dos anos 90 e ganha destaque em anos mais recentes em decorrência da grande crise financeira global de 2008. Em seu conjunto, a MMT é uma teoria que possui uma diversidade de influências e propõe intervenções em diversas disciplinas, junto com recomendações de política econômica. O primeiro capítulo desta dissertação apresenta uma visão por alto do que é a MMT, com suas influências históricas e proposições sobre diversas áreas, como a história monetária, política fiscal, economia aberta e política para garantir o pleno emprego.

Para esta introdução, dois elementos precisam ser destacados. Em primeiro lugar, a MMT levanta a tese de que a imposição que um Estado coloca de obrigações tributárias é suficiente para que dada moeda seja bem aceita e utilizada pelo setor privado em suas transações. Dito de outra forma, para que o setor privado aceite como meio de circulação de mercadorias a moeda que o Estado deseja emitir, basta que este último imponha algum tipo de obrigação tributária definida nos termos desta mesma moeda. Assim, os agentes que precisam honrar esse tipo de pagamento devem realizar atividades para conseguir essa moeda, como ofertar bens e serviços para o Estado, enquanto outros agentes também demandarão moeda por perceberem que podem realizar pagamentos para os que precisam realizar pagamentos de tributos.

Em segundo lugar, a MMT afirma que um Estado que possui soberania monetária (pode emitir e cobrar impostos em uma mesma moeda sob sua própria determinação) não enfrenta qualquer tipo de restrição financeira para a realização de seus gastos. Essa afirmação é justificada pela apresentação das movimentações contábeis que são realizadas quando o Estado executa a política fiscal em uma economia moderna com um sistema de pagamentos centralizados. No caso, o Estado gasta ao debitar o saldo da conta do Tesouro no Banco Central, para que, assim, as reservas bancárias do setor financeiro privado sejam debitadas e as contas bancárias que recebem os pagamentos sejam creditadas. Dessa forma, o Estado gasta ao elevar o saldo de reservas dos bancos comerciais e, em contrapartida, ao tributar e emitir títulos, reservas bancárias são diminuídas. Portanto, algumas afirmações são colocadas como conclusões: o Estado gasta ao emitir moeda e, assim, a arrecadação de tributos e emissão de títulos em um mercado primário não são operações que possuem o propósito de financiar o Estado. Ao invés disso, a tributação e emissão de títulos públicos possuem uma função em

decorrência de seus efeitos no nível de reservas bancárias. Assim, a MMT considera não só que um Estado que possui soberania sobre a própria moeda não enfrenta restrições financeiras, mas, também, que operações que são usualmente consideradas como necessárias para possibilitar o gasto do Estado não possuem essa função. Além disso, apesar de reconhecer que existem Estados em que a política fiscal é limitada em seu uso, os autores da MMT afirmam que se tratam de restrições autoimpostas, ou seja, que não possuem propósito e que podem facilmente ser desfeitas.

O objetivo desta dissertação é avaliar e oferecer uma crítica a essas duas afirmações da MMT. Essa escola de pensamento já recebeu outras críticas de outros autores, inclusive pós-keynesianos no passado. Lavoie (2013) e Palley (2020) comentam sobre os limites da política fiscal, Vernengo e Caldentey (2020) discutem a afirmação da MMT de que crises cambiais só existem em países que adotam um regime de câmbio fixo, Taylor (2019) considera que o programa de política econômica proposto pela MMT é reduzido e não vai muito além de outros mecanismos estabilizadores (uso tradicional da política fiscal) que já são colocados em prática. Para essa dissertação, os pontos principais a serem discutidos são: 1) a proposição da MMT de que a moeda que o Estado emite é aceita pelo mecanismo da arrecadação tributária e 2) que um Estado que emite a própria moeda não enfrenta restrições financeiras.

Para isso, três capítulos foram elaborados. O primeiro apresenta, sem objetivos de oferecer uma crítica, o pensamento da MMT, com suas ideias sobre história monetária, execução da política fiscal, condução da política monetária, política de pleno emprego e economia aberta. Essa teoria se propõe a ser uma síntese de outras vertentes de literatura de caráter heterodoxo, com algumas afirmações mais originais. Como elementos que servem de influência para compor a síntese, temos: 1) a Teoria Cartalista da Moeda; 2) a teoria horizontalista da moeda endógena e 3) a teoria das Finanças Funcionais de Abba Lerner. A primeira é uma teoria sobre as origens históricas da moeda que afirma que esta surge e tem sua atuação sendo mantida pela atuação do Estado, ao invés de resultar de um processo descentralizado em economias baseadas no escambo. A segunda é uma teoria ampla sobre como a oferta de moeda se dá por uma interação complexa entre o Banco Central, Bancos Comerciais, firmas não financeiras e famílias e, portanto, é o resultado das próprias necessidades operacionais do sistema econômico e não uma variável que esteja sob controle do governo. E, por último, a última é uma teoria sobre que tipos de princípios devem orientar a condução da política fiscal partindo justamente da ideia de que a moeda é uma criação do próprio Estado e, portanto, este não deve se encontrar sem recursos financeiros para realizar

seus gastos e, logo, a política fiscal deve ser conduzida tendo em vista apenas seus efeitos na economia e não por sua viabilidade financeira, por isso, o “funcional” que nomeia a teoria.

Como elementos novos, a MMT propõe uma política de emprego em que o Estado atua como uma espécie de empregador de última instância ao estabelecer um programa chamado de *Job Guarantee* (garantia de emprego, JG). Nessa proposta, o Estado contrata, a um salário que cubra certo custo de vida socialmente aceitável, mas que não concorra com o setor privado, toda mão de obra que se demonstre apta, mas não encontre emprego no mercado privado. A proposta tem forte inspiração em Minsky (1986), e a ideia é fazer com que o Estado atue como uma espécie de “estoque regulador” anticíclico, que absorva a mão de obra que é liberada pelo setor privado em momentos de crise e liberando trabalhadores quando o setor privado estiver em uma fase de recuperação. Além disso, uma das afirmações próprias da MMT é de que crises cambiais somente ocorrem quando um Estado decide fixar sua taxa de câmbio de maneira insustentável e postergar a desvalorização cambial necessária para reverter o desequilíbrio no balanço de pagamentos. Ou seja, problemas de balanço de pagamentos são facilmente anulados quando o Estado não se compromete a converter sua moeda doméstica em outra moeda estrangeira em taxa fixa.

O segundo capítulo oferece uma avaliação da teoria de que a arrecadação tributária é suficiente para que a moeda emitida pelo Estado seja utilizada pelo setor privado para a circulação de mercadorias. Em primeiro lugar, a teoria pós-keynesiana considera, de forma ampla, que a aceitação da moeda se dá, antes de tudo, pelo papel do Estado ao fazer com que os contratos denominados em uma unidade monetária sejam impostos. Para a teoria pós-keynesiana, a moeda é uma instituição social desenvolvida para diminuir a incerteza inerente a uma economia capitalista, em que a organização da produção se dá de maneira descentralizada, por meio de acordos privados, com base em expectativas formadas sobre um futuro desconhecido. Portanto, a moeda é compreendida como o meio aceito e definido pelo Estado para que obrigações contratuais sejam liquidadas. Além disso, como a moeda tem de ser um ativo líquido, é necessário que exista um sistema centralizado de pagamentos, em que o Banco Central atue como, ou pelo menos gerencie, uma câmara de compensação para que os bancos comerciais realizem pagamentos entre si e possam ter acesso à liquidez concedida pelo Banco Central. Ou seja, também é necessário que exista um mercado organizado, que exista de forma centralizada e com um agente que atue como comprador residual (*market maker*) para a moeda.

Por último, pode-se tomar o exemplo do que alguns países da América Latina experimentam de verem suas moedas domésticas sendo substituídas por outra moeda

estrangeira (normalmente o dólar americano) em certas funções. Este evento se denomina como “substituição de moedas” ou, “dolarização”, e pode ocorrer, ou por medidas do próprio Estado de incentivar o uso da moeda estrangeira, ou por um comportamento espontâneo dos agentes para compor seus portfólios em termos de ativos mais líquidos, principalmente quando a moeda doméstica apresenta uma elevada inflação e desvalorização em relação à moeda estrangeira. De outra forma, a dolarização foi observada em países que tiveram uma aceleração da inflação muito elevada, principalmente em países Latino-Americanos durante as décadas de 1980 e 1990. Ainda assim, este efeito perdura para além de suas causas, ou seja, é um evento que possui histerese e, portanto, é de difícil reversão. Portanto, o que se observa nestes países é que, por mais que o Estado mantenha sua soberania monetária e seja capaz de definir uma moeda como o meio aceito para a liquidação de obrigações tributárias, ainda assim, a aceitação do setor privado para o uso dessa moeda em questão pode ser incompleta, com seu uso sendo substituído por outra moeda estrangeira em várias instâncias, devido a uma combinação de fatores macroeconômicos combinados com o comportamento espontâneo dos agentes de buscarem possuir ativos que possuam maior liquidez.

Por fim, para o terceiro capítulo, a afirmação da MMT de que um Estado que emite a própria moeda nunca enfrenta restrições é avaliada. É demonstrado que essa proposição é perfeitamente válida somente para um certo tipo de arranjo institucional muito específico, em que o Banco Central pode comprar títulos públicos no mercado primário. Ou seja, quando o Banco Central pode financiar diretamente o Tesouro ao adquirir as emissões de títulos novos que são necessárias para que o gasto público seja realizado. Neste caso, Tesouro e Banco Central podem ser considerados como unificados em uma mesma entidade e a emissão de títulos públicos pode ser considerada somente como uma operação interna com o propósito de manter um registro contábil. Entretanto, este tipo de operação costuma ser vedada pela constituição de vários países e, portanto, o gasto público pode estar restrito pela disposição do setor privado em adquirir os títulos públicos que o Estado deseja emitir. Por exemplo, no caso da zona do Euro, os Bancos Centrais regionais adotavam a convenção de nunca adquirir títulos públicos em suas carteiras de ativos, nem mesmo por um mercado secundário. Dessa forma, os países que não conseguiam ter seus títulos aceitos pelo mercado privado perderam o controle sobre a taxa de juros o que, segundo Lavoie (2022, cap. 4), explica a zona do Euro.

A MMT costuma afirmar que estes tipos de restrições são autoimpostas. Entretanto, uma análise mais detalhada do quadro institucional vigente no Brasil mostra que a situação atual se desenvolveu de forma gradual, com modificações marginais que foram sendo realizadas em um processo histórico que atravessou décadas e diversas circunstâncias macroeconômicas e

políticas. Ou seja, a mudança para o quadro institucional defendido pela MMT pode ser de difícil realização, ou, até mesmo, impossível.

Em suma, essa dissertação se divide em três capítulos, que possuem o objetivo de discutir os seguintes tópicos:

- 1) O que é a MMT, quais são suas origens, suas contribuições originais e quais são as propostas de política econômica derivadas desta teoria
- 2) Como a teoria pós-keynesiana e alguns casos históricos podem servir de contraexemplo para a tese da MMT de que dada moeda é usada pelo setor privado por conta das obrigações tributárias que o Estado impõe.
- 3) A tese da MMT de que não existem restrições financeiras para o Estado só é válida para um quadro institucional específico em que o Tesouro pode ser financiado pelo Banco Central. Caso contrário, existem limites financeiros para o gasto público e, portanto, a emissão de títulos públicos e arrecadação tributária devem ser consideradas como operações que possuem o propósito para financiar o Estado.

# Capítulo 1: O que é a Teoria Monetária Moderna?

## 1.1 Introdução

A Teoria Monetária Moderna (MMT) é uma escola de pensamento macroeconômico que tem ganhado destaque e relevância em anos recentes. Como seu próprio nome já indica, o foco dessa escola se concentra em uma teoria sobre a moeda, focando principalmente em suas origens e sua regulação pelo estado. Entretanto, a MMT também não deixa de ser uma abordagem interdisciplinar, sendo uma teoria que propõe intervenções em uma variedade de disciplinas das ciências econômicas. Nas palavras de Wray (2015), a pesquisa da MMT:

Its research has stretched across the sub-disciplines of economics, including history of thought, economic history, monetary theory, unemployment and poverty, finance and financial institutions, sectoral balances, cycles and crises, and monetary and fiscal policy. It has largely updated and synthesized various strands of theory, most of it heterodox – outside the mainstream. (Wray, 2015, p. 1)

Além disso, essa teoria propõe uma visão alternativa sobre os limites da política fiscal e o papel da política tributária. De um ponto de vista analítico, a MMT pode ser resumida pelo seguinte conjunto de itens:

- 1) Uma teoria histórica sobre o surgimento e origens da moeda.
- 2) Uma teoria sobre o papel e execução da política fiscal e os seus limites, dada a institucionalidade dos estados modernos.
- 3) Um conjunto de recomendações de política econômica para garantir o pleno emprego e a estabilidade do nível de preços.

Esses três pontos são derivados das influências históricas que servem como fonte para a escola de pensamento da MMT. Segundo Wray (2015):

MMT is a relatively new approach that builds on the insights of John Maynard Keynes, Karl Marx, A. Mitchell Innes, Georg F. Knapp, Abba Lerner, Hyman Minsky, Wynne Godley, and many others. It “stands on the shoulders of giants”, so to speak. (Wray, 2015, p. 1)

Sendo que essa diversidade de influências pode ser apresentada em três teorias que são: a Teoria Cartalista da Moeda, a teoria estruturalista pós-Keynesiana da oferta de moeda, a teoria de Finanças Funcionais de Abba Lerner. Com efeito, a MMT se estrutura como uma síntese dessas três influências derivadas da história do pensamento econômico acrescidos de recomendações de política econômica. De forma mais específica, as políticas fiscal, monetária, tributária e cambial<sup>1</sup>.

O objetivo deste capítulo é apresentar um resumo sintético dessa escola de pensamento. Por opção de conveniência de exposição, faremos isso sequencialmente ao passar por cada uma das influências históricas da MMT mencionadas no parágrafo anterior. Tal escolha impõe uma rotina mais lógica e coerente para o objetivo do presente capítulo e, ao final, ficará claro como as conclusões da MMT são derivadas de suas premissas mais básicas.

Antes de prosseguir para o objetivo fundamental deste capítulo, faz-se necessário um breve comentário sobre a escolha de fontes. Isto pois, não só apresentaremos cada uma das influências históricas acima mencionadas, a partir da bibliografia relevante de suas origens; mas, também, utilizaremos da própria bibliografia da MMT para demonstrar o uso que essa escola de pensamento faz dessas mesmas influências.

Como principais fontes para a própria MMT, foram escolhidos dois livros escritos por Randall Wray (2003 e 2015), a saber: *Understanding Modern Money (Trabalho e Moeda Hoje)* e *Modern Money Theory: a primer*; bem como, um terceiro livro escrito em conjunto (Mitchell, Wray e Watts, 2016): *Modern Monetary Theory and Practice: An Introductory Text*.

Os dois primeiros livros de Wray são bastante similares em seu conteúdo. Ambos apresentam um argumento que, substancialmente, é o mesmo. Entretanto, os livros possuem diferenças quanto a certas ênfases e escolha de material. O primeiro expõe de forma muito mais detalhada a hipótese defendida pela MMT para o surgimento e origem do uso da moeda pela cobrança de tributos nas sociedades do mundo antigo. O segundo argumenta sobre o mesmo ponto de vista de maneira muito mais sucinta e mais por intermédio da lógica sobre o mesmo tema. O livro de 1998 possui considerações muito resumidas e breves, podendo ser até mesmo consideradas como superficiais, sobre os temas de política cambial e balanço de pagamentos, que são temas abordados de maneira mais completa no segundo livro. Apesar de não estar tão proposital e por quais motivos, foram essas alterações, é patente que os dois livros podem ser

---

<sup>1</sup> Ou seja, a escolha a ser adotada pelo estado ao considerar o trilema de Mundell-Fleming.

considerados como materiais complementares, visto que ambos possuem a mesma essência em seu argumento mais básico.

Quanto ao terceiro livro (*Modern Monetary Theory and Practice: An Introductory Text*), este se trata de um manual de macroeconomia planejado para ser um curso completo baseado na própria MMT. Em outras palavras, é uma fonte de caráter mais técnico, sendo que os dois livros mencionados anteriormente, apesar de completos em conteúdo, possuem um formato mais acessível e popular.

Além dessa introdução, este capítulo conta com mais quatro seções. A seção 1.2 discute a visão da MMT sobre a origem do uso da moeda nas sociedades humanas a partir da apresentação da teoria Cartalista da moeda. A seção 1.3 apresenta a teoria pós-keynesiana de oferta da moeda e sua relação com a MMT. Já na seção 1.4, apresentamos a proposta da MMT para a condução da política fiscal, que vem das finanças funcionais de Abba Lerner. Na seção 1.5, apresentamos como a MMT considera que se dá a execução da política fiscal em seus aspectos mais institucionais. Na seção 1.6, é discutido o programa que a MMT oferece como garantia de pleno emprego, com o Estado atuando ao empregar toda a mão de obra que se encontra disponível, mas que não é contratada pelo setor privado. Na seção 1.7, mostramos como a MMT considera certos temas para a abertura da economia e sua defesa do câmbio flexível e, por fim, a seção 1.8 apresenta as conclusões do capítulo.

## **1.2 A Teoria Cartalista da Moeda**

A MMT se serve da Teoria Cartalista da Moeda como crítica para a visão ortodoxa convencional, que afirma que a moeda surgiu de um processo descentralizado em alguma suposta situação de escambo em tempos antigos<sup>2</sup>. Uma das suas primeiras exposições se encontra em Menger (1892). A teoria ortodoxa convencional propõe que a origem da moeda foi uma forma de resolver o problema da dupla coincidência de desejos. Mais especificamente, em uma economia na base de escambo, dois produtores de bens distintos realizam uma troca quando cada uma das partes envolvidas pode ofertar um bem demandado pela outra parte. Esse tipo de transação é altamente custoso porque envolve um elevado custo de busca. Menger (*ibid.* p. 36-8) descreve um processo pelo qual um bem que apresenta a característica de poder ser

---

<sup>2</sup> Por conveniência, denominaremos essa teoria que relaciona o surgimento da moeda com a hipótese de uma economia de escambo como a “teoria ortodoxa” da moeda.



revendido de forma ágil e sem perdas significativas de preço passa a ter suas vantagens sendo percebidas por certos indivíduos e, de forma gradual e descentralizada, passa a ter seu uso como meio de troca, reserva de valor e unidade de conta. Pelo fato de os metais preciosos possuírem de forma singular as características de serem facilmente divisíveis ou revendidos, a moeda, então, surge necessariamente desde o princípio como moeda metálica.

O problema dessa teoria é que a hipótese do escambo não possui suporte convincente dada a evidência histórica e etnográfica, com uma imensa variedade de sistemas econômicos sendo encontrados, mas sem uma confirmação do escambo (Graeber, 2011, p. 29). Além disso, os mercados não eram a forma mais usual e comum pela qual se realizava a troca de recursos em sociedades mais antigas (Polanyi, 1944, p. 63). De fato, no mundo antigo, não se pode falar de algum tipo de motivação puramente econômica como se tem em termos mais modernos (Finley, 1986, cap. 2) além de ampla evidência contrária de que as moedas no mundo antigo não tinham o seu valor regulado pelo seu peso em metais preciosos (Innes, 2004).

Como teoria alternativa, a MMT propõe que a moeda surge da imposição legal que um Estado coloca em termos de pagamentos de tributos. Ou seja, moeda é aquilo que o Estado define como forma de pagamento para os seus tributos exigidos. Segundo Wray (2003, p. 38), “O Estado define como dinheiro aquilo que aceita nos guichês públicos de pagamento (principalmente em pagamentos de tributos)”. É a essa hipótese que se dá o nome de “abordagem Cartalista da moeda”, que também pode ser chamada de “moeda liderada por tributos”.

Em Wray (2003), temos um levantamento de literatura que apresenta material histórico com quatro autores sendo tidos como principais: Adam Smith, Georg Knapp, A. Mitchell Innes e John Maynard Keynes.

O exemplo tomado de Adam Smith consiste na apresentação de como este autor descrevia o funcionamento de certos detalhes do sistema financeiro escocês com a emissão de papel moeda cujo uso substituiu o uso de moeda metálica. E cita um exemplo dado por Smith de que as notas emitidas em algumas colônias americanas não se depreciavam em relação à moeda metálica pela cobrança de tributos. Wray (ibid, p. 42) conclui que “é a aceitação do papel-moeda em pagamentos de tributos e a restrição da emissão em relação à obrigação tributária total que dá valor ao papel moeda”.

A apresentação da teoria de Knapp é muito sucinta, já que a teoria deste autor possui uma nomenclatura com centenas de termos, tornando um comentário completo inviável para um trabalho que assume o propósito de apresentar uma nova teoria e não de ser um livro de

história do pensamento. Basicamente, Knapp considera que a moeda não pode ser compreendida sem menção à atividade legislativa do Estado. Ou seja, moeda é o que é definido como meio legal de pagamento aceito nos guichês do Estado. Quando o Estado passa a emitir o seu meio de pagamento legalmente aceito, chama-se isso de “moeda valuta” que é, no fim das contas, o que passa a ser aceito como meio de pagamento para transações privadas, já que passa a ser algo desejado pelos agentes para cumprir com suas obrigações legais. Portanto, “uma vez tendo o Estado decidido declarar um tipo de moeda como valuta, aquele tipo se transformaria em moeda “decisiva” usada nas transações privadas” (ibid, p. 46).

Por último, há um comentário sobre a visão de Keynes (1930) sobre o assunto. Segundo Keynes, o Estado se utiliza de sua prerrogativa legal para definir não só a unidade de conta ou de medida nos contratos de dívidas, mas também até mesmo o objeto que será utilizado para a liquidação ou pagamento dos contratos. Em outras palavras, cabe ao Estado definir a unidade de conta e o meio de pagamento dos contratos com base nos quais a produção é organizada numa economia capitalista. A moeda é chamada de “moeda estatal” quando, além de servir para pagamentos privados, é aceita pelo estado como forma de pagamento para suas obrigações tributárias impostas.

Após isso, o livro apresenta um esboço de história monetária com o objetivo de refutar algumas visões da teoria ortodoxa da moeda. Essa apresentação é baseada principalmente em Innes (2004), e consiste em, basicamente, afirmar que o uso de crédito para transações precedeu historicamente a cunhagem e que, portanto, não é o conteúdo metálico que confere valor à moeda, mas, sim, a definição que o Estado faz como meio de pagamento aceito.

Em contrapartida, em outro livro (Wray, 2015), a apresentação de material histórico é consideravelmente reduzida. Ao invés disso, o enfoque é todo voltado para os Estados que possuem soberania monetária. Ou seja, a prerrogativa que o Estado tem para: i) definir em que termos os tributos e obrigações legais devem ser pagos ii) escolhe o meio pelos quais irá realizar pagamentos para o setor privado e iii) tem o direito de emitir essa mesma moeda.

Em suma, sobre a relação entre o Estado e o uso de determinada moeda no sistema econômico, a MMT considera que o seu uso e sua aceitação pelo setor privado se deve a imposição, feita pelo Estado, de obrigações legais de pagamentos de tributos definidos na própria moeda emitida pelo Estado. Ao cobrar tributos em dada moeda, o Estado induz uma demanda por essa mesma moeda e gera o incentivo para que agentes privados tomem as atitudes necessárias para conseguir a moeda necessária para quitar suas obrigações legais. A extensão dessa afirmação vai ao ponto de considerar que leis colocando certa moeda como a definição

de liquidação de contratos entre partes privadas não importam e que, para que dado item seja utilizado dessa forma, basta que o Estado esteja disposto a aceitá-lo como meio de pagamento para os tributos. Segundo Wray (ibid, p. 49):

It is true, of course, that government currency can be used for other purposes: coins can be used to make purchases from vending machines; private debts can be settled by offering government paper currency; and government money can be hoarded in piggy banks for future spending. However, these other uses of currency are all subsidiary, deriving from government's willingness to accept its currency in tax payments. (Wray, ibid, p. 49)

Podemos concluir então que a MMT, em um de seus aspectos, surge oferecendo uma contraposição a uma teoria que considera que a moeda surge pelo desenvolvimento espontâneo que se dá pela ação descentralizada de indivíduos atuando em seu próprio interesse ao realizar transações em um ambiente de mercado. O invés disso, a MMT propõe que a moeda tem o seu uso e aceitação pela imposição de tributos feita por um Estado que possui soberania monetária.

Por fim, a hipótese da teoria Cartalista da moeda, defendida pela MMT, possui implicações que vão além de uma intervenção crítica na área de história econômica. Por exemplo, a relação entre as três funções da moeda passa a ser vista de forma que as funções de meio de troca e reserva de valor são subsidiárias em relação a função de unidade de conta Segundo Tchervena (2006, p. 71):

“Money functions, first and foremost, as an abstract unit of account, which is then used as a means of payment and the settling of debt. Silver, paper, gold or whatever ‘thing’ serves as a medium of exchange is only the empirical manifestation of what is essentially a state-administered unit of account. Thus the function of money as a medium of exchange is incidental to and contingent on its first two functions as a unit of account and a means of payment. (Tchervena, 2006, p. 71)

Além disso, segundo Wray (2006, p. 56), o enfoque cartalista:

...conduce a conclusiones muy diferentes a las de ortodoxia sobre los orígenes y las funciones del dinero, la relación entre dinero y soberania nacional, la política monetaria adecuada , y las relaciones entre dinero y precios. (Wray, 2006, p. 56)

Essas conclusões serão apresentadas na seção 1.5. Por enquanto, um dos exemplos é que a MMT propõe um novo item em uma lista de papeis que a política tributária pode ter. Além de ser uma forma de controle de externalidades e um meio de redistribuição de renda, a cobrança de impostos serve como meio de induzir o uso de uma moeda pelo setor privado em seus pagamentos em um dado território nacional.

### **1.3 Moeda Endógena**

Outra teoria que atua como elemento constitutivo para a MMT é a teoria pós-keynesiana da oferta de moeda. Esta surge como uma resposta de autores Keynesianos ao monetarismo, popular nas décadas de 1970 e 1980, com publicações como Kaldor (1982), Kaldor e Trevithick (1981), Moore (1983 e 1988) e Rousseas (1992). De forma sucinta, essa teoria consiste na afirmação de que a oferta de moeda resulta de um processo complexo que depende da interação entre firmas, consumidores, bancos comerciais e o banco central e que, portanto, não pode ser controlada facilmente pelas operações da autoridade monetária.

Para a escola pós-keynesiana de vertente ao contrário da visão monetarista de que a política monetária deveria ser conduzida de forma a fixara taxa de crescimento da oferta de moeda - o banco central não é capaz de seguir esse curso de ação, mas precisa ofertar a quantidade necessária de reservas para estabilizar a taxa de juros. Em outras palavras, é a taxa de juros que é exógena, no sentido de poder ser controlada pela política econômica, enquanto a oferta de moeda é uma variável endógena.

Suponha-se um diagrama que represente as curvas de oferta e demanda de moeda em um plano taxa de juros x quantidade. Portanto, a oferta de moeda tem de ser horizontal, de forma que a autoridade monetária acomoda mudanças na demanda por moeda, que podem ser devidas a mudanças na preferência pela liquidez dos agentes econômicos, para estabilizar a taxa de juros em um nível pré-determinado. É daí que se justifica chamar essa abordagem de

“horizontalista”, devido a concepção de uma curva de oferta de moeda horizontal para uma dada meta de taxa de juros ( $i^*$ ) do Banco Central.

Um dos argumentos utilizados é de que diretores e funcionários de Bancos Centrais costumam relatar que a oferta de moeda não é usada como meta de curto prazo a ser alcançada pelas operações da autoridade monetária (Moore, 1983). Eles também relatam que o objetivo da política monetária tem mais que ver com a taxa de juros do que com alguma noção de oferta de moeda bem definida (Kaldor, 1980, p. 296).

Além disso, o próprio funcionamento do sistema financeiro e sua relação com o setor real torna a oferta de moeda algo difícil de se definir de forma independente de sua demanda. Moore (1983) e Lavoie (2006) apontam para a necessidade que as firmas possuem de obter crédito para execução de suas atividades, dado que suas receitas são realizadas em prazo posterior a vários tipos de custos que uma firma incorre durante a produção de seus bens ou serviços. Quando uma firma recebe empréstimo de bancos comerciais para a realização de suas atividades, então, os valores desses empréstimos são creditados na conta de depósitos a vista das empresas, de maneira que os empréstimos concedidos criam os depósitos a vista. Conforme os depósitos à vista das empresas aumentem, os bancos comerciais possuem duas opções para manter a proporção desejada de reservas<sup>3</sup>. Uma opção é a venda de títulos públicos para o Tesouro em um mercado secundário, a outra é recorrer a adiantamentos oferecidos pelo banco central com títulos de dívida pública sendo oferecidos como forma de colateral, que são as operações compromissadas. De outra forma, a oferta de moeda é determinada pela capacidade dos bancos privados de servirem como criadores de crédito e pela atuação do banco central de suprir as reservas necessárias, dado o seu papel de emprestador de última instância. Segundo Rousseas (1992, p. 67-68): 7

Contemporary Post Keynesian monetary economics argues, contrary to the conventional exposition to be found in every elementary money and banking textbook, that the causal arrow flows from the asset side of a bank's balance sheet to its liability side; that is, banks first grant credit and in doing so they automatically set up demand deposits on the right-hand side of the balance sheet. The argument goes further in maintaining that there is virtually no constraint on the ability of banks to issue credit.

---

<sup>3</sup> Essa demanda por reservas como proporção dos depósitos à vista pode surgir de alguma regra de compulsório ou pelo próprio comportamento dos bancos comerciais.

Reserves are provided, as a matter of course, by the central bank in its capacity as lender of last resort. (Rousseas, 1992, p. 67-68).

Ou seja, bancos comerciais atuam como formadores de preços e tomadores de quantidades. Para uma dada taxa básica, a taxa de juros dos empréstimos é definida por um *mark-up* pelos bancos que, a partir daí, concedem os empréstimos para que, “segundo a necessidade posta por essa ampliação de passivos, procurem então obter as reservas necessárias” (Fiocca, 2006, p. 87)

Outro motivo da falta de controle da parte das autoridades monetárias sobre o nível de oferta de moeda se deve ao fato de que o próprio setor privado realiza inovações financeiras que atuam como meio de troca que não podem ser controladas pelo setor público. Como, por exemplo, o uso de cartões de crédito (Kaldor e Trevithick, 1981). Isso, somado ao fato de que mudanças na demanda por moeda podem se dever a mudanças na preferência pela liquidez tornam a relação entre oferta de moeda e renda nominal uma função instável, ao contrário do que a escola monetarista defende ao supor que a velocidade de circulação da moeda tende a ser estável no longo-prazo

Por fim, temos que a relação de causalidade entre a renda nominal e moeda em circulação pode ser tomada em sentido contrário ao defendido pela Teoria Quantitativa da Moeda. Ou seja, não são flutuações na base monetária que afetam a renda nominal, no curto prazo; mas é o dispêndio planejado que afeta a quantidade de moeda em circulação por meio da demanda necessária de empréstimos que as firmas têm para a realização de suas atividades.

#### **1.4 Finanças Funcionais**

A abordagem das finanças funcionais se insere na síntese da MMT como um elemento normativo. Trata-se de uma proposta para os princípios que devem orientar a política fiscal para o objetivo da obtenção do pleno emprego enquanto se garante a estabilidade de preços. É uma proposta de origem keynesiana, ao considerar que o sistema econômico, deixado por si mesmo, não atinge o pleno emprego e a intervenção estatal se faz necessária. Sua principal origem se deve a Lerner (1943, 1951), sendo que a MMT também carrega influência considerável de Minsky (1986).

O que caracteriza, principalmente, essa proposta de política econômica é a ideia de que o Estado tem de planejar seus gastos, ou tributos, tendo em vista somente os impactos que serão experimentados pela economia em termos de nível de atividade, emprego e estabilidade de preços. Em outras palavras, o Estado deve gastar ou reduzir tributos quando o nível de desemprego se encontra alto ou o contrário quando o desemprego está baixo e também evitar um excesso de demanda quando há risco de uma aceleração da inflação.

É devido a esse caráter de se ter um foco somente nos efeitos propagados pela economia que o nome “funcional” dessa abordagem se deve. Não é uma política específica, mas, sim, um arcabouço amplo segundo qual vários tipos de política podem ser combinados. Como Lerner (1951) argumenta, sua teoria se contrapõe ao que o próprio autor define como *sound finance*, ou seja, a ideia de que o Estado precisa planejar a política fiscal de forma a atingir um orçamento equilibrado. Dessa ideia que define as finanças funcionais, Lerner propõe dois princípios:

1. O primeiro papel do governo é garantir que o total gasto na economia não seja maior nem menor do que o necessário para comprar todos os bens e serviços que se é possível produzir. (1943, p. 39)
2. O governo deve se endividar somente se for desejável que o público possua mais títulos de dívida pública e menos moeda (por seus efeitos na taxa de juros, por exemplo). (1943, p. 40)

O segundo princípio implica que a emissão de moeda é uma atividade subsidiária, ou secundária, com relação aos outros instrumentos da política fiscal. Por exemplo, em uma expansão fiscal, o Estado deve recorrer a emissão de moeda somente se não for desejável que o público aumente a sua disponibilidade de títulos públicos.

A partir daqui, torna-se mais evidente o papel que uma teoria sobre o surgimento da moeda tem na síntese proposta pela MMT. Após escrever sobre as finanças funcionais, Lerner (1947) apresenta uma defesa de sua proposta de arcabouço para política fiscal ancorada pela teoria Cartalista da moeda. Sendo a moeda o que o Estado define e sua aceitação geral dependendo de sua capacidade de cobrar tributos, um Estado que emite a própria moeda não encontra limites (financeiros) para seus gastos. Ou, a condução de uma política fiscal que se preocupe somente com os efeitos na economia e não com o equilíbrio orçamentário é considerada como factível quando o estado define como moeda aquilo que ele mesmo emite já que, por ser ele mesmo o emissor, não pode se encontrar sem moeda para fazer os pagamentos que deseja ao setor privado. Portanto, a teoria Cartalista da moeda é a base teórica positiva para as proposições normativas das finanças funcionais (Wray, 2018).

Além disso, Minsky (1986) também foi influência relevante para a síntese da MMT. Em seu livro *Stabilizing an Unstable Economy*, Minsky apresenta: uma crítica pós-keynesiana à interpretação da síntese neoclássica, a sua Hipótese da Instabilidade Financeira, uma análise da recessão de 1975 nos Estados Unidos, recomendações de política econômica para a garantia do pleno emprego, entre outros temas. A proposta para a política fiscal consiste em justamente em manter o gasto em um nível que seja suficiente para manter o pleno emprego, incorrendo em déficits quando o desempenho econômico é insatisfatório e buscando um equilíbrio orçamentário, ou até mesmo superávits, quando a economia se encontra em pleno emprego (ou até próximo disso).

Minsky usa o exemplo da recessão de 1975 para mostrar como o “Governo Grande” (*Big Government*) foi importante para estabilizar o nível de atividade. Como a sua já bem conhecida Hipótese da Instabilidade Financeira, o nível de investimento privado depende, entre outros fatores, do grau de confiança das firmas quanto sua capacidade de honrarem seus compromissos financeiros, ou seja, o pagamento de juros e do principal de seus empréstimos. Quando então, em momentos de queda no nível de atividade, o governo incorre em déficits, a lucratividade necessária para o setor privado poder liquidar seus compromissos financeiros é garantida, sem que a economia entre em uma situação de deflação generalizada de ativos por muitas unidades que estejam operando em uma postura financeira em que o fluxo de caixa gerado não é capaz de realizar o pagamento de juros e muito menos parte do principal. Ou, em outras palavras, os déficits orçamentários do setor público elevam a poupança do setor privado.

Além dessa necessidade de que o governo atue como estabilizador ao garantir um nível de demanda que assegure a lucratividade do setor privado, Minsky também apresenta outros detalhes da condução da política fiscal e faz colocações quanto aos seus limites. O orçamento tem de ser equilibrado de tempos em tempos pois a dívida pública, assim como qualquer compromisso financeiro, depende da capacidade de pagamento do seu emissor para ser vista como um ativo de qualidade. Ou seja, caso o governo não honre o compromisso financeiro dos títulos da dívida pública, pode ocorrer um movimento do setor privado em direção a outros tipos de ativos<sup>4</sup>.

Outras sugestões também são feitas no sentido de colocar o Estado como empregador direto com o intuito de garantir uma demanda infinitamente elástica de mão de obra a um piso

---

<sup>4</sup> Aqui, podemos notar que há uma divergência entre o pensamento de Minsky e a MMT, já que o autor considera que existem limites para o endividamento público, mesmo que estes não se deem por alguma restrição financeira, mas, sim, pelo comportamento dos agentes.



que não coloque pressões inflacionárias para os salários no setor privado. Uma proposta desse tipo é vista como alternativa a uma atuação do Estado que busque estimular a demanda por meio de transferências ou subsídios. Segundo o próprio autor (*ibid.* p. 411):

O principal instrumento de tal política é a criação de uma demanda por mão de obra infinitamente elástica com um salário de piso ou mínimo que não dependa das expectativas de lucros comerciais de curto e longo prazos. (Minsky, *ibid.*, p. 411)

Nesse caso, o papel do governo se mostra como sendo fundamental, já que é a instituição que pode separar a demanda por mão de obra das considerações por lucratividade ao se contratar trabalhadores.

Uma estratégia desse tipo inclui quatro fatores (*ibid.* p. 411):

1. O desenvolvimento de instituições públicas, privadas e intermediárias que ofereçam empregos com salários não inflacionários.
2. A modificação da estrutura dos pagamentos de transferências.
3. A remoção de barreiras contra a participação de força de trabalho.
4. A introdução de medidas que contenham os salários e os custos de mão de obra.

Por fim, Minsky também defende a volta de programas de geração de emprego que eram colocados em prática pelo Estado norte americano durante a época da Grande Depressão. Tais programas foram de caráter temporário, mas, pela inerente instabilidade do sistema capitalista, é justificável que estes programas passem a ter caráter permanente.

Convém aqui, para os propósitos deste capítulo, afirmar que as propostas de Minsky para a manutenção do pleno emprego são comentadas em maiores detalhes por sua semelhança mais próxima com a política proposta pela própria escola da MMT. Com efeito, a MMT se apresenta como uma combinação e seleção das duas propostas. Extrai de Lerner os dois princípios das Finanças Funcionais, mas, a sugestão de política econômica proposta pela MMT, o *Job Guarantee*, ou, o Estado como empregador de última instância, possui uma influência mais direta de Minsky (Wray, 2018). No entanto, como foi visto, Minsky enxerga que a necessidade de o Estado equilibrar seu orçamento de tempos em tempos para não prejudicar o pagamento dos títulos de dívida pública, já Lerner, de forma coerente com os princípios das finanças funcionais, acredita que isso não seja necessário e que a dívida pública se estabiliza sozinha pelas próprias condições da economia.

## 1.5 Execução da Política Fiscal e Estabilidade da Moeda

Presente na MMT, também está uma descrição de como a política fiscal de fato é conduzida nas economias modernas. O objetivo de tal descrição é expor o que é, provavelmente, a principal afirmação da MMT: um Estado que emite sua própria moeda não pode se encontrar sem recursos para gastar e, de um ponto de vista lógico, tributos e títulos não financiam as operações fiscais do estado. O processo possui diversos pormenores institucionais e burocráticos, mas se constitui de uma essência relativamente simples que apresentamos abaixo.

Os detalhes podem ser diferentes levando em consideração cada país, mas o principal da rotina se mantém<sup>5</sup>. O Estado executa seus gastos quando o Banco Central debita o saldo da conta do Tesouro e simultaneamente credita o saldo de reservas em seu balancete. A partir disso, o saldo de depósitos dos bancos comerciais é creditado no mesmo valor em que as reservas de cada banco são debitadas. Desta forma, o setor financeiro se encontra com um nível de reservas em excesso e, portanto, o tesouro precisa vender os títulos necessários para acomodar as necessidades dos bancos por ativos que rendam alguma taxa de juros. Essa demanda do setor privado coloca uma pressão no sentido de queda da taxa de juros que, se não for acomodada, faz com que esta taxa caia para zero.

Em contrapartida, os impostos são arrecadados ao longo do calendário após os gastos públicos serem executados. Nesse caso, as reservas bancárias, no agregado, são diminuídas. Portanto, o recebimento de impostos possui um efeito de contrair a base monetária.

Portanto, temos uma série de corolários que se seguem:

- 1) O Estado não depende da arrecadação para incorrer em seus gastos.
- 2) Impostos e títulos não podem financiar o Estado, já que ocorrem após os gastos públicos. Com efeito, os impostos não podem ser a fonte de moeda que o Estado usa para gastar, já que a arrecadação é destruidora de base monetária.
- 3) Ao invés de ser o Estado quem precisa arrecadar impostos para poder gastar, é o setor privado que precisa dos gastos públicos para poder receber a moeda com a qual

---

<sup>5</sup> O que se segue tem como fonte Wray (2003 e 2015), Bell (2000), Mitchell, Wray e Watts (2016).

vai pagar impostos. Ou, de outra forma, é o Estado que precisa gastar para depois poder receber.

- 4) A venda de títulos e a arrecadação de tributos não são operações de financiamento para o gasto público e, sim, ações necessárias devido ao efeito que o gasto público possui sobre as reservas bancárias e, portanto, sobre a taxa de juros.
- 5) Existe uma interdependência e necessidade de coordenação entre a política fiscal e a política monetária.
- 6) Os títulos públicos são ofertados aos bancos como alternativa à retenção de moeda que não rende juros.

Além disso, também podemos adicionar que, do ponto de vista dos teóricos da MMT, o setor privado precisa de que o Estado opere em déficit, até mesmo em situações de crescimento durante o ciclo econômico. Isso pois, segundo esse grupo de autores, com um déficit público, a poupança do setor privado pode ser maior, fazendo com que este último possa ser portador líquido de riqueza financeira.

Vale também mencionar que, apesar de inverter a relação entre a necessidade de arrecadação impostos e a realização dos gastos, a MMT não considera que a tributação não cumpra outros objetivos. Assim, os autores afirmam que a tributação também é necessária para incentivar a demanda pela moeda que o Estado emite e, portanto, seu uso em transações privadas. E, além disso, o controle sobre externalidades e o desincentivo de certas atividades (como os impostos sobre produtos alcoólicos ou cigarros).

Tampouco a MMT defende que o tamanho do déficit público seja uma variável a ser simplesmente ignorada. Em diversas fontes<sup>6</sup> é afirmado que uma trajetória explosiva da relação dívida/PIB é insustentável, por problemas relacionados ao controle do nível de preços. Com efeito, segundo a MMT, não só o pleno emprego é garantido pela política fiscal, como também a estabilidade do nível de preços pode ser alcançada pela mesma política. Ou seja, pela proposta dessa escola de pensamento, não há um trade-off entre inflação e desemprego. Na seção 1.6, apresentaremos a proposta do Estado como empregador de última instância. Entretanto, para a presente seção, só se faz necessário pontuar que, a MMT, ao contrário de uma ortodoxia que defende uma política orientada pela austeridade fiscal, defende que um país soberano na emissão da própria moeda que atua em regime de câmbio flexível possui um espaço fiscal mais amplo do que o normalmente considerado.

---

<sup>6</sup> Ver nota anterior.

Também podemos notar a diferença entre o que é considerado pela MMT sobre a normalidade da atuação da política fiscal e as suas influências vindas da parte das finanças funcionais. Como vimos, Lerner considera que o orçamento se equilibra automaticamente para dadas condições da economia enquanto Minsky defende uma posição keynesiana tradicional de se buscar superávits em momentos de crescimento econômico. Já a MMT, aparentemente influenciada pela literatura de modelos do tipo *Stock-Flow Consistent*<sup>7</sup> e pela experiência da Economia Americana, é do posicionamento de que até mesmo em momentos de alto nível de atividade o Estado precisa incorrer em déficits para que o setor privado não se torne excessivamente endividado. Ou seja, trabalhar com um orçamento deficitário é uma condição de normalidade da execução da política fiscal.

Por fim, a visão que a MMT sobre o papel que a política fiscal precisa desempenhar para o objetivo de se conseguir a estabilidade de preços se relaciona com sua teoria sobre o papel que o Estado desempenha para garantir o uso da moeda em uma dada economia. Moeda é o que o Estado define como forma de liquidar obrigações tributárias e até mesmo o seu uso corrente em transações privadas se dá por meio da capacidade do Estado de arrecadação de tributos. Portanto, a demanda pela moeda emitida pelo Estado depende das necessidades de pagamentos de tributos e de quanto o Estado facilita a aquisição dessa mesma moeda. A imposição de tributos se dá por ordem da lei, segundo os objetivos e propriedades de cada tributo em consideração. Já a disponibilidade de moeda que o setor privado necessita se dá pelo próprio gasto público. Assim, o Estado precisa gastar para que os agentes do setor privado possam pagar seus tributos.

Portanto, para a MMT, o valor da moeda está relacionado de forma simétrica com essas duas atividades da política fiscal. A tributação induz uma demanda pela moeda e o gasto regula a sua disponibilidade. Com pouca tributação e muitos gastos, a disponibilidade de moeda se encontra em excesso se comparada com as necessidades do setor privado, logo, o seu valor entra em queda e, portanto, temos uma elevação na taxa de inflação. Em outras palavras, o Estado regula o valor ao fazer com que a sua demanda nunca esteja tão baixa por pouca tributação ou por esta estar tão fácil de ser adquirida por um excesso de gastos.

Vale aqui notar que há uma certa aproximação da MMT com algum tipo de teoria em que a inflação é determinada pela quantidade de moeda em circulação. Não é o caso de dizer

---

<sup>7</sup> Como, por exemplo, Godley (1999) e Godley e Lavoie (2006). Nesta literatura, é considerado que as relações financeiras entre os agentes, como o fato do ativo de um ser passivo de outro, nunca podem ser desconsideradas e que sempre precisam ser detalhadas de maneira explícita e precisa em qualquer esforço de teorização.

que exista uma equivalência entre a MMT e a Escola Monetarista ou qualquer versão da Teoria Quantitativa da Moeda. Isso pois, a MMT não assume uma velocidade de circulação fixa, já que assumem que a demanda de moeda depende das necessidades de pagamentos de tributos. E o mecanismo de transmissão parece ser mais claro na MMT, já que há uma consideração sobre como mudanças na oferta de moeda afetam as motivações dos agentes, ao invés de apenas uma identidade contábil como no caso da equação de trocas.

## 1.6 Política para o Pleno Emprego

Os teóricos da MMT defendem como forma de se atingir o pleno emprego algo próximo da proposta de Minsky apresentada anteriormente na seção 1.5. Ou seja, o Estado garante o pleno emprego ao ser ele mesmo quem contrata a mão de obra que não é empregada pelo setor privado. Essa política, chamada de *Job Guarantee* (JG), ou, o Estado como empregador de última instância, consiste em orientar o Estado a oferecer emprego, de forma incondicional, a um salário dado que seja capaz de garantir o sustento do trabalhador em questão (Mitchell, 2017). É a partir dessa proposta de política econômica que alguns pontos que diferenciam a MMT da sua influência das Finanças Funcionais se tornam mais claros. Em primeiro lugar, seguindo as premissas do raciocínio da Teoria Cartalista da Moeda, tal programa não encontraria problema em ser financiado. Logo, é algo que pode ser executado tendo em vista somente seus efeitos no funcionamento do sistema econômico, o que é coerente com a visão de Lerner a respeito das finanças funcionais.

Quanto aos detalhes mais específicos, sobre o que exatamente a mão de obra contratada seria posta a fazer, a literatura é variada e as propostas são diversas, o que não convém de se expor neste capítulo<sup>8</sup>. O que realmente é de interesse mais geral é a dinâmica macroeconômica que os teóricos da MMT afirmam que o JG seria capaz de colocar em operação.

Com o JB, o Estado contrata, de forma incondicional, por um salário fixado previamente, os trabalhadores que estiverem dispostos e se apresentarem. Isso garante que qualquer trabalhador que queira pode encontrar um emprego a todo momento. Tal programa, na prática, funcionaria como uma espécie de “estoque regulador”, com o Estado contratando os trabalhadores que a iniciativa privada não está disposta a contratar e cedendo trabalhadores

---

<sup>8</sup> A esse respeito, ver, por exemplo, Murray e Forstater (2013) e Murray e Forstater (2017).

quando as vagas no setor privado forem suficientes. Portanto, o tamanho do programa, a extensão de pessoas que são atendidas, varia de acordo com as diferentes fases do ciclo econômico.

Em momentos de alta atividade econômica, em que firmas estão em busca de trabalhadores, mão de obra é deslocada do JG para ser contratada pela iniciativa privada. Quando a economia se encontra na fase de baixa do ciclo, os trabalhadores que perdem emprego nas firmas se deslocam para o JG. Portanto, o programa diminui quando a demanda agregada se encontra em um patamar mais alto e, assim, não exerce pressão inflacionária. Ao atuar dessa forma, o Governo estaria garantindo a essência da proposta levantada por Minsky (2014), de garantir uma demanda por trabalho infinitamente elástica a um piso salarial. Wray (1998), por exemplo, argumenta que um programa deste tipo é que pode ser considerado como, efetivamente, um programa de salário-mínimo, já que qualquer um que esteja apto e disposto pode receber em um emprego que ofereça este piso salarial. Em contrapartida, nas economias atuais, uma pessoa incapaz de encontrar emprego tem de se contentar em receber salário nenhum (ou o seguro-desemprego).

Outra razão utilizada para afirmar que o JG não causa nenhum tipo de pressão inflacionária é que, por meio dele, o governo se propõe a contratar por um salário suficiente para cobrir um certo custo de vida, mas não compete com o setor privado por trabalhadores, já que a motivação de lucrar não se configura como uma das motivações do Estado ao conduzir uma política pública. Ou seja, o Estado fixa um salário e o oferece a quem se dispõe a ser empregado pelo programa, ao invés de competir com o setor privado pelos bens que estão disponíveis para a compra no mercado. Até mesmo o salário ofertado pelo JG poderia ser considerado como uma âncora que serviria de referência para as firmas escolherem seus preços, com os salários na iniciativa privada sendo fixados a partir de um prêmio sobre os salários pagos pelo JG.

Portanto, se o JG for capaz de proporcionar estabilidade no nível de emprego ao mesmo tempo em que garante a estabilidade de preços, isso significa que a aplicação das finanças funcionais da forma como é entendida pela MMT inverte a lógica da Curva de Phillips. Ao invés de nível de emprego e controle inflacionário serem vistos como objetivos de política que são escolhas sujeitas a um *trade off* entre uma e outra, pelo arcabouço da MMT, ambos são complementares. Isso se deve ao fato de o JG operar por uma lógica diferente da atual condução da política macroeconômica de grande maioria dos países. Segundo Mitchell (2017), a política monetária atual busca estabilizar o nível de preços ao evitar pressões inflacionárias pelo lado

da demanda. Isso é feito de forma a conservar um estoque de pessoas que estejam em situação de desemprego que se amplia em momentos de baixa e diminui quando o nível de atividade se encontra mais alto. No caso do JG, o Governo proporciona a manutenção de um estoque de trabalhadores que são contratados por um salário que cobre o custo de vida, sendo que este estoque aumenta ou diminui de maneira anticíclica, sem causar pressões inflacionárias. Portanto, o JG acabaria com o *trade-off* entre inflação e desemprego.

Além da estabilidade econômica, o JG também pode contribuir para a realização de objetivos coletivos de outra espécie. Segundo Harvey (2013), a aplicação de um programa como o JG é mais coerente com a seção da Declaração Universal dos Direitos Humanos que versa sobre o direito ao trabalho do que as políticas econômicas tradicionais que buscam alcançar o pleno emprego. Além disso, segundo Wray (2003 e 2015), o JG também tem potencial para amenizar outros problemas relacionados ao desemprego que não sejam somente a falta de renda, como a criminalidade, problemas psicológicos, violência doméstica, perda de capacitação por ociosidade etc. Mitchell (2017) oferece uma lista de custos sociais associados ao desemprego em que estão inclusos a discriminação racial e/ou por gênero, a exclusão social e a deterioração de relações familiares. Além disso, uma possível ocupação dada pelo JG pode ser a aquisição de novas habilidades e participação em treinamentos, algo que, por seu turno, pode ser a solução para o problema de perda de produtividade da mão de obra que se encontra sem emprego por períodos longos de tempo (DeLong e Summers, 2012). Esse programa também pode suprir uma lacuna importante do sistema educacional formal em um mundo em que cada vez mais a qualificação e necessidade de treinamento em novas habilidades se torna uma constante na carreira de um trabalhador (Wisman e Reksten, 2013)

Em suma, um programa de garantia de emprego também serve como uma forma de o Estado atingir objetivos sociais que normalmente estão mais associados com políticas públicas que seguem um viés mais assistencialista. Tanto que os próprios autores da MMT se dispõem a argumentar que essa é uma política preferível a algo como a proposta de Renda Básica Universal. Mitchell (2017), por exemplo, comenta sobre a evidência de que pessoas que se beneficiam de políticas assistencialistas preferiam estar trabalhando pelo próprio sustento do que participando desses programas, com um dos motivos sendo justamente o estigma que esse tipo de dependência do Estado pode ocasionar.

Por fim, alguns autores também defendem que o JG é um programa de garantia de pleno emprego que pode ser até mais “viável” do ponto de vista fiscal. Pois, já que um Estado que tem soberania sobre a própria moeda que emite não se encontraria sem fundos para arcar com

este tipo de gasto, o programa pode sempre ser financiado. Segundo algumas estimativas e projeções, o gasto realizado seria pouco se comparado com outras políticas já colocadas em prática. Segundo Kaboub (2013), o custo anual de um programa como esse, que empregasse 23,4 milhões de trabalhadores nos Estados Unidos não chegaria a 4% do PIB dessa economia, supondo que o programa também empregue os desalentados e subempregados. Levando em conta o efeito multiplicador, o autor conclui que tal programa produziria um adicional de 6,83% do PIB. Em termos monetários, o custo total seria de US\$ 593,8 bi, mais baixo do que os US\$ 700 bi do Troubled Asset Relief Program do governo Bush, por exemplo. Além disso, Fullwiler (2013) propõe um exercício de simulação em um modelo macroeconômico que é econometricamente estimado para vários anos da economia norte americana e chega à conclusão de que, no máximo, o JG implicaria em um gasto de 1,4 pp. do PIB. E, segundo Wray (2015), o gasto de tal programa não passaria de 2% do PIB, para os Estados Unidos.

## **1.7 Economia Aberta e Regime Cambial**

Ao se analisar a literatura da MMT, a hipótese mais comum de se encontrar é que tal teoria implica na opção por um regime de política macroeconômica com câmbio flexível, livre mobilidade de capitais e autonomia sobre a política monetária. Como em Wray (2003 e 2015), sendo que o último texto expande consideravelmente as colocações sobre assuntos relativos ao comércio internacional. A defesa do câmbio flexível se deve a uma interpretação particular dos autores de que crises cambiais ocorrem pela opção do Governo de não permitir que uma depreciação ocorra. Como os autores também sempre propõem o controle do governo sobre sua própria política monetária, podemos inferir que, no geral, a MMT inclui no arcabouço de política macroeconômica que se segue da teoria a livre abertura da conta de capitais. Apesar de que, aparentemente, essa escolha pode ser alterada em certas situações, como em momentos de crise muito aguda (Wray, 2015), para evitar custos excessivos em cima das classes mais baixas. Entretanto, alguns autores também chegam a afirmar que nenhum país que opera em um regime de câmbio flexível que esteja disposto a deixar sua moeda desvalorizar experimenta crises cambiais graves (Mitchell, Wray e Watts, 2016). Ou seja, no geral, os autores da MMT interpretam que crises cambiais ocorrem quando o governo não está disposto a deixar sua taxa de câmbio passar pela desvalorização necessária para equilibrar o balanço de pagamentos.



Alguns autores também consideram que problemas relacionados ao balanço de pagamentos poderiam ser resolvidos caso os trabalhadores empregados pelo JG fossem colocados para produzir os produtos dos quais o país em questão depende profundamente de importações para conseguir (*ibid*). Ou, também, que uma economia em situação de pleno emprego atrairia investimentos do exterior que compensariam possíveis déficits em transações correntes (Wray, 2015). Seja como for, a hipótese mais usual é a de uma economia que opera em um regime de câmbio flutuante com fluxo livre de capitais. Uma defesa de controle de capitais, feita de forma ocasional, se encontra em Wray (*ibid*), dado que o objetivo seja evitar um custo excessivamente pernicioso nas classes mais baixas, que sofrem mais com desvalorizações cambiais.

## 1.8 Conclusões do Capítulo

Com as considerações colocadas neste capítulo, podemos concluir que a definição da MMT é algo bastante complexo. Essa escola de pensamento se propõe a ser uma síntese interdisciplinar de fontes diversas na literatura, que passam pela história econômica e por diversas correntes heterodoxas de macroeconomia.

A MMT não consiste na afirmação de que déficits públicos não importam e podem ser elevados de maneira indiscriminada. Com efeito, o que se demonstrou aqui é que essa escola interpreta que um Governo que é capaz de cobrar impostos sobre a própria moeda que emite não pode se encontrar sem recursos financeiros para arcar com seus gastos. Pela organização institucional de uma economia moderna, o Estado necessariamente emite moeda nova quando executa a política fiscal. Portanto, o gasto não pode ser financiado por tributos previamente recolhidos. Quando o Estado arrecada, as reservas bancárias diminuem. Consequentemente, o Estado não pode depender de moeda que está sendo eliminada para arcar com suas despesas.

A tributação serve para incentivar no setor privado uma demanda pela moeda que o Estado vai emitir. O Estado impõe obrigações legais denominadas em uma certa unidade de conta e depois emite a moeda necessária para o setor privado honrar essas obrigações. Portanto, a tributação está mais relacionada com a preservação do valor da moeda do que como sendo uma forma do Estado arrecadar os recursos necessários para poder gastar.

A política monetária, pela fonte pós-keynesiana da moeda endógena, é considerada como incapaz de ser o instrumento que estabiliza o valor da moeda. O seu papel consiste em estabilizar o valor da taxa de juros ao inserir títulos públicos no mercado caso o setor financeiro se encontre com mais reservas do que o desejado.

Como forma de garantir o pleno emprego e estabilidade do nível de atividade, o JG propõe que qualquer trabalhador que se encontre apto e disponível seja colocado para trabalhar por um salário que cubra um custo de vida considerado socialmente aceitável. A extensão de tal programa se comportaria de maneira anticíclica, ampliando-se quando trabalhadores não encontram trabalho no setor privado e diminuindo em caso oposto. Portanto, o programa não cria pressões inflacionárias em momentos de elevada atividade econômica e garante o pleno emprego, de tal forma que estabilidade de preços e pleno emprego se tornem objetivos de política econômica que possam ser perseguidos de maneira complementar. Além disso, o JG também seria uma intervenção positiva para diversos outros problemas sociais que estão associados ao desemprego e, portanto, tornaria alguns programas sociais até redundantes.

No geral, essa escola de pensamento supõe um arcabouço de política macroeconômica que opera em um regime de câmbio flutuante com fluxo livre de capitais. Os autores são da interpretação de que crises cambiais ocorrem quando o Estado não está disposto a deixar sua moeda se desvalorizar.

## Capítulo 2: A Teoria Monetária Moderna à luz da Teoria Monetária Pós-Keynesiana

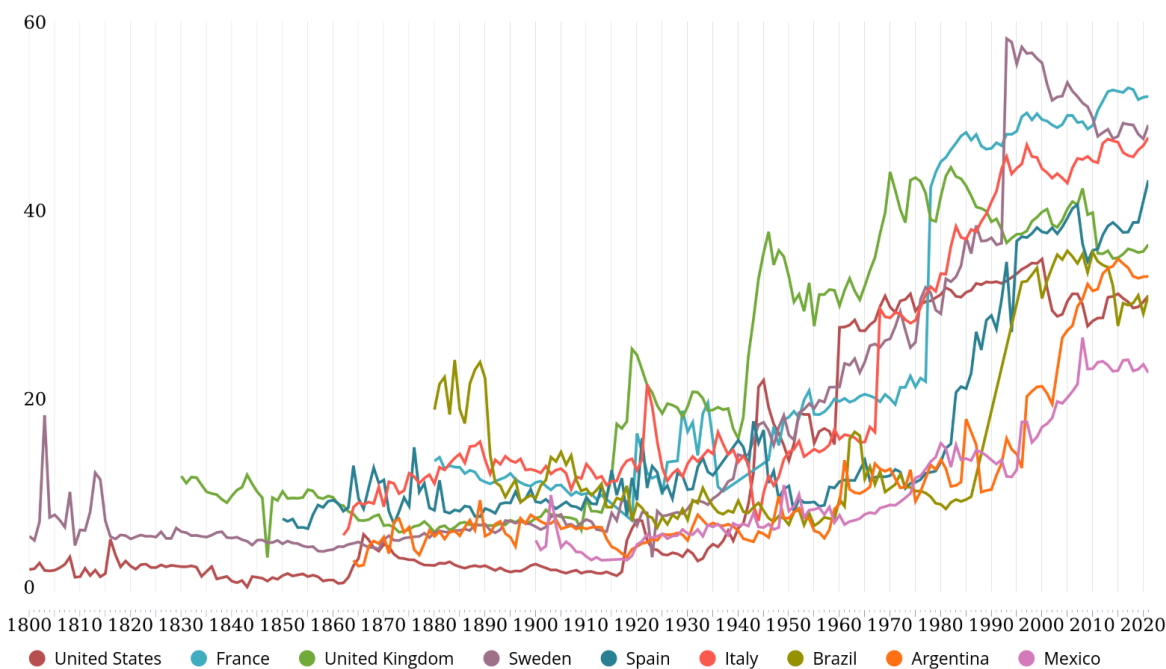
### 2.1 Introdução

A MMT tem como um dos seus pilares fundamentais a Teoria Cartalista da Moeda, que considera que a imposição legal de obrigações tributárias é o principal fator a ser levado em consideração quando se busca alguma explicação para a origem e o uso da moeda na sociedade. Tanto do ponto de vista histórico, quando se especula sobre o próprio surgimento da moeda, quanto pelas motivações econômicas que levam um determinado item a ser aceito como meio de pagamento por atores privados em suas transações nas economias atuais<sup>9</sup>.

Entretanto, em perspectiva histórica, a coleta de tributos nem sempre teve a importância relativa como proporção do produto que se observa atualmente. Segundo Bulmer-Thomas (1994, p. 182), para a América Latina, apenas o Chile tinha mais de 10% de a arrecadação do Estado sendo feita pelo imposto de renda, com a Argentina tendo 0%, o Brasil tendo 3,1%, com a maior receita, para a maioria dos países, vindo de taxações sobre as importações. Segundo Bértola e Ocampo (2019, p. 231), para os países da América Latina, a arrecadação do Estado saiu de patamares de 10% do PIB em 1950 chegando a patamares próximos dos 20% apenas após a década de 1980. Para outros países, Piketty (2014, p. 474), mostra que Estados Unidos, Suécia, Inglaterra e França tinha uma carga tributária como proporção do PIB próxima ou abaixo de 10% até antes de 1910. A partir de dados do FMI, podemos construir o seguinte gráfico:

---

<sup>1</sup> Por “meio de pagamento” nos referimos à distinção proposta por Goodhart (1989, cap. 2). Segundo o autor, um meio de pagamento é distinto de um meio de troca pois o primeiro encerra de forma final qualquer obrigação entre as partes envolvidas em uma transação. Um meio de troca, no entanto, envolve uma troca de ativos, ou passivos, entre as partes. O cartão de crédito, por exemplo, é um meio de troca, mas não um meio de pagamento, já que o comprador recebe o bem, ou serviço, mas fica com a obrigação de realizar um pagamento posterior.



©IMF, 2023, Source: Public Finances in Modern History Database (Dec 2022)

Fonte: FMI

Como se percebe, apenas o Brasil apresentou uma fração superior a 20% para a arrecadação do Estado. De qualquer forma, fica evidente que, no início do século XX, a carga tributária era muito baixa para justificar a demanda pela moeda.

Em contraste com a MMT um amplo segmento da teoria monetária pós-keynesiana enfatiza, no que concerne a questão da origem e uso da moeda, a fatores que, por mais diversos que sejam, estão relacionados: o sistema de contratos e a definição da unidade de conta dos mesmos; o grau de organização dos mercados secundários nos quais os ativos são transacionados, o que confere maior ou menor liquidez aos mesmos; e o papel de *market-makers*, como o Banco Central, que garantem a conversibilidade dos depósitos a vista em moeda legal. Tais fatores tem uma relação próxima com a incerteza não-probabilística<sup>10</sup> inerente a uma economia capitalista, onde não existe um mecanismo central de pré-coordenação de planos (Carvalho, 1992) e, portanto, a moeda assume o papel de seguro geral contra uma série de eventos imprevisíveis dada a sua capacidade de liquidar obrigações denominadas na unidade de conta definida pelo Estado. Os impostos fazem parte desse rol de obrigações, mas

<sup>2</sup> Sobre o conceito de incerteza não-probabilística ver Davidson (1988), Verceli (1991) e Carvalho (1992).

uma parte considerável das mesmas é criada pelas instituições privadas financeiras e não financeiras. Segundo Carvalho (1992, p. 101):

The means of discharging contractual obligations is the legal tender, something that thus represents the money of account and derives its 'moneyness' from this representation. Thus, the legal tender is the generally acceptable means of payment. Whichever performs this role, in correspondence with contractual stipulations, that is, with the obligations set in terms of the money account, is money. (Carvalho, 1992, p. 101)

Portanto, uma das questões que se coloca diz respeito ao quão compatível a Teoria Cartalista da Moeda é com a teoria monetária pós-keynesiana. Ou, se a moeda é aceita em circulação apenas em decorrência da necessidade do uso da mesma para a liquidação das obrigações tributárias, ou se existem outros fatores institucionais que também atuam no sentido de explicar a origem e o uso do dinheiro. Por um lado, isso levanta uma discussão metodológica importante. Em que aspectos e níveis a MMT se relaciona com o paradigma pós-keynesiano. Segundo Kuhn (1962), um paradigma é um modelo para orientar pesquisa futura ao selecionar os problemas relevantes e as soluções consideradas válidas a partir de uma intuição original. Este elemento intuitivo, que precede o trabalho analítico, pode ser considerado como a *visão de mundo* no sentido de Schumpeter (1949) ou também como sendo a dimensão tácita de Polanyi (1966, p. 6)<sup>11</sup>. Para o caso da teoria pós-keynesiana, uma extensa tradição de literatura considera que o elemento qualitativo e intuitivo que norteia o estudo sobre a moeda diz respeito à incerteza sobre os processos econômicos e ao fato de que, em uma economia capitalista, as transações econômicas são baseadas em um sistema de contratos denominados em moeda. Portanto, a moeda tem de ser estudada e compreendida em um contexto em que os mercados são a forma usual de se organizar a produção e uso dos recursos e em que medida tal sistema econômico proporciona as motivações para que os agentes busquem postergar sua capacidade de poder de compra de um presente conhecido para um futuro desconhecido. De outra forma, segundo Minsky:

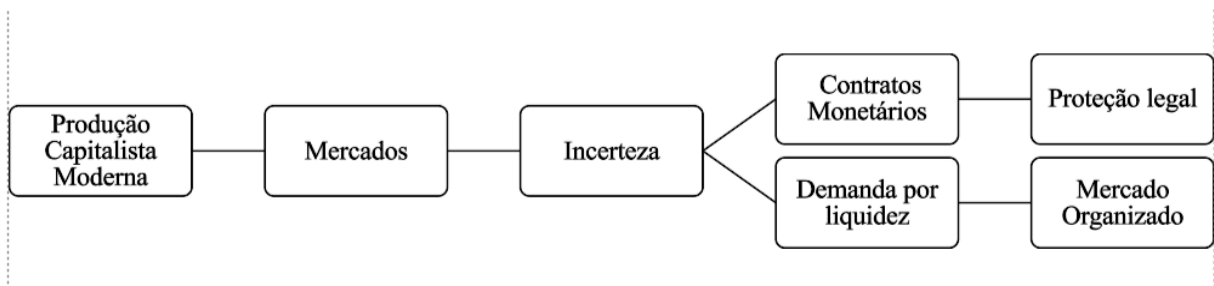
---

<sup>11</sup> O tipo de intuição que não pode ser totalmente expressada em termos lógicos.

Once financial interrelations are admitted to be of vital importance as determinants of how an economy functions, money and the monetary system are the natural starting point for economic theory. (Minsky, 1975, p. 95)

Além disso, questões de ordem prática também podem ser levantadas, já que, atualmente, um Estado moderno tem em sua rotina um conjunto muito mais amplo de atividades relacionadas à moeda que não são somente a arrecadação tributária. Dado que o futuro é incerto e eventos imprevistos e imprevisíveis podem vir a ocorrer, os agentes devem considerar desejável a retenção de capacidade de realizar transações que eram imprevistas em um momento anterior à tomada de certas decisões. Essa garantia de flexibilidade futura se dá por meio da acumulação de ativos que tenham certa liquidez, ou seja, a possibilidade de serem revendidos a um prazo curto sem perda significativa de valor com respeito ao que poderia ser obtido caso o prazo de realização desses ativos pudesse ser alargado. Entretanto, esse tipo de serviço que um ativo pode oferecer deve variar segundo suas características e também de acordo com as especificidades institucionais que regulam a oferta deste ativo. Segundo a teoria pós-keynesiana, a moeda é o ativo líquido por excelência, tanto por ser o meio em que os contratos são denominados, pelas suas propriedades essenciais de elasticidades nulas de produção e substituição, apresentadas na própria Teoria Geral, quanto pelo fato de existir um mercado organizado para a moeda. Ou seja, a moeda, além das funções que cumpre em uma economia que se organiza por meio de mercados, precisa ter certas características que só podem ser garantidas por um amplo conjunto de instituições apropriadas. As necessidades de uma economia capitalista, portanto, implicam que a moeda precisa ser um bem líquido, ou seja, um bem cuja quantidade ofertada deve ser inferior a quantidade demandada em todas as situações possíveis (Carvalho, 2015), e isso se dá pela combinação entre dois tipos de garantias oferecidas pelo Estado. Em primeiro lugar, a proteção jurídica aos contratos denominados em moeda e, em segundo, as propriedades de nula ou negligenciável elasticidades de produção e substituição da moeda.

Portanto, podemos usar o seguinte fluxograma como uma forma de apresentar visualmente o argumento desenvolvido, a partir da teoria pós-keynesiana, neste capítulo:



A produção em uma economia capitalista moderna é organizada por intermédio de mercados e as decisões de produção, investimento, consumo etc. são realizadas pelos agentes em ambiente de incerteza. Como forma de proteção, os agentes possuem duas opções que são relacionadas com a moeda: a formulação de contratos monetários e a retenção de moeda na composição de portfólio como forma de se carregar ativos líquidos. Por fim, duas atividades do Estado são necessárias: 1) a proteção legal para os contratos definidos em termos da moeda do Estado e 2) a instituição de um mercado organizado para garantir que a moeda seja líquida pela atuação de um Banco Central em uma câmara de compensação.

Além disso, um exemplo de ordem prática pode ser retirado da experiência que alguns países passam de ver sua moeda doméstica sendo substituída em suas funções por alguma moeda estrangeira. É o que se observa em alguns países da América Latina com o fenômeno denominado de dolarização, que, comumente, é atribuído ao impacto que inflações elevadas possuem na escolha de ativos dos agentes e que perdura devido a outros comportamentos espontâneos dos agentes, independentemente de o país em questão aceitar a moeda estrangeira como forma de pagamento de tributos, ou não.

Fora essa introdução, este capítulo apresenta mais oito seções. Na seção 2.2, desmembramos algumas questões preliminares para especificar o foco do argumento desenvolvido. Na seção 2.3, discutimos como as economias atuais se organizam por meio de mercados com a elaboração de contratos monetários. A seção 2.4 apresenta o conceito de incerteza como definido pela escola pós-keynesiana para que nas seções 2.5 e 2.6 sejam discutidos os meios que os agentes possuem (formulação de contratos monetários e preferência pela liquidez) para se proteger em um ambiente de incerteza. Na seção 2.7 são apresentadas as condições para que um ativo seja líquido e como isso depende da atuação do Estado ao manter um mercado organizado para a moeda. A seção 2.8 apresenta o caso das dolarizações em países Latino-Americanos como contra-exemplo à tese cartalista da MMT e a seção 2.9 apresenta as conclusões do capítulo.

## 2.2 Questões Preliminares

Devemos ressaltar que, no que concerne aos objetivos desta capítulos, não iremos questionar a hipótese levantada pela MMT sobre o surgimento histórico da moeda. Apesar de as fontes principais usadas como elemento dessa síntese serem um tanto quanto antigas, com o livro de Knapp tendo sido publicado no século XIX, por exemplo, nosso foco não trata de avaliar a evidência histórica sobre essa teoria. Não é improvável que exista pesquisa histórica atual que possa colocar pontos de interrogação em hipóteses que foram colocadas em bibliografia publicada há mais de oitenta anos atrás. Entretanto, esse não é o tema principal deste capítulo. Os próprios autores da MMT admitem que a história da moeda é um tema sobre o qual o nosso conhecimento necessariamente há de ser limitado (Wray, 1998).

O fato é que, além de estabelecer hipóteses sobre a origem da moeda, a MMT propõe que a dinâmica que teve de ocorrer na relação entre o Estado e o setor privado para que a moeda surgisse é a mesma que hoje é necessária para que a moeda seja aceita em transações privadas numa economia moderna. Ou seja, não só a arrecadação de tributos explica o surgimento da moeda em um primeiro momento histórico na antiguidade, mas também é o que justifica, por exemplo, que se observa em uma sociedade moderna, como a brasileira aceitar usar o Real como meio de pagamento.

Entretanto, por mais que a evidência antropológica e arqueológica para a hipótese de que o surgimento da moeda tenha decorrido como uma propriedade emergente da evolução dinâmica das transações feitas por escambo seja escassa, há uma observação que, de um ponto de vista teórico, pode ser considerada relevante. A dupla coincidência dos desejos não deixaria de ser um problema em uma sociedade que organizasse sua produção por meio de mercados, mas não praticasse o uso de qualquer tipo de instituição como a moeda para meio de trocas. Com efeito, a moeda é um dos elementos necessários para possibilitar a forma como se dá a complexa divisão do trabalho com produção descentralizada que se observa nas economias modernas. De forma análoga, em nenhum momento histórico se observou uma sociedade sem Estado da forma como os anarco-capitalistas consideram, e, mesmo assim, a teoria econômica reconhece que existem vários motivos para a existência do Estado.

A partir desse exemplo, fica patente que uma compreensão adequada sobre a moeda é importante não só para entender como a política fiscal é de fato executada, mas também para entender a dinâmica para decisões de produção, consumo, investimento etc. em uma economia que se organiza por meio de mercados. A tradição pós-keynesiana desenvolveu um amplo



arcabouço teórico em que a moeda tem papel central, com explicações propostas para diversos temas e disciplinas das ciências econômicas: investimento, preferência pela liquidez, mercado de trabalho, crises financeiras, problemas de balanço de pagamentos, crescimento econômico, política monetária, entre outros. A MMT é uma escola de pensamento mais recente cujos autores afirmam se aproveitar do próprio pensamento pós-keynesiano como elemento em uma síntese mais ampla, mas que, aparentemente, não colocam a mesma ênfase em algumas necessidades produtivas da economia da mesma forma que a escola de pensamento que dizem usar como fonte. Por exemplo, em quase nenhuma das principais produções da MMT a incerteza é mencionada e as suas implicações monetárias discutidas. A moeda é vista como uma forma que os agentes têm de quitar suas obrigações legais para com o Estado e, assim, um agente aceita uma moeda ou porque aquilo é o item necessário para pagar seus impostos ou por reconhecer que pode oferecer essa moeda para quem precise pagar impostos. Nas palavras de Lavoie:

It says that the general acceptance of a non-metallic form of money is due to the fact that the state requires taxes to be paid in this medium. The usefulness of chartal money is derived from the state's authority to impose and collect taxes. (Lavoie, 2022, p. 199)

Como outro exemplo, temos em Wray (2015, p. 49-50):

It is true, of course, that government currency can be used for other purposes: coins can be used to make purchases from vending machines; private debts can be settled by offering government paper currency; and government money can be hoarded in piggy banks for future spending. However, these other uses of currency are all subsidiary, deriving from government's willingness to accept its currency in tax payments.

...

For this reason, neither reserves of precious metals (or foreign currencies) nor legal tender laws are necessary to ensure acceptance of the government's currency. All that is required is imposition of a tax liability to be paid in the government's currency. It is the tax liability (or other obligatory payments) that stands behind the curtain. (Wray, 2015, p. 49-50)

Os autores dessa escola chegam ao ponto de mencionar alguns casos de colonizações feitas por alguns países europeus em regiões africanas como evidência histórica para sua tese (Wray, 1998). Além dos dilemas políticos que o uso de tal exemplo levanta, há também a dificuldade sobre o realismo que este tipo de comparação pressupõe. Quando se trata de uma potência europeia colonizando uma região africana no século XIX, estamos falando, de um lado, de uma sociedade em que já prevalece o capitalismo como atualmente é conhecido, com diversas instituições como o uso de partidas dobradas, as companhias de responsabilidade limitada, a separação entre gerenciamento e propriedade etc. e, por outro lado, temos que a sociedade dos colonizados não estão nem um pouco familiarizados com essas práticas. Ou seja, é um exemplo problemático, cujas conclusões dificilmente podem ser estendidas para as economias capitalistas modernas, por ser extraído de um contexto em que um uso muito específico foi dado para a moeda. Nessas economias colonizadas, a moeda foi introduzida em uma situação em que a produção se dá por meio de relações que pouco dependem da moeda, se essa não for completamente irrelevante. Em um extremo oposto, a moeda em uma economia capitalista possui propósito mais genérico e assume importância para todas as atividades produtivas por ser capaz de influenciar as escolhas de firmas e famílias, que costumam, ambas, terem objetivos que são definidos em termos monetários. Dillard (1980, p. 265) mostra que, por esse motivo, as ciências econômicas precisam se orientar pelo que se denomina de Teoria Monetária da Produção:

A Monetary Theory of Production is one in which money plays a central and indispensable role in explaining the process of production. It is the appropriate theory of production for a monetary economy such as capitalism. Money is so central to the determination of output that it might be represented as an institutional factor in the functional relation between factors of production and output. (Dillard, 1980, p. 265)

Além de o exemplo oferecido pela MMT poder ser considerado frágil por envolver certo *anacronismo*, o argumento apresenta uma dificuldade adicional para sua aceitação devido à imprecisão acerca de certos fatos históricos. De acordo com Wray (1998), uma certa prática, chamada de *wergeld*, que foi desenvolvida na Mesopotâmia antiga, consistia em pagar alguma reparação por injúrias infligidas. A partir disso (*ibid*, p. 71): “A prática de pagar a fim de “pacificar” ou eliminar uma dívida por injúrias infligidas a outro parece ter acostumado a população com a noção de medida de valor” e os palácios entraram com o papel de uniformizar

a forma com que esses pagamentos eram feitos. Entretanto, se o papel que o poder político teve foi o de uniformizar pagamentos de dívidas que eram realizados entre partes privadas, isso pode ser visto como um ponto de interrogação importante sobre a afirmação feita por Tcherneva (2006) de que a moeda surge primeiramente como uma unidade de conta, com suas outras funções surgindo de forma subsidiária. Em um sentido contrário à evidência histórica colocada pela MMT, Hicks (1969, p. 70-71) também faz uma colocação sobre o uso da moeda na Antiguidade colocando o estabelecimento de relações contratuais como o fator mais relevante:

For one of the most striking things about Roman Law, in its 'classical period' ... is its extreme dependence upon valuations in terms of money and upon money payments. Disputes are settled by money payments; wrongs are righted (so far as law can right them) by money compensation. ...

Money and law (the law of the merchant) are in fact the two great legacies of the ancient world. (Hicks, 1969, p. 70-71)

Em todo caso, a evolução histórica da moeda pode estar sujeita a fatores de complexidade que impõem uma dificuldade considerável para a elaboração de qualquer sequência linear de fatos que realmente tenha poder explicativo. Um exemplo que pode ser retirado de outro contexto, mas que tem certa proximidade, é a história do sistema monetário internacional apresentada por Eichengreen (2008). Segundo este autor, a evolução do sistema de pagamentos praticado para o comércio entre os países se deu, não por meio do desenvolvimento de alguma arquitetura ou engenharia planejada, mas, por meio de acidentes históricos, ou seja, por um processo altamente dependente de trajetória (*path dependent*). Isso decorre do fato de que o uso de certa moeda como reserva internacional é mais vantajoso para cada país individual conforme o número de países participantes do dito sistema seja maior.

Ou seja, o uso de uma moeda como meio de pagamentos para transações internacionais apresenta *externalidades de rede*<sup>12</sup>. A presença desse tipo de externalidade e os retornos de escala associados podem fazer com que certos processos econômicos sejam *path-dependent* (Arthur, 1989), e, portanto, seu resultado atual não pode ser compreendido sem referência a condições iniciais que poderiam muito bem ser diferentes. Arthur (1989, 1994) discute as consequências econômicas dos retornos crescentes de escala apresentando como exemplo algumas tecnologias que são usadas de maneira generalizada, mas que, em um momento

---

<sup>12</sup> formalizadas, entre outros, por Brian Arthur (1994)

passado, tiveram que competir com alternativas que são mais eficientes, como a linguagem FORTRAN e o teclado QWERTY. No caso de uma moeda sendo usada em âmbito doméstico, temos algo parecido, pois é mais vantajoso do ponto de vista de um agente individual realizar transações em alguma moeda conforme seja maior o número de outros agentes que já a utilizam. Portanto, é provável que algo similar tenha ocorrido para a evolução dos sistemas monetários modernos, com economias adotando o uso de uma moeda em particular de acordo com uma sequência de acidentes históricos, sendo que, obviamente, o pagamento de tributos pode contar como item no conjunto desses eventos.

De qualquer forma, o foco deste capítulo não é sobre o surgimento histórico da moeda, sobre quais processos tiveram que ocorrer e quais evidências históricas corroboram, ou desfavorecem, as teorias que competem como explicação. A questão que se busca discutir, principalmente, é se o que induz o setor privado a utilizar a moeda estatal em suas transações é, **exclusivamente**, a tributação, dadas as características institucionais de uma economia capitalista moderna dos dias atuais.

O foco se dará, principalmente, em âmbito teórico, a partir da teoria monetária pós-keynesiana, apontando como essa escola de pensamento considera que o uso da moeda se dá pelo fato de que as economias modernas se organizam por meio de contratos monetários e pelo papel que a moeda cumpre em um sistema em que as decisões são afetadas pela incerteza percebida pelos agentes. Ou seja, a moeda não é vista só como um facilitador para a realização de trocas, mas também como uma instituição que possui o papel de diminuir ou lidar com as consequências da incerteza inerente a uma economia capitalista. Portanto, a utilidade que a moeda pode oferecer necessita do desenvolvimento de um conjunto mais amplo de instituições do que apenas o seu uso no pagamento de impostos.

Ao final deste capítulo, discutiremos o fenômeno observado em algumas economias Latino-Americanas da substituição entre moedas, ou seja, a dolarização. Em episódios de inflação alta, algumas economias experimentam a situação de ver o uso de sua moeda doméstica sendo substituído por outra moeda estrangeira em suas funções de unidade de conta, reserva de valor e meio de pagamentos. A literatura empírica pertinente costuma atribuir ao fenômeno uma série de causas, como a performance macroeconômica, incerteza sobre a política econômica, composição de portfólio para reter ativos mais líquidos etc. que não estão relacionados com uma deterioração no sistema tributário desses países. Ou seja, é um fenômeno cuja causa se relaciona com o próprio comportamento espontâneo dos agentes e perdura para além de certos eventos iniciais.

## 2.3 Transações e Mercados

Por um certo aspecto, a arrecadação de tributos e uma troca de bens ou serviços por uma soma de moeda entre partes privadas podem ser consideradas como comparáveis e até mesmo equivalentes. Em ambos os casos, temos uma mudança na posição relativa de certos agentes no que diz respeito a direitos e obrigações. Um agente que transfere parte de seus próprios recursos financeiros para outro está sendo privado do direito sobre uma parcela de seus ativos previamente acumulados. O que diferencia as duas situações, então, são as motivações e objetivos de cada parte em questão. A primeira parte de uma obrigação colocada pelo Estado enquanto a segunda, na maioria das vezes, tem o propósito de realizar algum objetivo mais pessoal. Do ponto de vista do setor privado, o pagamento de impostos é realizado com o objetivo de se evitar sanções punitivas definidas pelo Estado, com os objetivos da arrecadação sendo definidos pelo processo político. Para as transações realizadas entre partes do setor privado, essas partem da motivação de realizar acordos que sejam percebidos como mutuamente benéficos que, em grande parte dos casos, possuem relação com as necessidades produtivas de um sistema econômico que se organiza pela propriedade privada e pela divisão social e técnica do trabalho, o que origina transações efetuadas pelo mercado.

Uma firma, por exemplo, depende da moeda para pagar os salários de seus funcionários, adquirir insumos, investir em maquinário, definir sua política de distribuição de lucros, liquidar empréstimos e outras obrigações contratuais e todas essas atividades estão relacionadas com o funcionamento produtivo de uma economia capitalista. Segundo Arrow (1974), os mercados são um tipo de “sistema social”, uma forma de organização coletiva para o uso dos recursos, em que um participante transfere certos direitos de propriedade, ou certos serviços que esta pode oferecer, por meio de vendas, com o sistema de preços servindo de incentivo e de sinal de informação sobre a escassez relativa dos bens e serviços em questão.

Apesar disso, apenas notar que os mercados possuem uma presença marcante na maioria das economias modernas não é suficiente para qualificar esse tipo de arranjo quanto ao seu funcionamento e a sua dinâmica. É notória a diversidade de pontos de vista que existem sobre os resultados sociais que o sistema de mercado proporciona. Em um extremo, temos os marxistas, que consideram o capitalismo um sistema baseado na exploração do trabalho. De outro lado, temos o primeiro teorema do bem-estar da teoria de equilíbrio geral, que considera

que, sob um certo conjunto restritivo de hipóteses<sup>13</sup>, um equilíbrio competitivo de mercado é eficiente no sentido de Pareto, mesmo que não possa ser considerado justo.

No caso da escola pós-keynesiana, temos uma teoria macroeconômica que considera que os mercados não são capazes, por si só, de manejar de forma eficiente o uso dos recursos de produção disponíveis devido a problemas de coordenação. Na *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936), Keynes constrói uma teoria que tem o objetivo de ser uma alternativa ao que ele chamava de *economia clássica*<sup>14</sup>. Por esta última, as forças de oferta e de demanda interagem nos mercados dos fatores de produção para determinar preços e quantidades de equilíbrio. Supondo que o estoque de capital esteja dado, no mercado de trabalho, a demanda é determinada pela produtividade marginal do trabalho e a oferta depende das preferências dos agentes ao lidar com o *trade-off* entre lazer e consumo. Em equilíbrio, o salário real é igual à produtividade marginal e à desutilidade marginal do trabalho, em um nível para o qual todas as firmas que gostariam de contratar estão conseguindo e, *mutatis mutandis*, o mesmo vale para os trabalhadores, o que garante um equilíbrio de pleno emprego.

Um dos argumentos de Keynes incide justamente sobre esse suposto mecanismo de ajuste no mercado de trabalho. A questão levantada por Keynes é sobre a incapacidade dos trabalhadores de estabelecer que os contratos de trabalho sejam definidos em termos de salários reais, sendo que só é possível defini-los apenas em termos nominais. Portanto, Keynes abandona o postulado clássico de que o salário real é igual à desutilidade marginal do trabalho, que diz respeito ao lado da oferta de trabalho. Sendo assim, temos o desenvolvimento de uma teoria em que o salário real não é mais visto como um mecanismo de ajuste capaz de fazer com que as forças de oferta e demanda atuem de maneira conjunta para atingir uma posição de equilíbrio. Dessa forma, o mercado não auto-ajusta não devido apenas a existência de externalidade e assimetria de informações. Mas porque, pela própria forma de como os acordos são formulados, isto é, em termos monetários, o mercado não pode oferecer os sinais informacionais necessários para que oferta e demanda se equilibrem (Kregel, 1980).

O restante da contribuição de Keynes apresentado na TG é diverso e vai muito além dessa análise proposta sobre o mercado de trabalho, com o restante do livro apresentando uma série de teorias sobre temas diversos como o investimento, determinação de taxas de juros e retorno de outros ativos, comportamento do mercado financeiro, etc. Entretanto, essa

---

<sup>13</sup> Como ausência de externalidades ou de assimetria de informações. Jehle e Reny (2011).

<sup>14</sup> Apesar de o ponto de vista criticado por Keynes ser de fácil compreensão, não é tão simples precisar o consenso que havia antes da publicação da Teoria Geral (Snowdon e Vane, 2005).

observação sobre a incapacidade de se denominar contratos de trabalho em termos reais serve de exemplo que demonstra como resultados teóricos diversos podem ser propostos quando se considera que a moeda assume papel essencial para a realização das transações cotidianas em uma economia de mercado.

Com efeito, tem de se ter em mente que uma das principais motivações de Keynes era construir uma teoria em que a moeda nunca fosse desconsiderada para que se entendesse o funcionamento e dinâmica de uma economia capitalista. Ou seja, a teoria econômica tem de levar em consideração como e porque os agentes buscam obter moeda em função dos serviços específicos que só a própria moeda pode oferecer, sendo que tais benefícios são relevantes para afetar motivações e objetivos em um sistema econômico que se organiza por transações realizadas pelo mecanismo do mercado. Além disso, essas transações são realizadas por intermédio da própria moeda, o que faz com que uma separação entre a organização das atividades produtivas e a compreensão das propriedades da moeda seja uma abstração efetivamente impossível.

Portanto, dois pontos devem ser destacados como essenciais a serem explorados pelo restante deste capítulo. Ambos decorrem do funcionamento regular de uma economia de mercado. Em primeiro lugar, a moeda oferece serviços que nenhum outro bem é capaz de oferecer. A posse de moeda é perfeitamente compatível com o comportamento racional dos agentes (mesmo que este não seja do tipo otimizador) por causa das próprias características da moeda, como, por exemplo, ser o ativo líquido por excelência uma vez que é simultaneamente unidade de conta e meio de pagamento. Em segundo lugar, as transações em uma economia de mercado são realizadas em termos monetários. Com efeito, esses dois temas são relevantes quando se busca avaliar qualquer teoria monetária, ainda mais, uma que se diga keynesiana. Em particular, a MMT afirma que a imposição de tributos é suficiente para que alguma moeda seja aceita em circulação. Entretanto, para o restante do capítulo, vamos juntar fontes e material necessário para argumentar que essa hipótese é inadequada se levarmos em conta o quadro geral de teoria que foi desenvolvido pela escola pós-keynesiana.

## **2.4 Incerteza**

Alguns comentários são necessários sobre a incerteza para alcançar o objetivo principal deste capítulo. Este tema diz respeito ao fato de que os agentes econômicos não conhecem de

forma perfeita os eventos futuros e, portanto, as consequências completas de suas escolhas. Ou seja, a incerteza decorre da impossibilidade do tomador de decisão formular uma lista completa de consequências futuras de cada curso de ação a ser tomada, sendo obrigado a “imaginar” cenários futuros com um maior ou menor grau de confiança (Oreiro, 2000. Vercelli, 1991, capítulo 4). Nesse contexto, torna-se impossível construir uma distribuição de probabilidades única, aditiva e perfeitamente confiável para orientar o processo de tomada de decisão.

Várias vertentes de teoria econômica desenvolveram trabalhos sobre as consequências econômicas da incerteza sobre diversos temas. North (1990 e 1992) propõe que uma das formas de se diminuir a incerteza é o desenvolvimento de instituições para que as relações humanas sejam estruturadas. Williamson (1985) afirma que uma das consequências da incerteza em acordos é a integração vertical, quando certas atividades são internalizadas por uma firma, o que remove essas transações do mercado para uma estrutura de governança interna. Alchian (1950) e Nelson e Winter (1982) sugerem a necessidade de uma teoria sobre a mudança econômica em que, devido à incerteza, as firmas não se comportam de forma a maximizar uma função objetivo bem definida, mas estabelecem rotinas de forma adaptativa, por meio de tentativas e erros.

No caso da tradição pós-keynesiana, a incerteza é discutida de forma extensa e variada para uma diversidade de tópicos, podendo ser considerada como um tema unificador para essa escola de pensamento, que reúne, sob seu nome, autores com interesses bastante diversificados (Lavoie, 2022). Assim, muito foi escrito por participantes dessa escola para propor uma definição mais precisa do que é a incerteza, de onde surge e quais suas consequências para a tomada de decisões.

Em primeiro lugar, os autores pós-keynesianos definem a incerteza como um elemento para tomada de decisões que diverge da teoria convencional da utilidade esperada de Von Neumann-Morgenstern. Para esta última, os agentes tomam decisões a partir de uma lista exaustiva de todos os possíveis eventos futuros e a respectiva função de distribuição associada à probabilidade de cada estado<sup>15</sup>. Assim, os agentes tomam decisões ao ordenar suas preferências pela esperança matemática de uma função de utilidade, considerando a probabilidade de cada resultado. Os economistas pós-keynesianos desenvolveram uma visão alternativa. Segundo Davidson (2005), os agentes atuam em um ambiente em que os processos econômicos são não-ergódicos. Ou seja, são processos cujos momentos amostrais não

---

<sup>15</sup> Hey (1996).



convergem ao longo do tempo para os momentos populacionais. Sendo assim, a observação de realizações passadas não é um guia suficiente para estimar a probabilidade de eventos futuros. Isso torna o aprendizado impossível e os agentes, portanto, atuam dependendo de um grau maior ou menor na confiança de suas próprias previsões.

Um dos autores importantes para o desenvolvimento de uma teoria de decisões em um contexto de incerteza é Shackle (1949, 1952, 1953a, 1953b). Segundo esse autor, muitas decisões econômicas são de realização única, isto é, não são eventos que podem ser repetidos para que a sua frequência relativa seja observada e alguma distribuição de probabilidades seja estimada. Isso se deve ao fato de que tais experimentos, como o investimento em capital físico, por exemplo, mudam o contexto original em que a decisão foi tomada (tanto por esgotar os meios de ação, quanto por gerarem informação nova que não era conhecida antes de sua realização). Sob esta perspectiva, a incerteza está relacionada com o fato de que os agentes sabem que sua lista inicial de hipóteses não é exaustiva sobre a ocorrência de todos os possíveis eventos futuros e, portanto, completar essa lista com *hipóteses residuais* torna-se um exercício de criatividade sobre o qual o próprio agente pode ter mais ou menos confiança.

Seja como for, a incerteza influencia o comportamento dos agentes em diversas situações econômicas relevantes. No caso da teoria pós-keynesiana, temos uma série de trabalhos que relacionam a incerteza com temas como o investimento, retorno dos ativos financeiros, escolha de composição de portfólio, escolha de meios de financiamento etc. Todos temas relacionados à moeda, pois, segundo Fontana e Gerrard (2004, p. 622), “*uncertainty is both a cause and an effect of holding money, and the use of money in the economic process can only be understood as an institution for coping with uncertainty*”.

Fica clara a necessidade de que trabalhos que discutam temas relativos à moeda e que assumam o compromisso de oferecer uma extensão à tradição pós-keynesiana fazerem referência clara ao fato de que agentes econômicos tomam decisões em uma posição de desconhecimento sobre o futuro, já que a moeda não pode ser entendida sem o reconhecimento desse elemento importante das economias modernas. Entretanto, esse não parece ser esse o caso da MMT. Em vários trabalhos recorrentemente citados como representativos dessa linha argumentativa, nenhuma referência à incerteza é feita. Muito menos é feita referência às motivações para se reter moeda que surgem da incerteza que os agentes experimentam e nem como essas mesmas motivações se relacionam com as necessidades produtivas de um sistema econômico que se organiza de forma descentralizada com trocas de direitos sendo realizadas por meio de mercados.

Com efeito, a incerteza, somada às necessidades produtivas de uma economia de mercado faz com que a arrecadação de tributos não seja a única maneira de que um conjunto de agentes sejam motivados a demandar moeda. O Estado pode sempre desistir de arrecadar impostos de algum grupo específico e, mesmo assim, o sistema econômico não deixará de se organizar por meio de mercados e nem a incerteza deixará de influenciar o comportamento dos agentes. Portanto, essas duas necessidades levam a crer que a arrecadação de impostos não é o único fator institucional que pode explicar que alguma moeda seja aceita em circulação.

## 2.5 Contratos Monetários

Como já foi dito anteriormente (seção 2.3), a teoria pós-keynesiana coloca uma ênfase no fato de que as economias modernas se organizam por meio de contratos denominados em termos monetários. Isso pode ser considerado como tendo relação com algumas características das economias reais que Davidson (2005) considera impossíveis de serem avaliadas pela teoria clássica anterior a Keynes:

1. Money matters in the long and short run; that is money and liquidity preference are not neutral, they affect real decision making.
2. The economic system is moving through calendar time from an irrevocable past to an uncertain future. Important decisions involving production, investment and consumption activities are, therefore, often taken in an uncertain environment.
3. Forward contracts in money terms are a human institution developed to efficiently organize time-consuming production and exchange processes. The money-wage contract is the most ubiquitous of these contracts. Modern production economies are on a money-wage contract based system, or what Keynes called an 'entrepreneur system'; and
4. unemployment, rather than full employment, is a common laissez-faire situation in a market-oriented, monetary production economy. (Davidson, 2005, p. 454)

Para Davidson (1978 e 2005), essas são as características de uma economia real que só podem ser modeladas quando se nega os três axiomas da economia clássica, o que o autor considera a principal diferença epistemológica entre a teoria de Keynes e a ortodoxia do *mainstream*. Portanto, este autor considera que a teoria pós-keynesiana parte da: i) negação da neutralidade da moeda, ii) negação do axioma da substituição bruta e iii) negação da ergodicidade dos processos econômicos. Esses dois últimos pontos implicam que a moeda não

possui substitutos e que as distribuições de probabilidades dos processos econômicos não podem ser descobertas e, assim, as decisões são tomadas sempre em um contexto de incerteza.

Portanto, fica patente como que a necessidade do uso da moeda surge das características do próprio sistema econômico, sendo que estas não se modificam quando o Estado é mais ou menos capaz de arrecadar impostos ou quando decide o rumo da sua política tributária.

Os contratos servem para que os agentes façam planos de forma que a incerteza, pelo menos em certo nível, seja reduzida. O funcionamento normal de uma economia de mercado depende do uso da moeda pelo sistema de contratos. Em uma economia de mercado, organizada pela atividade empresarial, as firmas organizam a produção contratando fatores de produção e comprando matérias primas por meio de acordos contratuais que consistem no pagamento de certa soma de dinheiro em um dado prazo estabelecido. Estes contratos permitem que os empreendedores tenham um controle sobre o prazo de suas atividades e seus resultados econômicos, além de serem uma forma de proteção legal contra eventos adversos, ou seja, são uma forma de proteção em um mundo de incerteza. Além disso, como eventos adversos podem ocorrer entre a data em que o contrato é estabelecido e o seu término, a moeda também serve como um seguro, já que é o meio universalmente aceito para a liquidação de contratos. Ainda segundo Davidson (2002), de um ponto de vista legal, um contrato é um arranjo entre duas partes para que cada um execute uma ação em uma certa data especificada. De forma que (*ibid.* p. 72):

If either party to a legal contract reneges on its commitment, the aggrieved party can ask the state, under the civil law of contracts, to force the other party to honour its contractual commitments. The sanctity of contracts is the essence of an entrepreneurial system. Money is defined as that thing that will always discharge any and all legal contractual obligations. This view linking state enforcement of contracts with the definition of money is known as chartalism. (Davidson, 2002, p. 72)

A última sentença é particularmente interessante. Em seu *Treatise on Money* (1930), Keynes, de fato, faz referência ao livro de Knapp e à Teoria Cartalista da Moeda e concorda que a moeda não pode ser entendida de forma separada da atividade legislativa do Estado. Entretanto, o próprio livro de Keynes não contém qualquer afirmação relevante sobre a arrecadação de impostos. Aliás, temos um extenso parágrafo em que há uma notável descrição

de como a moeda é o meio mais utilizado para definir contratos e seus termos para o seu cumprimento e de como o Estado atua para garantir que os contratos sejam cumpridos:

... it is the State or Community not only which enforces delivery, but also which decides what it is that must be delivered as a lawful or customary discharge of a contract which has been concluded in terms of the money-of-account. The State therefore, comes in first of all as the authority of law which enforces the payment of the thing which corresponds to the name or description in the contract. (ibid, p. 4)<sup>16</sup>.

O que o Estado faz, então, é definir a unidade de conta que servirá como termo de resolução dos contratos que receberão proteção legal do próprio Estado. Recapitulando, em uma economia que se organiza com base na propriedade privada e em trocas realizadas por meio de mercados, os contratos monetários são o meio universalmente aceito para organizar as transações necessárias para a produção. E, segundo Davidson (2007, p. 126), “...o dinheiro é definido como o elemento que, por decreto do Estado, ao abrigo da lei civil dos contratos, libertará sempre todas e quaisquer obrigações contratuais.”

Os contratos possibilitam que diferentes combinações entre data de pagamento e realização dos serviços sejam formuladas. Minsky, descreve de forma resumida essa diversidade:

The cash flows for any asset or liability may be dated, demand, or contingent; they may be unconditional or may depend upon the functioning of the economy; they may be associated with owning or using an asset, or with the purchase or sale of an asset. The variety of cash payments in a modern capitalist economy is great. (Minsky, 1975, p. 68)

---

<sup>16</sup> Como se nota, a interpretação de Keynes, de que o Estado define a moeda ao definir o meio de se dar conclusão a contratos e se dispõe a atuar para a execução destes contratos, é diferente de uma teoria que considera que a moeda é definida pelo meio que o Estado aceita que tributos sejam pagos. Ainda assim, o próprio Keynes chamou sua teoria de Cartalista, o que, portanto, faz com que o emprego do termo adotado denote um significado distinto daquele usado pela MMT. Infelizmente, não é possível saber se isso se deve a alguma ambiguidade em um texto que não tem foco na história da moeda, se isso foi uma interpretação equivocada do próprio Keynes ou se era referência a apenas uma parte da Teoria Cartalista.

Segundo Davidson (2002, p. 73), essa possibilidade é essencial para que as firmas possam atuar de uma forma que seja eficiente em termos de controle de custos. Isso decorre do fato de que o empreendedor perderia o controle sobre seus custos caso ele fosse adquirir insumos intermediários à vista na mesma data em que são necessários. Portanto, é usual que contratos a prazo sejam utilizados para que insumos básicos sejam adquiridos em um momento que preceda a data em que serão de fato utilizados.

Por fim, os contratos monetários são uma instituição criada para reduzir a incerteza inerente às transações realizadas em um sistema de mercado, sendo que esse ponto é uma das marcas que a escola pós-keynesiana carrega como característica própria. Segundo Cottrell (1994, p. 592), três afirmações podem ser colocadas:

1. A complexa divisão do trabalho que caracteriza a economia capitalista seria impensável sem um meio de troca universalmente aceito como a moeda.
2. Os contratos monetários de dívida surgem pelo fato de que os contratos de pronto pagamento não são sempre os mais adequados porque o processo de produção demanda tempo e, portanto, as firmas precisam de financiamento que se dá por meio de emissão de dívidas.
3. Uma certa rigidez nominal dos salários é condição para que a moeda cumpra seu papel de forma adequada. Se todos os mercados fossem de pronto pagamento, com salários totalmente flexíveis, isso ocasionaria um grau intolerável de incerteza sobre os custos de produção.

Dessa forma, como Arestis (1996) e Kregel (1980) afirmam, os contratos monetários e a própria moeda são instituições que cumprem a função de diminuir a incerteza que existe nas transações recorrentes em um sistema econômico capitalista. Como apontado anteriormente, a escola pós-keynesiana não é a única que busca tratar de temas econômicos partindo da observação de que os agentes atuam em um contexto de incerteza. Até mesmo na literatura da chamada Nova-Economia Institucional, temos exemplos de como a incerteza pode influenciar decisões e, portanto, afetar a forma como os recursos econômicos são utilizados. Segundo Furubotn e Richter (1998) a diferença de tempo que existe entre a formulação de um contrato e a sua realização gera duas dificuldades para que se atinja uma alocação eficiente de recursos, que são a incerteza e a assimetria de informações entre os agentes, com esta última sendo ocasião para que o comportamento oportunista seja esperado.

Entretanto, é uma marca distinta da teoria pós-keynesiana que a incerteza seja relacionada com a moeda e com os contratos, e ainda mais nos termos que esta escola propõe pois, segundo Davidson (2002, p. 59): “*A nonergodic (uncertain) environment provides an analytical rationale for the existence of fixed money contracts and nonneutral money*”. Minsky faz uma colocação que define o problema aqui discutido em outros termos:

A capitalist economy is characterized by private ownership of the means of production and private investment. In a sophisticated capitalist economy, monetary and financial institutions determine the way in which the funds required both for the ownership of items in the stock of capital assets and for the production of new capital assets are obtained. (Minsky, 1975, p. 54)

De outra forma, temos também:

The only special value of money is that in the form in which it exists it can be used to make cash payments. ... In a world with private debts denominated in money, money is a safe asset for meeting such commitments. (ibid, p. 69-70)

Em suma: as economias modernas organizam seus recursos por transações de direitos por meio de mercados. Essas transações são definidas por meio de contratos especificados em termos monetários, que permitem uma variedade de arranjos entre suas formulações e a realização da entrega prometida. A diversidade de contratos possíveis reduz a incerteza que existe em um mundo em que os processos produtivos demandam tempo e eventos adversos imprevisíveis podem ocorrer no prazo entre a implementação de uma decisão e a realização de seu resultado. Portanto, sem um meio de troca amplamente aceito, a complexa divisão de trabalho que se observa nas economias modernas estaria muito mais limitada.

Na próxima seção, mostraremos como essa função que a moeda realiza para o sistema como um todo se relaciona com um tipo de serviço que só ela pode oferecer. Até aqui, vimos o desenvolvimento dos contratos como uma forma de reduzir a incerteza, a seguir, mostraremos como que a moeda pode ser desejada como opção estratégica para se proteger da incerteza ao apresentar a teoria da preferência pela liquidez. De certa forma, esses dois aspectos não são separáveis, ou seja, não se compreende um sem menção ao outro. Entretanto, a característica

que a moeda possui de ser o ativo líquido por excelência não depende somente dela ser o meio aceito para a resolução dos contratos, mas também de como as instituições do Estado se organizam em torno da política monetária, fato que será discutido em sessão posterior.

## 2.6 Preferência Pela Liquidez

Liquidez é a propriedade que um ativo pode ter, em maior ou menor grau, de ser convertido em poder de compra de forma ágil e sem custos em termos de perda de valor com respeito ao preço de venda que se poderia obter caso o prazo de realização do ativo fosse estendido. Ou seja, seu portador pode revendê-lo sem muita espera e sem perdas de capital associadas a uma desvalorização pelo fato do bem ter sido vendido em um prazo curto. Assim, fica notável que a moeda é o ativo que possui maior liquidez entre todos os outros, por ser simultaneamente unidade de conta e meio de pagamento (Carvalho, 1992, p.). A teoria da Preferência Pela Liquidez é uma teoria sobre os motivos que levam os agentes a demandarem liquidez e quais os efeitos disso para o sistema econômico como um todo.

Para a ortodoxia convencional, a economia dos contratos é tratada como um problema de assimetria de informações e incerteza<sup>17</sup> sobre eventos futuros recebendo diferentes nomes na literatura, como economia da informação e dos incentivos, economia dos contratos etc<sup>18</sup>. Assim, assumindo que um conjunto de informações relevantes não está igualmente distribuído e que seja custoso de ser transmitido, os problemas de seleção adversa (anterior à formulação do contrato) e risco moral (ação não observada durante a execução do contrato) são discutidos pela formulação de um jogo que pode ser sequencial, ou não. Por exemplo, um principal que tem de propor um contrato atrelado a um resultado observável, considerando uma diversidade de estados de natureza, que ofereça um certo mínimo de reserva e que também apresente os incentivos que induzam o agente a tomar a escolha vista como preferida pelo principal. O contrato formulado é definido como a solução encontrada para o problema a partir de alguma definição de equilíbrio. Assim, os problemas de informação e de diferentes estados de natureza fazem com que os termos do contrato sejam ajustados de forma que a solução mais eficiente (*first-best*) não seja a que de fato é implementada, mas ainda se alcança um *second-best* que não se encontra tão distante, necessariamente. Ou, de outra forma, como em Williamson (1985),

---

<sup>17</sup> Usualmente apresentados com a teoria da utilidade esperada.

<sup>18</sup> Como exemplos, temos Furubotn e Richter (1998), Salanié (1997), Laffont e Martimort (2005).

a frequência e especificidade dos ativos sendo transacionados podem ser a ocasião para que diferentes tipos de governança sejam implementados para que os custos de transação, tanto *ex ante* quanto *ex post*, sejam evitados.

Em todo caso, a teoria enxerga o cerne do problema na formulação e alteração dos termos em que os contratos são definidos para que, dependendo do caso, um agente seja capaz de descobrir o tipo de outros agentes (*screening*), para algum agente poder informar alguma característica sua (*signaling*), para fornecer os incentivos necessários para que alguma ação não observada seja escolhida ou, então, para que se identifiquem as estruturas de governança que devem ser aplicadas a cada contexto.

A teoria pós-keynesiana aborda o problema de forma distinta. Os eventos econômicos são não ergódicos, a sua repetição não implica que existam distribuições de probabilidade que possam ser conhecidas e, além disso, certos eventos são de realização única, ou seja, as decisões são *cruciais no sentido de Shackle*. Em várias situações relevantes, não é possível de se extrair uma lista completa para os possíveis eventos futuros e nem a probabilidade associada a cada estado de natureza. Ou seja, a incerteza que existe na formulação dos contratos não implica apenas a modificação ou escolha de seus termos. Isso não significa que os agentes não se importem com os tipos de incentivos que são oferecidos pela forma em que os termos de um contrato são colocados.

O que a teoria pós-keynesiana afirma, de fato, é que os agentes procuram outras formas de se defender contra a incerteza que envolvam a manutenção da capacidade de realizar pagamentos em algum momento futuro. Por exemplo, firmas que desejam que parte de seus ativos que compõem seus balanços sejam definidos em ativos que possuam o atributo de liquidez, já definido, mais acima, como a capacidade de o bem ser revendido em prazo curto e sem perdas em seu valor. Como Hicks (1974) exemplifica, existem eventos que só serão conhecidos em um momento futuro e que podem demandar que o agente possua meios de realizar pagamentos que anteriormente não eram esperados. Entretanto, a escolha da combinação de ativos retidos no momento presente pode fazer com que uma alteração nessas composições seja limitada em algum momento posterior como, por exemplo, a aquisição de bens de capital, que não podem ser revendidos em um mercado secundário pelo mesmo valor em que foram adquiridos. De outro modo, certas decisões feitas em um momento presente comprometem as opções futuras de um agente para um conjunto mais restritivo. Dadas essas características do contexto, os agentes também consideram desejável que seus balanços sejam



organizados de forma que uma certa “flexibilidade” seja mantida e carregada para o momento futuro.

Um meio de se garantir esse tipo de flexibilidade para decisões em momentos futuros é pela reserva de ativos que sejam líquidos e, portanto, a própria moeda tem papel destaque por ser o meio líquido por excelência. Segundo Davidson (2002, p. 74): “*Liquidity is the ability to meet all one’s money contractual liabilities as they come due.*” O fato de que os agentes não conseguem listar todos os possíveis estados de natureza futuros faz com que seja impossível de se conseguir seguro para os estados que não podem ser previstos. Ou seja, os mercados são incompletos, e, portanto, a melhor forma de se ter controle sobre a capacidade de realizar transações no futuro é a escolha, no presente, de se ter uma parcela da própria riqueza retida em ativos que podem facilmente ser convertidos em meios de pagamento, ou seja, moeda. De outra forma, os agentes precisam da existência de um meio de se carregar poder de compra genérico para se proteger da incerteza que existe em uma economia capitalista. Aí que a moeda se revela ser importante para realizar esse tipo de serviço, pois é a própria moeda que é utilizada de meio para se resolver as obrigações contratuais. Segundo Carvalho:

Money in an entrepreneurial economy, being the means through which any contractual obligation is settled, is purchasing power in general form. If the future is uncertain in the sense of the term that Keynes proposed, one needs protection against unspecified and unspecifiable adverse future events. Only the possession of money can offer a blanket protection against future disappointments of economic expectations. (Carvalho, 2015, p. 15)

Temos então que a moeda é desejada por ser capaz de oferecer uma forma de proteção quando há incerteza percebida pelos agentes sobre as transações que serão realizadas em um momento futuro. Essa demanda surge das próprias características de como o sistema econômico se organiza por meio de contratos que estipulam ações a serem realizadas, mas que não podem incorporar em sua formulação todas as possibilidades de um futuro desconhecido.

Esse é, então, o significado da Teoria da Preferência pela Liquidez, uma teoria que propõe uma explicação do porquê agentes racionais desejam reter um ativo cujo retorno nominal é nulo quando existem outras opções que podem oferecer algum retorno positivo. De como a moeda é um ativo que concorre com outros em uma estratégia de acumulação de riqueza devido à percepção de incerteza e de a moeda ser o meio pelos quais os contratos são definidos

e resolvidos pois “o único valor especial da moeda é que, na forma em que existe, ela pode ser usada para fazer pagamentos em dinheiro” (Minsky, 1975, p. 94). Cabe ressaltar que essa demanda diz respeito a qualquer tipo de transação que os agentes possam querer realizar, mas que não podem prever de antemão quando serão necessárias e nem mesmo de qual tipo. A arrecadação de tributos, por exemplo, não necessariamente cabe na discussão da presente seção por ser um tipo específico de transação que os agentes precisam realizar, mas que tem data marcada, regularidade definida e valores que são possíveis de se prever de antemão<sup>19</sup>. Consequentemente, a suposição de que a moeda é aceita pela cobrança de impostos, e somente por esse meio institucional, é ignorar uma série de fatores que estão relacionados com a forma pela qual as economias modernas se organizam (contratos), como também deixar de levar em conta uma importante característica que molda o contexto em que os agentes tomam suas decisões (incerteza).

Sendo assim, podemos considerar que o Estado pode incentivar o uso de alguma unidade que ele queira que seja utilizada pelo setor privado em suas transações ao se dispor a oferecer a proteção legal para os contratos que são denominados nessa unidade monetária. Novamente, os agentes demandam alguma forma de flexibilidade em suas tomadas de decisão como forma de se proteger contra incerteza e a moeda, por ser o meio de se resolver as obrigações contratuais, é o ativo que melhor pode servir para atender essa necessidade. Sendo assim, podemos considerar uma afirmação do tipo que se encontra presente em Tchervena (2006, p. 71) como sendo incompleta, se comparada com todas as considerações feitas até o momento:

Money functions, first and foremost, as an abstract unit of account, which is then used as a means of payment and the settling of debt. Silver, paper, gold or whatever ‘thing’ serves as a medium of exchange is only the empirical manifestation of what is essentially a state-administered unit of account. Thus, the function of money as a medium of exchange is incidental to and contingent on its first two functions as a unit of account and as means of payment<sup>20</sup>. (Tcherneva, 2006, p. 71)

---

<sup>19</sup> Isso não significa que a compreensão das normas e regulamentos para o pagamento de impostos seja uma atividade trivial, que a interpretação das leis relevantes não seja uma atividade custosa. Entretanto, este é um problema que possui alguma solução que pode ser delimitada em termos de um conjunto de passos bem definidos. Para os problemas de incerteza de uma economia de mercado, simplesmente não há base científica suficiente para que o conhecimento necessário sobre o futuro seja alcançado.

<sup>20</sup> “*means of payment*” sendo aqui entendido como a unidade de conta aceita para pagar as obrigações que o Estado impõe.

Entretanto, toda a argumentação da presente seção mostra que a moeda, assumindo o papel de proteção contra incerteza, não surge de forma subsidiária ao pagamento de impostos. Em sentido contrário ao da tese da MMT, temos, por exemplo, Davidson afirmando que:

Liquidity is a fundamental recurring problem whenever **people organize most of their income receipt and payment activities on a forward money contractual basis**. For real world enterprises and households, the balancing of their checkbook inflows against outflows to maintain liquidity is the most serious economic problem they face every day of their lives. (Davidson, 2002, p. 78)

Com o destacado na citação anterior mostrando que o problema se encontra nos próprios contratos monetários, isto é, na forma pela qual as economias organizam a produção e distribuição de recursos. Portanto a moeda "...é um ativo peculiar e especial da perspectiva dos fluxos de caixa e de um mundo de complexos compromissos financeiros." (Minsky, 1975, p. 94)

De resto, a Teoria da Preferência pela Liquidez também é uma teoria sobre a determinação do retorno dos ativos financeiros em condições de incerteza, com a taxa de juros sendo interpretada como a remuneração demandada ao renunciar a liquidez por um determinado período. A relação entre a taxa básica de juros, o retorno de outros (fluxo de quase rendas esperado, custo de carregamento e ganhos de capital esperado) e os seus impactos no nível de renda e de emprego são discutidos no capítulo 17 da Teoria Geral. Entretanto, toda a teoria parte da observação de que os agentes demandam moeda como proteção contra incerteza por ser o meio em que os contratos são pagos.

Portanto, em decorrência da incerteza sobre eventos futuros, os agentes buscam alguma forma de proteção para garantir a capacidade futura de liquidar contratos, comportamento que se traduz em demandar ativos líquidos com a própria moeda assumindo uma importância particular. Entretanto, algumas condições são necessárias para se determinar em que medida um ativo é líquido ou deixa de sê-lo, e em que grau. Essas condições surgem das características do mercado em que um bem pode ser transacionado e, no caso da moeda, estas são garantidas de forma institucionalizada pelo próprio Estado. De outra forma, não basta que a moeda seja o item em que os contratos são denominados, mas, também, o Estado precisa se envolver com um conjunto mais amplo de instituições para garantir que a moeda seja um ativo líquido por ser dotados de propriedades particulares no que diz respeito a sua oferta.

## 2.7 O que faz a moeda ser líquida

As seções anteriores desenvolveram toda a argumentação para considerar que a moeda tem seu uso aceito pelo fato de que uma economia capitalista contemporânea depende do uso de contratos definidos em termos monetários para organizar um amplo conjunto de atividades essenciais para a produção e consumo de recursos. Como os processos produtivos demandam tempo e os agentes tomam decisões em um contexto de incerteza, a possibilidade de que seja preciso realizar pagamentos que, em um momento inicial, não eram antecipados proporciona o incentivo para que os agentes aloquem uma parte de seus ativos acumulados em forma líquida para se proteger contra eventos futuros adversos imprevistos.

Essa demanda por poder de compra não realizado como forma de segurança pode ser atendida por diversos ativos de forma mais ou menos adequada. A capacidade de que um ativo seja convertido em poder de compra em um prazo ágil e sem perdas muito consideráveis de valor é uma característica variável de ativo para ativo, segundo as características particulares do mercado em que cada um pode ser negociado. Por exemplo, um agente que deseje realizar um ativo em um prazo curto precisa que já exista uma demanda garantida para o mesmo, de forma que o custo de transação associado a encontrar algum possível comprador seja negligenciável. Por exemplo, como fica notável, o ativo em questão, por estar sendo revendido, deve ser do tipo que possui um mercado secundário.

Dessa forma, é necessário que os mercados sejam organizados de forma que se atendam certos requisitos importantes sumarizados por Carvalho (1992) e Davidson (2002) que delimitam em que circunstâncias um ativo é líquido. Como já comentado, é preciso que exista um mercado secundário para o ativo em questão. Em segundo lugar, o valor desse bem deve ser estável ao longo do tempo, sem variações que sejam muito bruscas ou imprevisíveis. Isso porque, quanto mais garantido for que um dado ativo terá seu valor preservado dentro de certo nível esperado, melhor esse mesmo ativo pode servir como forma de se preservar poder de compra não realizado que sirva para realizar contratos futuros.

Acompanhando a exposição de Carvalho (1992), podemos listar três características que deve estar presentes para que um mercado possa ser considerado eficiente, no sentido proposto de configurar certo ativo como portador de liquidez:

- 1) **Densidade:** está relacionada com o tamanho do mercado em questão. Isto é, quanto maior for o número de participantes no mercado, mais denso ele é. Essa característica diz respeito ao quão facilmente algum ofertante pode assumir de forma segura a expectativa de encontrar algum comprador para o bem do qual deseja se desfazer. Ou seja, quanto mais compradores potenciais estiverem participando do mercado, menos pressionado será o agente para realizar uma venda em um preço menor, caso a necessidade de que isso seja feito em um prazo curto seja incontornável. A densidade também se relaciona com o grau de substitutibilidade entre diferentes unidades do mesmo bem. Isto é, em que nível e de que forma as unidades de uma mesma classe diferem entre si de acordo com características físicas ou idade, o que torna os itens individuais do conjunto, em um certo sentido, indistinguíveis. Ativos de capital físico, por exemplo, são projetados com um uso específico em mente, o que impede que diferentes unidades sejam indistinguíveis nesse sentido, e, portanto, os mercados para essa classe de bens são menores e não podem ser facilmente descartados.
- 2) **Permanência:** diz respeito ao período de operação de um mercado em questão. Quanto maior for a permanência de um mercado, maior é a garantia de que dado agente será capaz de encontrar um comprador para o ativo que deseja descartar, e no momento que for necessário.
- 3) **Organização:** este é um ponto crucial pelo fato de que os mercados são instituições criadas por atores humanos para regular e facilitar certos tipos de interações. Isto é, os mercados são uma estrutura de governança, um conjunto de regras sobre quais ações podem ser tomadas e como essas regras são aplicadas e transgressões são sancionadas. No caso em consideração, um mercado é mais organizado quando neutraliza flutuações excessivas no preço dos ativos que podem prejudicar a permanência do próprio mercado. Conter essas flutuações é a função de um agente denominado de *market maker*, cuja eficácia depende de duas condições: i) o grau em que essas flutuações são consideradas aceitáveis e ii) os recursos que um market maker pode utilizar para que tais flutuações sejam reguladas.

Essa garantia de um mercado centralizado pela moeda também pode ser vista como a manutenção de um sistema de compensação de pagamentos interbancários, como descrito por Lavoie (2022, cap. 4), em que um banco toma algum empréstimo ou então recebe títulos públicos ao final do dia a depender se o seu saldo no final do dia foi negativo, ou não. Um sistema deste tipo pode ser organizado pelo Banco Central ou por uma instituição com o

propósito específico para esse papel. Entretanto, o surgimento dos primeiros Bancos Centrais está intimamente relacionado com a necessidade da criação de um sistema para organizar os pagamentos que os bancos realizam uns para os outros e, também, com a unificação da moeda em um mesmo território. De acordo com Ferguson (2008, p. 50), o primeiro exemplo de algo que pode ser definido como um Banco Central foi o Wisselbank (Banco de Câmbio) de Amsterdã, fundado em 1609, cuja criação tinha o propósito de resolver o problema de múltiplas moedas em circulação. No momento da fundação do Wisselbank, havia nada menos do que quatorze moedas locais em circulação nas Províncias Unidas, fora as moedas estrangeiras que também eram utilizadas pelos mercadores. O Banco de Câmbio solucionou o problema ao permitir que os mercadores abrissem contas denominadas em uma moeda única e, portanto, pudessem realizar seus pagamentos pela movimentação entre contas sem necessidade da moeda em espécie. Já o segundo Banco Central (*ibid.* p. 51) foi o Riskbank, da Suécia, fundado com o mesmo propósito que o Wisselbank, mas com o diferencial de poder conceder empréstimos ao setor privado.

De qualquer modo, o fato é que a necessidade de liquidez presente nas atividades produtivas de uma economia capitalista tem como requisito uma estrutura de governança que é criada e mantida pelo próprio Estado. Assim, tudo aponta para que a aceitação de alguma moeda para a circulação dependa de um conjunto mais amplo de instituições e atividades estatais do que somente a sua aceitação como meio de saldar obrigações tributárias. No caso desta seção, a discussão aponta para a manutenção de um sistema de pagamentos unificados e alguma forma dos bancos comerciais terem acesso à liquidez concedida por um Banco Central pois, como foi visto, o surgimento dessas instituições está atrelado à necessidade de se unificar o uso de uma moeda em um dado território.

## **2.8 Dolarização em países Latino-Americanos**

Além de todas as considerações feitas a partir da teoria monetária pós-keynesiana, podemos tomar como exemplo o evento que se observa em alguns países latino-americanos da substituição de moedas, também conhecido como dolarização. Em termos práticos, esse evento se define como o uso de alguma moeda estrangeira, que na maioria dos casos é o Dólar Americano, em detrimento da moeda doméstica para as funções básicas gerais que a moeda possui. Ou seja, os residentes de um país começam a utilizar uma moeda de outro país para as funções de unidade de conta e reserva de valor e, em menor medida, como meio de pagamentos.

A dolarização pode não ser somente uma consequência espontânea do comportamento dos agentes, como também pode ser uma escolha de política econômica que tenha como objetivo a redução de uma inflação que se encontre em patamar muito elevado. Por exemplo (Giustina, 2015), temos o caso da Argentina, que passou por episódios de liberalização financeira e permitiu que seus residentes fossem portadores de depósitos à vista denominados em dólares a partir do Plano Cavallo, de 1991, até o episódio do confisco de poupança em dólares de 2001 conhecido como *Corralito*. Portanto, a dolarização, entendida como o estabelecimento de alguma âncora nominal, a adoção de um *currency board*, o uso interno de uma moeda estrangeira etc., também já foi vista como medida necessária, por alguns economistas, para se concluir algum programa que buscasse estabilidade em épocas em que a maioria dos países Latino-Americanos apresentava descontrole inflacionário<sup>21</sup>.

Entretanto, uma grande dimensão do fenômeno se discute em âmbito microeconômico a partir das decisões dos próprios agentes e existem diversas causas apontadas pela literatura para que tal evento se observe. Calvo e Rodriguez (1977) e Ortiz (1983) consideram que o fenômeno se dá pelo efeito na escolha de portfólio dos agentes, pois uma moeda que apresenta inflação mais alta pode ser considerada pelo público como sendo um ativo de menor retorno do que outra moeda que apresente valor mais estável. Para Gómez (2019), o evento está muito relacionado com a falta de confiança que os agentes podem ter na política econômica. Além disso, Vieira e Resende (2016), também consideram outro efeito que se dá na escolha de portfólio dos agentes partindo da própria teoria pós-keynesina da Preferência pela Liquidez, quando estes buscam reter ativos que são mais líquidos estarem incertos a direção da política macroeconômica e volatilidade da taxa de câmbio e da inflação, por exemplo, e estimam um modelo econométrico que mostra que a dolarização é maior quando algum país tem menos acesso à liquidez vinda do exterior.

Dito de outra forma, uma parcela significativa do que se define e se observa como a dolarização ocorre por meio de canais extraoficiais, pelas próprias escolhas dos agentes. Isso significa que tal evento também possui uma dimensão que foge da capacidade de influência direta dos formuladores de política macroeconômica. Além disso, a dinâmica da dolarização, apesar de se iniciar em episódios de inflação acelerada, possui uma persistência mesmo após a realização do controle inflacionário. Ou seja, a substituição da moeda doméstica por moeda estrangeira em certas funções apresenta uma histerese que a torna um fato de difícil reversão posterior. Segundo dados levantados por Guidotti e Rodriguez (1992), a Bolívia iniciou um

---

<sup>21</sup> Sobre a dolarização como política econômica, suas defesas e uma crítica à proposta feita a partir do caso brasileiro, ver Batista Jr. (1993a e 1993b)

processo de dolarização em meados de 1985 com uma inflação de 50 p.p. ao ano que foi crescente, com uma razão de 60% de depósitos em moeda estrangeira em relação ao M2 medido em moeda doméstica ao fim da década, mesmo que a inflação tenha caído para 30%, ou seja, uma substituição de moedas em um contexto de inflação decrescente. Além disso, os autores oferecem evidência econométrica de que a dolarização é um processo para o qual choques iniciais possuem efeitos permanentes no longo prazo. A interpretação teórica sugerida é de que há um custo associado de se alterar a denominação monetária em que transações são realizadas, com ganhos de escala se mais transações são realizadas em uma única moeda, evidenciando assim a existência de externalidade de rede

Em outras palavras, um aumento na inflação faz com que os agentes passem a denominar suas transações em uma moeda estrangeira, sendo que o incentivo é maior quanto mais agentes decidirem repetir o mesmo procedimento, o que significa que o uso de uma mesma moeda para um conjunto de agentes é o tipo de escolha que apresenta externalidades de rede (Feige *et al.* 2002). Por fim, os agentes podem decidir continuar usando a moeda estrangeira como denominação para suas transações, mesmo que se observe uma queda no nível de inflação, devido aos custos associados de se realizar a mudança de volta para a moeda doméstica.

No caso da Argentina, em particular, a dolarização da economia persistiu apesar do abandono do *currency board* há anos atrás. De fato, segundo Scarinci (2015), hoje em dia o país adota uma política bem mais restritiva e taxativa para a aquisição e posse de dólares e, mesmo assim, o dólar para o mercado paralelo (dólar *blue*) apresentou, para os anos de 2011 a 2014, um comportamento de estar sistematicamente mais valorizado do que a taxa de câmbio oficial. Portanto, a substituição entre moedas na Argentina perdura para além dos canais iniciais colocados pela política macroeconômica e hoje em dia ocorre de forma extraoficial e desincentivada<sup>22</sup> pelo próprio Estado.

Em suma, a dinâmica que ocorre é a seguinte: a partir de um episódio de inflação elevada, os agentes buscam compor seus portfólios em moeda estrangeira e passam a denominar transações nessa moeda, sendo que a dolarização pode se iniciar também por medidas de política econômica que se direcionam ao controle inflacionário. Entretanto, pelo fato de que existem custos de se reverter a denominação das transações e externalidades de rede que tornam

---

<sup>22</sup> Foi o chamado *cepo cambiario*, um conjunto de medidas restritivas colocadas a partir de 2011, como a solicitação de licenças para firmas poderem comprar dólares e a limitação de até 40% dos salários poderem ser destinadas para a aquisição de moeda estrangeira (BADOSA, 2015). Essas medidas foram temporariamente removidas a partir de 2015, mas tiveram um retorno a partir de 2019 (MOSQUERA e STURZENEGGER, 2021).



mais vantajoso do ponto de vista individual usar a moeda estrangeira quando já existem outros agentes que já o fazem, a dolarização persiste, mesmo após o controle inflacionário e a remoção das medidas inicialmente impostas. Assim, a moeda estrangeira substitui a doméstica em suas funções pelo próprio comportamento espontâneo dos agentes, tornando-se uma situação de difícil reversão, apesar de o governo não aceitar a moeda estrangeira como meio de pagamento de tributos e até desincentivar a sua posse por meio do estabelecimento de licenças e da taxação.

Temperley (2022) analisa o caso da Argentina para os anos de 2003 a 2019. Há uma dificuldade de se quantificar a dimensão da dolarização por meio de estatísticas oficiais, já que este é um fenômeno que ocorre em grande medida em um mercado paralelo de câmbio e é difícil de se estimar, com precisão, quando as transações estão utilizando uma moeda estrangeira como meio de pagamento. Entretanto, segundo dados do autor, o dólar americano, mesmo no período de 2011 a 2015, com as restrições impostas pelo *cepo cambiario*, permaneceu denominando cerca de 10% dos depósitos do país, tanto os à vista como a prazo. A partir de 2015, com a remoção das restrições, este patamar subiu para mais de 40%.

Apesar disso, a Argentina, que não aceita pagamentos de impostos sendo realizados em moedas estrangeiras, experimenta a situação de ver sua moeda tendo seu uso substituído pelo dólar americano por motivos que estão relacionados com a performance macroeconômica do país, com medidas adotadas em décadas anteriores e pelo próprio comportamento dos agentes ao buscarem manter uma proporção de ativos líquidos na composição de seus portfólios.

## **2.9 Conclusões do Capítulo**

Ao longo deste capítulo, vimos como a teoria pós-keynesiana considera a moeda a partir das relações contratuais pelas quais uma economia capitalista se organiza. As economias modernas dependem da moeda e dos contratos para organizarem sua produção, e isso faz com que a necessidade da moeda seja algo do contexto cotidiano de uma economia que se organiza por meio de trocas em mercados. Isso significa que, ao invés de uma teoria que considera que é a imposição de tributos que está por trás do uso da moeda em transações privadas, a teoria pós-keynesiana considera, no geral, que esse fato se deve às necessidades organizacionais e produtivas do próprio capitalismo e à proteção que o Estado oferece aos contratos formulados em dada moeda.

O uso da moeda e o desejo de sua posse está intimamente relacionado com a percepção de incerteza que os agentes possuem sobre o futuro, fato que é inerente a uma economia capitalista, para a qual os eventos econômicos são de natureza não-ergódica. Nesse contexto, os contratos monetários são uma instituição que serve para mitigar parcialmente a incerteza, com a moeda sendo desejada pelos agentes não só pela necessidade de realizar os contratos já previstos, mas também como forma de seguro contra possíveis eventos adversos que não podem ser antecipados no momento inicial das formulações de decisão.

Além disso, o próprio exemplo que se pode tomar de países da América Latina que experimentam a situação de verem suas moedas sendo substituídas em uso doméstico coloca em xeque a afirmação da MMT de que a tributação é suficiente para estabelecer a aceitação da moeda que o Estado emite. A causa de tal fenômeno é atribuída ao efeito que episódios de inflação alta possuem na composição de portfólio dos agentes, quando a moeda doméstica deixa de ser uma boa forma de reserva de valor, e a substituição perdura pelos efeitos de externalidades de rede que tornam mais vantajoso do ponto de vista individual portar moeda estrangeira quanto mais agentes já o fazem.

Portanto, podemos afirmar que a hipótese da MMT que relaciona o uso da moeda com a cobrança de impostos é um raciocínio que apresenta diversas lacunas, quando comparada com a teoria monetária pós-keynesiana, e um baixo poder explicativo, quando se considera o exemplo histórico das dolarizações das economias Latino-Americanas.

## Capítulo 3: Soberania Monetária e Restrição Financeira ao Gasto Público

### 3.1 Introdução

Neste capítulo, é discutida a afirmação da MMT de que não há restrição financeira para um Estado que possui soberania monetária. Entretanto, esta tese é exposta pressupondo-se que há uma união institucional entre o Tesouro e o Banco Central. Ou seja, que a autoridade monetária é autorizada a comprar títulos da dívida pública diretamente em um mercado primário, sendo que esta operação é vedada pela constituição de diversos países (Lavoie, 2022, cap. 4). Se este tipo de pressuposto não prevalecer, o Estado pode sim enfrentar restrições financeiras e, portanto, a afirmação central da MMT torna-se equivocada.

Além disso, como apresentado no primeiro capítulo, a MMT afirma que a arrecadação de tributos e a emissão de títulos não possuem a função de financiar o gasto público e são operações realizadas para estabilizar o impacto que o gasto público gera nas reservas bancárias. Entretanto, em um contexto em que o Banco Central não pode financiar o Tesouro diretamente, o gasto público depende de movimentações na conta que o Tesouro mantém no Banco Central, cujo saldo deve ser recomposto por outras certas operações que, no caso, incluem a emissão de títulos públicos e a arrecadação de tributos.

Apesar dessas limitações, os autores da MMT costumam argumentar que, se um Estado enfrenta limitações financeiras, estas são apenas restrições autoimpostas. Ou, que são restrições colocadas sem nenhum propósito e que podem facilmente ser modificadas. Contudo, o estabelecimento de um quadro institucional para alguma atividade Estatal também depende da interação de diversos fatores que atuam de forma simultânea, o que, dificilmente, pode ser considerado como algo autoimposto.

Além desta introdução, este capítulo mais cinco seções. Na seção 3.2, os possíveis limites para a política fiscal são discutidos, para que a afirmação da MMT seja colocada de forma específica, já que os autores desta escola não afirmam que o uso de uma política fiscal expansiva possa ser indesejável, mas, sim, que sua execução nunca é restrita financeiramente. Na seção 3.3, são apresentados os diferentes tipos de movimentações contábeis que ocorrem quando o Estado executa a sua política fiscal com base na exposição de Lavoie (2022, cap. 4) e os limites financeiros para o gasto público em cada caso. Dependendo do tipo de relação que o Banco Central mantém com o Tesouro, e se o primeiro é autorizado a comprar títulos da dívida pública diretamente, o Estado pode estar restrito financeiramente, ou não, dependendo

do caso. Na seção 3.4, é feito um comentário sobre como arranjos institucionais se modificam ao longo do tempo pela interação complexa de diversos fatores e o caso brasileiro é discutido na seção 3.5, com o arranjo institucional sendo apresentado e sua evolução histórica sendo discutida. Por fim, na seção 3.6, são apresentadas as conclusões finais do capítulo.

## 3.2 Limites da política fiscal

O uso da política fiscal como instrumento estabilizador de uma economia pode ter limites segundo diversas vertentes teóricas de pensamento macroeconômico. Esta seção busca apresentar os tipos de limitação que são normalmente considerados para a política fiscal. Essa apresentação será feita com o propósito de separar uma das afirmações da MMT<sup>23</sup> de outras discussões macroeconômicas sobre a política fiscal.

Em primeiro lugar, a política fiscal pode ter um efeito fraco sobre o nível de atividade. Ou seja, o impacto do gasto do governo sobre o nível de atividade pode ser menor do que o que se espera pelo efeito multiplicador ser baixo. Segundo Pires (2017, p. 2017), o multiplicador fiscal não é um parâmetro estrutural, podendo ser influenciado pelo comportamento de vários outros fatores de uma economia, como a política monetária, o estado do ciclo econômico, a composição do gasto público e o grau de abertura econômica, entre outros (Resende e Pires, 2021).

É possível apresentar vários casos ilustrativos na literatura teórica sobre alguma possível fraqueza de estímulo da política fiscal. Uma economia que apresente uma elevada propensão marginal a importar pode ter um multiplicador fiscal menor pelo fato de as exportações líquidas apresentarem uma queda mais sensível a uma elevação da renda doméstica. Em um modelo IS-LM-BP de livro texto, com câmbio flexível e perfeita mobilidade de capitais, a política fiscal não surte qualquer efeito. Certos modelos neoclássicos apresentam uma construção teórica em que o multiplicador fiscal é reduzido pelo seu impacto negativo sobre o consumo privado (Pires, 2017, p. 106).

Também existem casos em que uma expansão fiscal pode não ser desejável. Por exemplo, se um país se encontra em uma situação de déficits persistentes na conta corrente e em uma possível crise de balanço de pagamentos, uma expansão fiscal pode prejudicar ainda

---

<sup>23</sup> Como visto no primeiro capítulo, a MMT afirma que de que um Estado que opera em regime de câmbio flexível e pode cobrar impostos sobre a própria moeda que emite não enfrenta restrições financeiras.

mais a situação ao diminuir as exportações líquidas. Neste caso, a condução da política fiscal é limitada, podendo até mesmo atuar de maneira pró-cíclica, dependendo da pressão que os mercados exerçam para que políticas de austeridade sejam tomadas para gerar credibilidade e reduzir o risco percebido de default (Ocampo, 2016, p. 10). Além de problemas de balanço de pagamentos, a política fiscal pode ter pouco efeito e ainda criar uma pressão inflacionária. Em outras palavras, temos exemplos de quando uma política fiscal expansiva pode não ser desejada por: 1) seus impactos inflacionários ou 2) pela restrição imposta pelo balanço de pagamentos.

Os exemplos acima não buscam expor de forma exaustiva as limitações da política fiscal, seja pelas suas limitações ou pelos contextos em que esta pode ser considerada indesejável. Antes de tudo, os casos ilustrativos servem para separar as limitações ou um efeito negativo da situação em que a política fiscal simplesmente não pode ser executada por restrições financeiras ao gasto do Estado. Em outras palavras, é a situação em que um Estado se propõe a adotar uma política fiscal mais expansiva, mas não possui os meios financeiros para isso.

Uma das proposições da MMT é que um Estado que possui soberania monetária, isto é, que é capaz de emitir e cobrar impostos sobre a mesma moeda, não se encontra restrito financeiramente. Em outras palavras, um Estado que emite a própria moeda não enfrenta restrições financeiras para realizar uma expansão fiscal. Isso não significa que a MMT não reconheça limites para uma expansão fiscal, apenas que estes limites não são se devem a uma restrição orçamentária.

Entretanto, toda a argumentação da MMT é apresentada em um certo tipo de arranjo institucional específico sobre a relação entre o Tesouro e o Banco Central que não necessariamente prevalece na maioria dos países. A argumentação dessa escola é válida para o caso em que o Banco Central pode comprar títulos do Tesouro em um mercado primário, mas não se sustenta para situações em que o Banco Central não compra títulos diretamente do mercado primário ou, até mesmo, nunca carrega títulos em seu balanço patrimonial. Fora isso, a MMT faz as seguintes afirmações: 1) o Estado gasta emitindo moeda ao elevar o saldo de reservas de bancos comerciais para, assim, creditar contas de depósitos à vista e, conseqüentemente 2) a emissão de títulos e arrecadação de tributos não são operações que possuem o propósito de possibilitar financeiramente a realização do gasto público. Entretanto, a análise de diferentes casos para a relação entre o Tesouro e o Banco Central também demonstra que essa afirmação, ignora o papel da conta única no balancete do Banco Central e, portanto, pode ser considerada também equivocada.

### 3.3 Relações entre o Tesouro, o Banco Central e o Setor Financeiro Privado

Existem diferentes tipos de arranjos institucionais que podem moldar as relações entre o setor financeiro privado e o Estado, com o Tesouro (parte fiscal) e Banco Central (parte monetária). Lavoie (2009, 2022) distingue diversos casos possíveis, partindo desde o mais simples, com uma economia que possui apenas um banco comercial e que emite notas bancárias à medida que capta depósitos à vista, até levando em consideração a relação entre tipos especializados de bancos<sup>24</sup> e formas alternativas pelas quais o Estado executa o gasto público. Para os propósitos deste capítulo, levamos em consideração dois casos cuja classificação se deve a Hicks (1974, p. 51) e se baseia e toma como base que tipos de operação se realiza entre o Banco Central e o setor financeiro privado:

1) *Asset-based economies*: Quando existe um estoque de títulos de dívida pública, ou algum outro ativo, previamente acumulado, que é comprado ou vendido pelo Banco Central a depender das necessidades do setor privado por reservas. Por exemplo, quando os bancos, como um todo, se encontram com um nível de reservas acima do necessário para realizar os pagamentos entre si, o Banco Central atua ao vender títulos da dívida pública acumulados em troca das reservas em excesso.

2) *Overdraft economies*: É o caso em que os Bancos do setor privado não possuem algum ativo para vender e precisam tomar empréstimos frente ao Banco Central para ter acesso às notas emitidas pela Autoridade Monetária. Por exemplo, um banco comercial que precise de moeda em espécie para algum correntista que deseje realizar saque pode conseguir essas notas ao recorrer ao Banco Central para tomar um empréstimo em que uma certa quantidade de títulos públicos seja oferecida como colateral.

A primeira classificação pode ser traduzida como “economia baseada em ativos” e a segunda como “economia à descoberto” ou “economia de crédito”. As duas se diferem, respectivamente, pelo fato de o setor privado conseguir vender algum ativo para a autoridade monetária em troca das reservas necessárias ou se isso se dá por meio de algum empréstimo concedido pelo Banco Central para o setor privado. Tendo em vista que a literatura em

---

<sup>24</sup> Como bancos de investimento, que se especializam em oferecer empréstimos para firmas não financeiras, e bancos comerciais, que captam depósitos à vista de pessoas físicas.

portuguesa ainda não possui um consenso sobre o uso desses dois termos, iremos utilizar os termos “economia baseada em ativos” e “economia à descoberto”, daqui em diante, para se referir, respectivamente, aos dois casos, quando necessário. Segundo Lavoie (2022, cap. 4), as economias do mundo real se encontram em um misto de regimes e se aproximam mais de um caso ou de outro a depender das regras constitucionais de cada país, como, por exemplo, se o Banco Central está autorizado a comprar títulos da dívida pública em um mercado primário, ou não, com alguns países em que o Banco Central não pode nem mesmo comprar títulos em um mercado secundário, como o caso da Zona do Euro anteriormente a 2012. (*ibid*, p. 225).

Neste capítulo, vamos apresentar as movimentações contábeis realizadas nos arranjos institucionais e discutir os limites particulares de cada uma. Sendo assim, teremos três casos:

1) Economia baseada em ativos, com o Banco Central podendo adquirir títulos da dívida pública tanto no mercado secundário como no mercado primário.

2) Economia baseada em ativos, com o Banco Central podendo comprar títulos públicos apenas no mercado secundário.

3) Economia a descoberto, quando o Banco Central não adquire títulos nem no mercado primário e nem no mercado secundário.

Além disso, também vamos assumir algumas hipóteses para simplificar a apresentação dos balancetes do setor financeiro e do Banco Central. Em primeiro lugar, supõe-se uma economia fechada em que o Banco Central não carregue Reservas Internacionais em sua carteira de ativos. Além disso, também se supõe que o setor privado não-financeiro não tenha demanda por moeda em espécie (papel-moeda)<sup>25</sup> para realizar suas transações. Por fim, que o setor financeiro privado pode ser agregado em um único balancete, sem distinção entre segmentos do setor bancário. Essas hipóteses servem para simplificar a exposição e colocar as afirmações da MMT de forma mais explícita. Portanto, temos que os balancetes de cada agente, em forma de estoque, podem ser apresentados da seguinte forma pela tabela 3.1:

---

<sup>25</sup> O desenvolvimento tecnológico tem feito cada vez mais com que pagamentos sejam realizados por meios eletrônicos, sem a dependência do papel moeda. Além disso, a demanda por papel moeda não altera as conclusões sobre o limite do gasto público apresentadas neste capítulo.

<b>Tabela 3.1: balanços patrimoniais do Banco Central e do setor bancário consolidado</b>			
Banco Central		Setor Bancário	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Títulos = Bc	Base Monetária = H	Empréstimos = L	Depósitos = D
Compromissadas = C	Conta Única = TC	Títulos = Bp	Compromissadas = C
	Reservas Bancárias = R	Reservas = R	Capital Próprio = E
Total:		Total:	
$Bc+C-(TC+R)=0$		$L+Bp+R-(D+C+E)=0$	

Fonte: Elaboração do autor.

Em que, nos ativos do Banco Central, temos os títulos em carteira livre (Bc), operações compromissadas (C) e, nos passivos, moeda emitida (H), o saldo da conta única do Tesouro (TC) e as reservas bancárias (R). Para o setor bancário, temos, nos ativos, os empréstimos ao setor não-financeiro (L), os títulos públicos em posse do setor financeiro (Bp) e as reservas (R) e nos passivos, temos os depósitos (D), as operações compromissadas (C) e o capital próprio dos bancos (E).

### **3.3.1 Economia Baseada em ativos, Banco Central atua no mercado primário**

Neste caso, o Tesouro e Banco Central são consolidados em uma mesma entidade entendida como o “Estado” de forma ampla. Assim, o Banco Central pode comprar os títulos que o governo precisa emitir para ajustar o balancete quando o Estado deseja aumentar em certa quantidade o saldo de reservas para realizar seus pagamentos. A emissão de títulos novos, em um mercado primário, pode ser considerada, portanto, como uma operação interna do Estado.

Na tabela 3.2, temos, na primeira linha, o Banco Central aumentando em 100 u.m a sua carteira de títulos públicos enquanto credita a conta única do tesouro na mesma medida. Na segunda linha, o Estado realiza os pagamentos necessários e, no balanço do Banco Central, o saldo da conta única é debitado para que as reservas sejam creditadas e, no balanço dos bancos, o saldo de reservas é debitado para que os depósitos sejam creditados. Na terceira linha, com o



setor bancário demandando uma fração de 10% dos depósitos à vista sob a forma de reservas, o Banco Central oferece os títulos necessários para que o ajuste seja realizado:

<b>Tabela 3.2: economia baseada em ativos, BC atua no mercado primário</b>			
Banco Central		Setor Bancário	
Bc: +100	TC: +100		
	TC= -100 R= +100	R= +100	D= +100
Bc= -90	R= -90	R: -90 Bp: +90	
Total:		Total:	
+100Bc -90Bc -(+100TC -100TC +100R -90R)=0		+100 R -90Bp +90 Bp -100 D = 0	

Fonte: Elaboração do autor

Neste tipo de institucionalidade, o Estado não tem restrição financeira do Estado, já que o Banco Central sempre pode comprar os títulos necessários para que as contas de depósitos sejam creditadas. Neste caso, o Banco Central sempre pode comprar os títulos que são necessários para que o gasto do governo seja realizado. A venda de títulos se torna uma operação interna do próprio Estado para o ajuste necessário aos balanços patrimoniais, independente do comportamento do setor privado. Neste caso, segundo Lavoie (2013 e 2022) valem as afirmações da MMT, de que o Estado realiza seu gasto sem o uso de tributos previamente acumulados e, portanto, os impostos não têm o papel de financiar a política fiscal e também que a emissão de títulos públicos é uma operação necessária apenas para acomodar as necessidades do setor privado por reservas bancárias.

### **3.3.2 Economia Baseada em ativos, Banco Central atua no mercado secundário:**

Nesse caso, o Tesouro e o Banco Central atuam como duas entidades separadas, mas, o Banco Central ainda pode comprar títulos no mercado secundário. Aqui, vamos considerar, como em Lavoie (2022, cap. 4), que o gasto do governo pode ser realizado de duas formas. Primeiro, o saldo da conta única do tesouro pode ser debitado diretamente para que as reservas sejam creditadas e o saldo de depósitos à vista, nos bancos, seja creditado. Alternativamente o Estado pode vender os títulos necessários para o setor bancário em um mercado primário e,

assim, creditar as contas de depósitos à vista para realizar seus pagamentos. Os dois tipos de operação podem ocorrer de forma simultânea, mas envolvem movimentações contábeis diferentes e, portanto, devem ser discutidas separadamente.

Na Tabela 3.3, na primeira linha, o saldo da conta única é reduzido para que, em contrapartida, o saldo de reservas possa ser creditado. Simultaneamente, os bancos comerciais debitam seu saldo de reservas enquanto creditam os depósitos à vista, como na segunda linha da tabela 3.2. A terceira linha é o ajuste necessário para os bancos manterem uma fração de 10% dos depósitos em forma de reservas.

<b>Tabela 3.3: Banco Central atua somente no mercado secundário e saldo da conta única é reduzido</b>			
Banco Central		Setor Bancário	
	TC= -100 R= +100	R= +100	D= +100
Bc: -90	R= -90	R= -90 Bp= +90	
Total		Total	
$-90Bc - (-100TC + 100R - 90R) = 0$		$+100R - 90R + 90Bp - 100D = 0$	

Fonte: Elaboração do autor.

Neste caso o Banco Central atua vendendo e comprando títulos no mercado secundário para que os bancos comerciais possam manter o saldo de reservas que demandam. Sem nenhuma emissão de títulos no mercado primário, e supondo que o Banco Central possa atuar sempre no sentido de comprador residual em um mercado secundário, o limite da política fiscal se dá pelo saldo acumulado na Conta Única (TC) e pelo saldo acumulado de títulos públicos na carteira de ativos do Banco Central (Bp) para oferecer as reservas demandadas pelo setor privado.

Considerando outra movimentação em que o setor público vende emite títulos para o setor privado no mercado primário e depois efetua seus gastos, temos a tabela 3.4. Neste caso, temos, na primeira linha, que o setor bancário adquire títulos públicos e credita o mesmo valor nas contas de depósito. Lavoie (*ibid*, p. 223) apresenta a mesma situação, mas com uma etapa intermediária em que o setor bancário primeiro credita uma conta de depósitos do governo e só depois transfere para as contas de depósito que devem receber os pagamentos do Estado. Entretanto, essa etapa pode ser emitida nessa exposição, já que o resultado permanece o mesmo.

Na segunda linha, o Banco Central adquire os títulos do setor privado para oferecer as reservas necessárias para se manter a relação de 10% dos depósitos à vista em forma de reservas.

<b>Tabela 3.4: Banco Central atua no mercado secundário e o governo emite títulos para poder gastar</b>			
Banco Central		Setor Bancário	
		Bp = +100	D=+100
Bc=+10	R=+10	Bp=-10	
		R=+10	
Total:		Total:	
+10Bc-10R = 0		+100Bp-10Bp+10R-100D = 0	

Fonte: Elaboração do autor.

Dessa forma, com o Banco Central operando como comprador residual de títulos públicos no mercado secundário, o resultado contábil final é o mesmo que o final da tabela 3.2, com o Banco Central absorvendo os títulos que são necessários para a execução da política fiscal. Assim, temos o mesmo processo sendo realizado de forma indireta. Entretanto, vale notar que o Tesouro ainda precisa emitir novos títulos, que podem ser aceitos, ou não, pelo setor privado.

Portanto, podemos concluir que, no caso em que exista uma separação institucional entre o Tesouro e o Banco Central, a política fiscal está restrita pela capacidade do Estado em encorajar que seus títulos públicos sejam demandados e pelo saldo em que se encontra a conta única. Sem a emissão de títulos no mercado primário, a restrição orçamentária do Estado é o saldo da conta do Tesouro no Banco Central, que pode ser recomposto pela emissão de títulos ao setor privado ou pela arrecadação de impostos.

Diferente do caso em que o Banco Central pode adquirir títulos no mercado primário, neste caso, a movimentação contábil não se constitui de uma operação interna do próprio Estado. Ou seja, há o pressuposto de que o setor privado esteja disposto a comprar títulos no mercado primário.

### **3.3.3 Economia à descoberto**

Como último caso, apresentamos a tabela 3.5 na qual o Banco Central nunca adquire títulos públicos e o setor privado depende de adiantamentos da autoridade monetária para conseguir as reservas necessárias. Na primeira linha da tabela, o Governo emite os títulos necessários para creditar as contas de depósitos no passivo do setor bancário em um montante necessário para realizar seus pagamentos. Na segunda linha, entretanto, o setor bancário não é capaz de trocar os títulos públicos diretamente com o Banco Central para adquirir as reservas bancárias necessárias para manter a proporção de 10% sobre os depósitos à vista. Portanto, o setor bancário adquire as reservas necessárias por meio de empréstimos concedidos pelo Banco Central, que, em nosso exemplo, se dão por meio de operações compromissadas.

<b>Tabela 3.5: Banco Central nunca adquire títulos</b>			
Banco Central		Setor Bancário	
		$B_p = +100$	$D = +100$
$C = +10$	$R = +10$	$R = +10$	$C = +10$
Total:		Total:	
$+10C - 10R = 0$		$+100B_p + 10R - 100D - 10C = 0$	

Fonte: Elaboração do autor.

Nessa configuração, o Governo pode apenas encorajar o setor privado a demandar os títulos públicos, já que o tesouro não pode atuar como comprador residual de títulos do tesouro em um mercado secundário. A restrição orçamentária do Estado é o seu saldo na conta única ou a disposição do setor privado de comprar os títulos públicos que o Tesouro precisa emitir no mercado primário. Segundo Lavoie (2013) é este tipo de arranjo que prevaleceu na zona do Euro até 2012 e em alguns outros países, como o Chile, por exemplo. Fica evidente que, dessa forma, o limite não se encontra no fato de o Estado não emitir e cobrar impostos em uma moeda própria, mas na relação possível entre o Tesouro e o Banco Central. O mesmo tipo de limite para a realização da política fiscal prevalece para um país que possua soberania monetária, mas atue em um arcabouço institucional de uma economia à descoberto.

Lavoie (2022, p. 225) sugere que as limitações deste tipo de arranjo explicam melhor a crise da zona do Euro do que a tese da MMT de que a crise ocorreu porque os países eram “usuários” de uma moeda, e não emissores. Segundo o autor, neste tipo de arranjo, como o setor público pode apenas encorajar que o setor privado adquira os títulos que o Estado deseja emitir, se não existir uma demanda por esses títulos novos emitidos ou, então, os investidores recusarem a rolagem da dívida, então, as taxas de juros deverão subir. Na zona do Euro, o Banco

Central Europeu (BCE) e todo o conjunto de bancos centrais nacionais não costumavam, por convenção, comprar os títulos que não eram desejados pelo setor privado e só recorriam, basicamente, ao uso de operações compromissadas como instrumento de política monetária. Com a crise (2010-2012), BCE decidiu abandonar a convenção, mas, com certa relutância de início e isso foi percebido pelos agentes do mercado financeiro, fazendo com que o término da crise fosse postergado. Até que o presidente do BCE à época, Mário Draghi, anunciou que o BCE faria tudo que fosse necessário para preservar o Euro e que isso seria mais do que suficiente<sup>26</sup>, o que marcou o início do fim da crise.

### 3.3.4 Financiamento do Estado

Por fim, antes de prosseguir para a próxima seção, um comentário deve ser feito sobre algumas afirmações da MMT sobre a realização da política fiscal. A MMT explica a execução da política fiscal para o caso em que Tesouro e Banco Central são consolidados em uma mesma entidade e a emissão de títulos é apenas uma operação interna. A partir daí, são derivadas duas afirmações que possuem uma presença central para a MMT, a de que o Estado gasta sem precisar de recursos previamente acumulados e que, portanto, nem arrecadação de impostos e nem a emissão de títulos públicos servem para financiar o gasto público. Em outras palavras, além de afirmar que o Estado não está restrito financeiramente pela arrecadação ou emissão de novos títulos, essas operações nem mesmo sequer possuem este propósito e o seu uso se deve, essencialmente, aos seus impactos no nível de reservas bancárias.

Entretanto, Lavoie considera que essas afirmações são contraintuitivas, podendo até mesmo ser equivocadas pois, em suas palavras:

But these statements are at best misleading. They skip one fundamental step that makes incomprehensible the leitmotiv sentence that “government spends first.” Any agent must have funds in a banking account: Before being able to spend, the treasury must somehow replenish its deposit account at the central bank (or at private banks). (Lavoie, 2013, p. 9)

---

<sup>26</sup> “Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”

Ou seja, de uma forma ou outra, o Tesouro precisa recompor seu saldo na conta única para que o gasto seja realizado. Consequentemente, a afirmação de que tributação e emissão de títulos são operações que não servem a esse propósito também envolve alguma confusão semântica. Com efeito, se o Estado necessita recompor, rotineiramente, o seu saldo na conta única do Tesouro no Banco Central, então, pode perfeitamente ser afirmado que as operações que servem para recompor este saldo possuem o papel de financiar o gasto público. Nas palavras de Palley:

It is pure semantics whether taxes raise money to finance government spending, or taxes destroy money in order to create the space for reissue of money to finance spending. Taxation and spending occur simultaneously, and taxes are an intrinsic part of the system and cannot be done away with. (Palley, 2020, p. 486)

### **3.4 Evolução das instituições**

A seção anterior apresentou tipos diversos de arranjos institucionais para a execução da política fiscal a partir das relações entre o Tesouro e o Banco Central. Dependendo do tipo de configuração, a política fiscal enfrenta diferentes tipos de restrição financeira, com o caso em que Tesouro e Banco Central são consolidados na mesma entidade refletindo totalmente a argumentação da MMT. Para os outros casos, é suposto um comportamento da parte do setor privado que, mesmo que seja usual, não é obrigatório

Ainda assim, observando essa diversidade de arranjos institucionais, os autores da MMT afirmam que essas restrições são autoimpostas.

Entretanto, essas afirmações da MMT não consideram as complexidades por trás da adoção de tipos diferentes de arranjos institucionais. Em outras palavras, a afirmação de que as restrições financeiras da política fiscal são autoimpostas é mal colocada, ou até mesmo equivocada, quando se considera que mudanças institucionais seguem um processo muito complexo de modificação.

Diversas vertentes de teoria econômica tentam propor um conceito para o que são as instituições e como essas se modificam ao longo do tempo. Para North (1990, p. 3), em uma vertente que se aproxima mais da economia neoclássica, as instituições são os limites socialmente desenvolvidos que moldam as interações humanas. Em uma definição que se

aproxima mais da velha economia institucional, Hodgson (2006, p. 6) propõe a definição de que as instituições são sistemas de regras estabelecidas e prevalecentes que estruturam a interação social. Além disso, temos também as organizações que, segundo Furubotn e Richter (1998, p. 7), são definidas por alguma instituição em conjunto com as pessoas que tiram vantagem dela. Para os objetivos deste capítulo, uma definição preferível é a de Hodgson (2006, p. 9), que define as organizações como uma forma especial de instituições que incluem critérios para estabelecer seus limites, princípios para estabelecer uma hierarquia e cadeias de comando delineando responsabilidades.

As teorias sobre como se dão mudanças institucionais ao longo do tempo também apresentam ampla diversidade de vertentes na literatura. Desde, por exemplo, o materialismo marxista, que considera que as instituições são o resultado do desenvolvimento de forças materiais de produção (Marx e Engels, 1932). North propõe que mudanças institucionais se dão pela ação de “empreendedores” que atuam no topo de uma organização e salienta o papel das ideologias (entendidas como os tipos de modelos mentais usados pelos agentes para interpretar o mundo). Acemoglu, Johnson e Robinson (2006) propõem uma teoria em que instituições políticas e econômicas se influenciam mutuamente, com as instituições políticas determinando as instituições econômicas que, por seu turno, determinam a distribuição de recursos e, portanto, a distribuição de poder político que, enfim, também influencia o rumo das instituições políticas.

Em suma, podemos considerar que o processo de mudança institucional é o resultado de uma interação complexa entre um conjunto inumerável de fatores, em que não há um rumo pré-estabelecido e cujo resultado é altamente dependente da trajetória percorrida por uma sociedade. É possível até mesmo propor uma lista para estes fatores, mesmo que não seja exaustiva:

- 1) Concepções ideológicas de atores políticos.
- 2) Dilemas geopolíticos.
- 3) Conjuntura macroeconômica.
- 4) Conflitos entre classes sociais.
- 5) Cultura.
- 6) Tecnologia.

Todos os itens listados acima podem interagir uns com os outros, tanto servindo de causa como de efeito. Isso implica que a adoção de um arcabouço para a condução da política fiscal é algo muito complexo e que, portanto, a afirmação de que restrições financeiras para o Estado são “autoimpostas” é uma colocação mal qualificada, quando se considera a complexidade de diferentes tipos de processos históricos que uma economia pode passar para adotar cada tipo de arcabouço institucional.

O próprio estabelecimento de uma organização como um Banco Central foi um processo gradual, com seus primeiros exemplos surgindo no século XVII e em circunstâncias variadas. Ferguson (2008, p. 50-51), narra o surgimento das primeiras organizações desse tipo e especifica os propósitos para os quais foram criadas. Em primeiro, temos o *Wisselbank* (banco de câmbio) de Amsterdã sendo instituído em 1609, para resolver o problema de circulação de múltiplas moedas nas Províncias Unidas. Isso possibilitou que o pagamento entre comerciantes fosse realizado pela movimentação entre contas de depósitos, sem que moeda em espécie fosse envolvida. O segundo foi o *Riskbank* sueco, fundado em 1656 que, além de cumprir a função de facilitar os pagamentos entre comerciantes, com a diferença de ser um banco que oferecia empréstimos ao setor privado. Por último, o Banco da Inglaterra foi fundado em 1694 para financiar o Estado ao converter títulos públicos em ações do Banco, com o seu monopólio sobre a emissão de moeda sendo estabelecido apenas em 1742.

Outro exemplo é o da Argentina, que, em 1991, colocou em prática o “Plano de Conversibilidade” e o país passou a operar com um *currency board*<sup>27</sup>. O programa foi adotado como uma estratégia de estabilização cambial e controle inflacionário no contexto de um país que estava a anos sofrendo racionamento de crédito internacional após o *default* do início dos anos 80 e um quadro de inflação extremamente elevado, com o índice de preços apresentando elevação de 4923% em 1989 e 1343% em 1990 (Bulmer-Thomas, 1994, p. 389). Além das limitações que um programa desses coloca sobre o uso da política monetária, já que ele opera em câmbio fixo e com perfeita mobilidade de capitais, o Estado Argentino ficou limitado em seu uso da política fiscal, já que a realização de superávits é uma das condicionalidades impostas pelo FMI para que um país receba os empréstimos que demanda (Hallwood e MacDonald, 1994, cap. 16) Apesar de o programa ter sido bem-sucedido nos primeiros anos, uma combinação de fatores fez o sistema se tornar insustentável. O país sofreu com o contágio de outras crises, como a do México em 1994 e da Rússia em 1998, com fugas de capital conforme investidores não se importavam em observar as características específicas de cada

---

<sup>27</sup> Em um *Currency Board*, o país assume o compromisso de converter a sua moeda em alguma outra moeda lastro a uma taxa fixa. No caso da Argentina, essa moeda foi o Dólar americano.



país e, além disso, a inflação doméstica elevada tornava o déficit em transações correntes ainda pior ao causar uma apreciação da taxa de câmbio real (Damill, Frenkel e Rapetti, 2005, p. 48).

O sistema de *Currency Board* impôs limitações para o Estado Argentino sobre a disponibilidade de seus instrumentos de política econômica, mas, ainda assim, foi adotado pela influência de outros fatores de conjuntura macroeconômica que o país em questão enfrentava. Portanto, podemos considerar um exemplo de arranjo institucional que foi adotado pela influência desses fatores conjunturais, o que é algo mais complexo do que afirmar que foi simplesmente um tipo de restrição autoimposta pelo Estado.

O que se pode concluir, a partir dos exemplos apresentados, é que o arcabouço institucional adotado por um país para a condução das políticas fiscal e monetária resulta, como qualquer instituição, de interações complexas entre um conjunto muito amplo de fatores. Portanto, ao se analisar a separação entre o Tesouro e o Banco Central, deve-se considerar que, para cada país, o tipo de regime adotado foi condicionado por um conjunto muito amplo de circunstâncias históricas.

Já que o tipo de arcabouço adotado não é simplesmente uma restrição “autoimposta”, a sua modificação também deve ser vista da mesma forma. Em outras palavras, as mudanças institucionais necessárias para que as proposições da MMT sejam válidas também dependem da combinação de vários fatores que não estão sobre o controle direto e imediato dos formuladores de política econômica.

Supondo que essa modificação seja proposta pelo legislativo em um país com representação democrática e sem interferências externas, a consolidação entre Tesouro e Banco Central pode depender da alteração de alguma regra constitucional. Esta modificação estaria sujeita a um processo de votação em um poder legislativo, podendo, ou não passar por mais de uma etapa. Os votos de cada representante dependem de suas convicções ideológicas e de sua motivação em preservar sua base eleitoral. E além disso, seria necessária uma base de eleitoral que estivesse suficientemente bem-informada sobre o mérito da questão e a alteração na constituição a ser realizada.

Portanto, além da MMT não descrever um caso geral, as situações que não se enquadram na MMT também são de difícil modificação ou, até mesmo, impossíveis. O fato de um Estado poder emitir a própria moeda e cobrar impostos denominados na mesma não significa que este Estado esteja livre de restrições financeiras. Essas restrições podem ser adotadas como o resultado da interação complexa de vários fatores em um processo histórico, cuja modificação

pode ser considerada impossível, o que é completamente diferente de algo simplesmente “autoimposto”.

### **3.5 Caso Brasileiro**

No caso do Brasil, o Banco Central é vedado, pelo Artigo 164 da Constituição da República Federativa do Brasil, de conceder empréstimos ao Tesouro Nacional e só pode comprar e vender títulos públicos emitidos se for com o objetivo de regular a oferta de moeda e a taxa de juros. Portanto, temos que o Brasil se enquadra no segundo caso de uma economia baseada em ativos, exposto na seção 3.3, com suas limitações decorrentes.

Em Rezende (2009), temos uma exposição do arcabouço operacional adotado pelo Brasil para a realização dos gastos públicos, com os órgãos envolvidos, suas responsabilidades e suas relações uns com os outros. A realização destes gastos é feita pelo Sistema de Transferência de Reservas (STR), lançado em prática em 2002 e gerenciado pelo Banco Central do Brasil, seguindo as recomendações do *Bank of International Settlements*. Esse sistema atua com a liquidação bruta em tempo real (LBTR), o que possibilita uma redução nos riscos de liquidez e no risco sistêmico.

No STR, as ordens de pagamento são processadas, transação por transação, em tempo real, por meio de movimentações nas contas de reservas bancárias. Ou seja, a não ser que se trate de transferência entre depositantes de um mesmo banco, já que um banco não pode ser depositante de outro, a ordem de pagamento envolve o uso de reservas bancárias.

Além do STR, também há o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), também administrado pelo BCB, que possui o papel de processar a emissão, resgate, pagamentos de juros e a liquidação de operações realizadas com os títulos públicos. A liquidação das transferências realizadas pelo SELIC também recorre ao STR e, portanto, é um sistema que também atua com liquidação bruta em tempo real.

Portanto, para o arranjo institucional brasileiro, as operações para o gasto público são realizadas segundo o caso em que o Banco Central não pode comprar títulos em um mercado primário. Entretanto, o quadro vigente que se observa é fruto de um processo de décadas de modificações institucionais graduais. Carvalho, Oliveira e Monteiro (2010) apresentam a evolução histórica da institucionalidade responsável pela condução da política monetária no Brasil desde o início do século XX até o sistema atual. Em primeiro lugar, segundo os autores,

a formação do Banco Central do Brasil foi de caráter tardio e marcada por relações peculiares com outras instituições, notadamente, o Tesouro Nacional e o Banco do Brasil.

A partir de 1920, o Banco do Brasil foi habilitado a exercer algumas funções de autoridade monetária, como as operações de redesconto. Neste contexto, segundo Corazza (1995), o Banco do Brasil, como agente financeiro do Tesouro, recebia e realizava pagamentos e concedia empréstimos ao mesmo.

No início de 1945, foi estabelecida a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), que, em um primeiro momento, surgiu como órgão administrado pelo Banco do Brasil. Entretanto, foi só na década seguinte que a SUMOC passou a atuar propriamente como um órgão normativo da autoridade monetária, ao se estabelecer uma divisão mais clara de suas atribuições em relação ao Banco do Brasil e por esse órgão assumir a responsabilidade por diversas funções, como a fixação dos juros do redesconto, as alíquotas dos depósitos compulsórios, a política de câmbio e as operações de mercado aberto (*ibid.* p. 28). Em 1964, a SUMOC foi extinta, o Banco Central do Brasil foi criado e o Conselho Monetário Nacional foi estabelecido, com o BCB tendo monopólio sobre a emissão de moeda e podendo realizar operações de crédito ao Tesouro. Entretanto, o Banco do Brasil continuou com o papel de agente financeiro do Estado, mas, sem poder conceder crédito ao mesmo.

Este tipo de arcabouço apresentava uma relação bastante complicada para a contabilidade da política fiscal, já que, pelas movimentações da conta movimento (conta de transações entre o Banco Central e o Banco do Brasil), o BB podia, imediatamente, realizar pagamentos sem que seu saldo de reservas fosse alterado, ao fazer que a movimentação necessária fosse registrada na conta movimento (França, 1986). Em 1986, a conta movimento deixou de existir e as reservas bancárias foram centralizadas no Banco Central (Carvalho, Oliveira e Monteiro, 2010, p. 31).

Finalmente, em 1988, o BCB ficou proibido de financiar o Tesouro, pelo artigo da Constituição Federal citado no início desta seção e, com o estabelecimento do sistema atual (o STR), em 2002, o BCB também deixou de emitir títulos próprios.

Dessa maneira, foi estabelecida a situação de uma economia baseada em ativos, com o Banco Central atuando somente em mercado secundário. O desenvolvimento deste arranjo institucional se deu ao longo de várias modificações pontuais para apresentar o resultado atual. Foi um processo que ocorreu ao longo de décadas, atravessando vários contextos políticos e macroeconômicos da história brasileira.

Quando foi estabelecido que o Banco Central não poderia financiar o Tesouro diretamente, o país enfrentava uma conjuntura de inflação extremamente elevada e de transição política para um governo democrático, e esta regra tornou-se consolidada na constituição.

Portanto, o atual arranjo deve ser mais considerado como algo que é resultado de um longo e complexo processo histórico do que algo autoimposto, já que foi o resultado de um processo gradual de modificação, muitas vezes influenciado por fatores que não dependiam da vontade de formuladores de política econômica.

### **3.6 Conclusões do Capítulo**

Neste capítulo, foi feita uma distinção teórica entre os possíveis tipos de limitação para a política fiscal. Dependendo do contexto, este instrumento de política pode não ser capaz de influenciar o nível de atividade econômica da maneira desejada ou, até mesmo, estar restrito por proporcionar consequências indesejadas. Um outro tipo de limitação é o caso em que a política fiscal não pode ser realizada pelo fato de o Estado enfrentar algum tipo de restrição financeira. A tese da MMT é de que este último caso nunca ocorre. Em outras palavras, não há restrição financeira para um Estado que tem a soberania para emitir e cobrar tributos denominados numa mesma moeda.

A argumentação da MMT, no entanto, se baseia em um tipo de arranjo particular, em que o Banco Central pode adquirir títulos do Tesouro em um mercado primário. Entretanto, este tipo de operação é vedado pela constituição de diversos países e, conseqüentemente, o raciocínio exposto pela MMT deve ser considerado antes como uma situação restrita e não como um caso geral. Com efeito, quando o Banco Central só pode adquirir títulos em um mercado secundário, a execução da política fiscal é limitada pelo seu saldo na conta única e, portanto, as operações direcionadas a recompor este saldo podem ser sim consideradas como tendo o papel de financiar o gasto público. Para o caso em que o Banco Central nunca adquire títulos públicos, o limite da política fiscal é a disponibilidade do setor privado em adquirir os títulos públicos que o Estado deseja emitir. Caso contrário, o Governo perde o controle sobre a taxa básica de juros, como foi o caso da crise do Euro (2010-2012)

Além de expor uma linha argumentativa que toma como pressuposto um certo tipo de arranjo institucional, os autores da MMT também afirmam que os casos em que o Estado enfrenta alguma restrição financeira não passam de limitações autoimpostas. Entretanto, a

adoção de algum arcabouço institucional que impõe limitações ao Estado também é o resultado histórico de uma interação muito complexa entre diversos tipos de fatores que não estão sob controle dos formuladores de política econômica, o que torna a mudança necessária para o arcabouço proposto pela MMT algo de difícil realização, ou até mesmo impossível.

Por fim, o arranjo brasileiro foi apresentado, sendo que este se enquadra no caso em que o Banco Central pode adquirir títulos em um mercado secundário. No entanto, também é notável que a evolução para este tipo de arranjo se deu por um processo gradual, ao longo de várias décadas do século XX e atravessando diversas circunstâncias históricas e políticas, até se concluir no resultado que é observado atualmente. No caso, a impossibilidade do Banco Central de comprar títulos públicos em um mercado primário foi escrita em regra constitucional em um contexto de grande descontrole inflacionário e de transição política de um governo ditatorial para um regime democrático.

## **Conclusões:**

Por meio dessa dissertação, apresentamos a MMT, com os elementos que compõem essa síntese e suas proposições mais originais. Essa escola de pensamento toma como influência diversas correntes de pensamento heterodoxo, com três fontes que podem ser consideradas principais e, ao serem apresentadas, podem cumprir o objetivo de apresentar o que é a MMT: a Teoria Cartalista da Moeda, a teoria pós-keynesiana da moeda endógena e a teoria das finanças funcionais de Abba Lerner. Como elementos novos, temos, por exemplo, a proposta de garantia de pleno emprego e a hipótese de que crises cambiais só ocorrem em países que adotam um regime de câmbio fixo. Também há algo de novo na MMT no que diz respeito à forma de apresentação do conteúdo, quando são apresentados os lançamentos contábeis pelos quais o Estado realiza seus gastos (no tipo de quadro institucional que é suposto por essa teoria).

Assim, duas proposições principais da MMT foram abordadas nessa dissertação. Em primeiro lugar, a tese da MMT (mais relacionada com a Teoria Cartalista) que diz que a moeda que o Estado deseja emitir é usada pelo setor privado em todas as três funções típicas. Em segundo, a tese da MMT de que um Estado que é capaz de decidir a moeda que vai utilizar para realizar seus gastos e arrecadar tributos não enfrenta nenhum tipo de restrição financeira.

A primeira tese foi criticada a partir da teoria monetária pós-keynesiana. Com efeito, a argumentação da MMT toma como ponto de partida algumas observações da história monetária da Antiguidade, de como as primeiras moedas surgiram da atividade dos “Estados” e não do estabelecimento de uma ordem espontânea que surgiu do processo de uma economia descentralizada pelo escambo. Entretanto, não é por causa desse tipo de observação histórica que se pode deduzir de imediato que o mesmo tipo de afirmação é válido também sobre o contexto atual. Para as economias capitalistas modernas, a produção é realizada de forma descentralizada por trocas realizadas por meio de mercados, com agentes que experimentam incerteza ao tomar diversas decisões relevantes.

A teoria pós-keynesiana coloca que existem dois meios que oferecem algum tipo de proteção contra a incerteza experimentada pelos agentes. Por um lado, a formulação de contratos monetários é um tipo de instituição que cumpre esse propósito, ao fazer com que, por exemplo, as firmas possuam meios de controlar adequadamente seus custos e planejar suas receitas e uma forma de proteção legal contra possíveis eventos adversos imprevisíveis. Além disso, quando os agentes experimentam incerteza, há uma busca pela retenção de riqueza em forma líquida como forma de proteção. Portanto, duas ações do Estado são necessárias, segundo

a teoria pós-keynesiana, para que a moeda do Estado possa ser bem aceita. Por um lado, é necessária a proteção legal oferecida para os contratos monetários definidos na moeda do Estado e, em segundo, a manutenção de um mercado centralizado e organizado para que a moeda seja líquida, como o papel que o Banco Central realiza. Sendo que o próprio surgimento dos Bancos Centrais está relacionado com a necessidade de unificar o uso de uma moeda em um dado território.

Além disso, o caso da dolarização em países Latino-Americanos também serve de contraexemplo que falseia a tese da MMT de basta a imposição de tributos para que o setor privado use a moeda emitida pelo Estado. Com efeito, a dolarização pode até ter início, em alguns casos, por medidas do próprio Estado, mas, o próprio comportamento espontâneo dos agentes torna este fenômeno algo de difícil reversão, mesmo que a moeda estrangeira não seja aceita pelo Estado como forma de quitar obrigações tributárias.

A segunda tese, que fala sobre os limites da política fiscal, foi criticada ao mostrar que os limites da política fiscal se dão pelos diferentes tipos de arranjos institucionais para as relações entre Tesouro e Banco Central. A tese da MMT é válida para o caso em que Banco Central e Tesouro são consolidados em uma mesma entidade, com o Banco Central podendo adquirir títulos públicos em um mercado primário, financiando diretamente o Tesouro, algo que é vedado pela constituição de diversos países. Para os outros casos, limitações existem pelo saldo da conta única do Tesouro e pela disponibilidade do setor privado em adquirir os títulos que o Governo deseja emitir.

Além disso, os autores da MMT costumam dizer que, se existem restrições ao gasto público, essas não passam de algo autoimposto, como normas que não possuem propósito e que podem ser facilmente revistas. Contudo, o tipo de institucionalidade que um país adota em dado momento do tempo é também o resultado de um processo histórico de interações complexas entre diversos fatores e que, portanto, não pode ser considerado simplesmente como uma decisão autoimposta de caráter espontâneo. Uma análise do caso brasileiro também mostra que o quadro atual é o resultado de modificações graduais ao longo de décadas, atravessando uma diversidade de conjunturas econômicas e situações políticas. Ou seja, além da descrição proposta pela MMT não ter um caráter tão geral assim por existirem países em que a constituição proíba que títulos públicos sejam adquiridos diretamente pelo Banco Central, a mudança institucional necessária para o tipo de regime defendido pela MMT pode ser impossível de ser realizada.

Fora as críticas colocadas por essa dissertação, outros pontos podem ser selecionados para discussões futuras. Por exemplo, a própria tese da MMT sobre crises cambiais não ocorrerem em países que adotam um regime de câmbio flexível. Essa afirmação deve ser avaliada para o contexto de países como os da América Latina, que, tradicionalmente, experimentam esse tipo de problemas de balanços de pagamentos, sendo que uma vertente importante de literatura (Rodríguez 2009) interpreta que estes problemas surgem de um tipo de inserção inadequada que estes países possuem no comércio internacional ao se posicionarem como exportadores de *commodities*.

Outro ponto a ser discutido em pesquisa futura é sobre a eficácia do programa de garantia de pleno emprego da MMT para estabilizar a economia. Em diversos artigos que discutem o programa, como visto no primeiro capítulo, seção 1.6, a dimensão estimada desse programa como proporção do produto costuma ser relativa estreita, estando abaixo de 3% do PIB, em muitos casos. Isso coloca o questionamento sobre a capacidade de um estímulo dessa dimensão conseguir promover estabilidade, quando é usual várias economias apresentem uma queda maior do que 3% em momentos de crise.

Além, claro, dos problemas de incentivos e compatibilidade de objetivos que o programa de pleno emprego pode apresentar na formulação básica de sua proposta. Por um lado, o salário no programa não pode competir com o que é praticado no mercado de trabalho privado. Por outro, o salário deve ser capaz de cobrir um custo de vida socialmente aceitável. Entretanto, o patamar para um salário que seja capaz de realizar este último objetivo pode também depender das condições em que o restante da economia em seu conjunto está operando em dado momento, o que inclui, claro, o próprio mercado de trabalho privado. Fora, claro, que o que pode ser considerado um padrão de vida socialmente aceitável também depende de considerações éticas e culturais, o que faz com que o salário do programa também não seja uma decisão apenas técnica.

Por fim, a partir do foco que essa dissertação apresentou, pode-se afirmar duas conclusões. Em primeiro, a tese da moeda guiada por tributos, abordada no capítulo 3, é equivocada por não considerar as necessidades produtivas de uma economia capitalista moderna. Além dos problemas teóricos dessa tese, apontados a partir da teoria pós-keynesiana, temos o exemplo das dolarizações mostrando como o equívoco desta tese possui também relevância prática.

E, por último, a afirmação de que um Estado que possui soberania monetária não enfrenta qualquer tipo de restrição financeira não possui toda a generalidade pretendida pelos



autores da MMT quando se considera a diversidade de arranjos institucionais possíveis para a relação entre o Tesouro e Banco Central.

## Referências:

ACEMOGLU, Daron; JOHNSON, Simon e ROBINSON, James. **Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth** in AGHION, P. e DURLAUF, S. N. **Handbook of Economic Growth 1A**. North Holland, 2005.

ALCHIAN, A. **Uncertainty, evolution and economic theory** in ALCHIAN, A. *Economic Forces at Work*. indianapolis: Liberty Press, 1977 [1950].

ARESTIS, Philip. **Post-Keynesian Economics: Towards Coherence**. *Cambridge Journal of Economics*, v. 1, n. 1, p. 111-35, 1996.

ARROW, Kenneth J. **The limits of organization**. New York: W. W. Norton, 1974.

ARTHUR, W. Brian. **Competing Technologies, Increasing Returns, and Lock-In by historical events**. *The Economic Journal*, No. 99, p. 116-131, Mar. 1989.

ARTHUR, W. Brian. **Increasing Returns and Path Dependence in the Economy**. University of Michigan Press, 1994.

BADOSA, Manuel. **Los Controles de Cambio en La Argentina: El cepo cambiario**. Programa de Formação, Bolsa de Comércio de Rosário, 2015.

BATISTA Jr., Paulo Nogueira. **Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais**. *Revista de Economia Política*, vol. 13, no. 3, julho-setembro de 1993.

BÉRTOLA, Luis; OCAMPO, José Antonio. **O Desenvolvimento Econômico da América Latina desde a Independência**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2019.

BULMER-THOMAS, Victor. **The Economic History of Latin America Since Independence**. Cambridge University Press, 1994.

CALVO, Guillermo; RODRÍGUEZ, Carlos. **A Model of Exchange Rate Determination with Currency Substitution and Rational Expectations**. *Journal of Political Economy*. v. 85, issue 3, p. 617-25, 1977.

CARVALHO, Carlos Eduardo; OLIVEIRA, Giuliano Contento de; MONTEIRO, Marcelo Balloti. **O Banco Central do Brasil: Institucionalidade, Relações com o Estado e com a sociedade civil, autonomia e controle democrático**. Rio de Janeiro: IPEA, textos para discussão, p.6-54, 2010.

CARVALHO, F. J. C. **Mr. Keynes and the Post Keynesians**: Principles of macroeconomics for a monetary production economy. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.

CARVALHO, F. J. C. **Liquidity Preference and Monetary Economics**, London: Routledge, 2015.

CORAZZA, Gentil. **A Interdependência dos Bancos Centrais entre o Governo e os Bancos Privados**. Campinas, IE, Unicamp. (Tese de Doutorado, mimeo), 1995.

COTTRELL, Allin. **Post-Keynesian Monetary Economics**. Cambridge Journal of Economics, v. 18, n. 6, p. 587-605, 1994.

DELONG, J. B.; SUMMERS, L. H. **Fiscal policy in a depressed economy**. Brooking Papers on Economic Activity, v.1, p.233-297, 2012.

DAMILL, Mario; FRENKEL, Roberto; RAPETTI, Franklin. **The Argentinean Debt**: History, Default and Restructuring. *Economía, Selecta*, Brasília(DF), v.6, n.3, p.29–90, Jan/Jul 2005.

DAVIDSON, Paul. **Financial Markets, Money and the Real World**. Cheltenham: Edward Elgar. 2002.

DAVIDSON, Paul. **The Post Keynesian School** in SNOWDON, B.; VANE, H. A. **Modern Macroeconomics**. Its origins, development and current state. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

DAVIDSON, Paul. **John Maynard Keynes**. São Paulo: Almedina Brasil Ltda, 2011 [2007].

DAVIDSON, P. **Money and the Real World**. 2.ed. London: Macmilian, 1978.

DAVIDSON, P. **A technical definition of uncertainty and the long-run non-neutrality of money**. Cambridge Journal of Economics, vol. 12, no. 3, 1988.

DILLARD, Dudley. **A Monetary Theory of Production**: Keynes and the Institutionalists. *Journal of Economic Issues*, v. XIV, n. 2, p. 255-273, 1980.

EICHENGREEN, Barry. **Globalizing Capital**: a history of the international monetary system, 3 ed., Princeton University Press, 2019.

ENGELS, Friedrich; MARX, Karl. **A ideologia alemã**. São Paulo: Boitempo, 2007.

FEIGE, Edgar L.; SOSIC, Vedran; FAULEND, Michael; SONJE, Velimir. **Unofficial Dollarization in Latin America**: Currency Substitution, Network Externalities and Irreversibility. *International Finance 0205002*, University Library of Munich, Germany, 2002.

FERGUSON, Niall. **A Ascensão do Dinheiro**. São Paulo: Editora Planeta do Brasil, 2009 (Original de 2008).

FRANÇA, Paulo Oscar. **A "conta de movimento" entre o Banco Central e o Banco do Brasil**. Revista Conjuntura Econômica, v. 40 n. 30, 1986.

FONTANA, Giuseppe; GERRARD, Bill. **A Post Keynesian theory of decision making under uncertainty**. Journal of Economic Psychology 25(5):619-637, 2004.

FULLWILER, Scott T. **The Costs and Benefits of a Job Guarantee**: Estimates from a Multicountry Econometric Model. In: MURRAY, M. J.; FORSTATER, M. **The Job Guarantee: Toward True Full Employment**. Londres: Palgrave Macmillan. 2013.

FURUBOTN, E.; RICHTER, R. **Institutions and economic theory**: the contribution of the new institutional economics. 2 ed. Ann Arbor: The University of Michigan Press, 2005.

GIUSTINA, Gabriela Waltrick Della. **A Dolarização como Perda de Poder Monetário**. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Federal de Santa Catarina, 2015.

GODLEY, Wynne. **Money and Credit in a Keynesian Model of Income Determination**. Cambridge Journal of Economics. Vol. 23, No. 4, 393-411. 1999.

GODLEY, Wynne. LAVOIE, Marc. **Monetary Economics**: an Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth. Londres: Palgrave MacMillan. 2006.

GOMEZ, G. M. **Money as an Institution: Rule versus Evolved Practice?** Analysis of Multiple Currencies in Argentina. Journal of Risk and Financial Management. 12(2), 80, 2019.

GOODHART, C. A. E. **Money, Information and Uncertainty**. London: Macmillan Education Ltd. 2 ed, 1989.

GUIDOTTI, Pablo E.; RODRIGUEZ, Carlos A. **Dollarization in Latin America**: Greshams Law in reverse? Washington, International Monetary Fund, Staff Papers, v. 39, n. 3, p. 518-544, Sept. 1992.

GRAEBER, David. **Debt: the first 5,000 years**. Nova York: Melville House Publishing. 2011.

HALLWOOD, Paul C.; MACDONALD, Ronald. **International Money and Finance**. 2 ed. Oxford: Blackwell Publishers Ltd, 1994.

HARVEY, Phillip. **Wage Policies and Funding Strategies for Job Guarantee Programs**. In: MURRAY, M. J.; FORSTATER, M. **The Job Guarantee: Toward True Full Employment**. Londres: Palgrave Macmillan. 2013.

HEY, John D. **Uncertainty in Economics** in GREENWAY, David; BLEANEY, Michael; STEWART, Ian. (Eds.) **A Guide to Modern Economics**. London: Routledge, 1992.

HICKS, John. **A Theory of Economic History**. Oxford University Press, 2001 (original de 1969).

HICKS, John. **The Crisis in Keynesian Economics**. Oxford, Blackwell, 1974.

HODGSON, Geoffrey M. **What Are Institutions?** Journal of Economic Issues, Vol. XL, No. 1, p. 1-25, 2006.

INNES, A. Mitchell. **What is Money?** In: WRAY, Larry Randall (Org.). **Credit and State Theories of Money**. Massachusetts: Edward Elgar. 2004.

JEHLE, G. A.; RENY, P. J. **Advanced Microeconomic Theory** ,3rd ed. New Jersey: Prentice Hall, 2011.

KABOUB, Fadhel. **The Low Cost of Full Employment in the United States**. In: MURRAY, M. J.; FORSTATER, M. **The Job Guarantee: Toward True Full Employment**. Londres: Palgrave Macmillan. 2013.

KALDOR, N. **Monetarism and the UK monetary policy**. Cambridge Journal of Economics, Vol. 4, No. 4, p. 293-318, 1980.

KALDOR, N.; TREVITHICK, J. **A Keynesian Perspective on Money**. Lloyds Bank Review, Spring, p. 1-19. 1981.

KEYNES, J. M. **A Treatise on Money**: two volumes complete in one. Connecticut: Martino Fine Books, 2001 [1930].

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1985 [1936].

KREGEL, J. **Markets and Institutions as Features of a Capitalistic Production System**. Journal of Post Keynesian Economics, vol. 3, issue 1, p. 32-48, 1980.

KUHN, Thomas S. **A estrutura das revoluções científicas**. 5. ed. São Paulo: Editora Perspectiva S.A, 1997.

LAFFONT, J.; MARTIMORT, D. **The Theory of Incentives**. Princeton University Press, 2003.

LAVOIE, Marc. **Endogenous Money: Accommodationist**. In: ARESTIS, Phillips; SAWYER, Malcolm. **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 2006.

LAVOIE, Marc. **The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Carthalism: a friendly critique**. Journal of Economic Issues, 47 (1), p. 1-32, Março, 2013.

LAVOIE, Marc. **Introduction to Post-Keynesian Economics**. 2 Ed. New York: Palgrave Macmillan, 2009.

LAVOIE, Marc. **Post-Keynesian Economics: New Foundations**. 2. ed. Cheltenham: Edward Elgar Pub, 2022.

LERNER, Abba P. **Functional Finance and the Federal Debt**. Social Research. Estados Unidos. Vol. 10. No. 1. pp. 38-51. 1943.

LERNER, Abba P. **Economics of Employment**. Nova York: McGraw-Hill. 1951.

LERNER, Abba P. **Money as a creature of the State**. The American Economic Review, v. 37, n. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association, 1947, p. 312-317.

MENGER, Carl. **On The Origins of Money**. Alabama: Ludwig von Mises Institute. 2009.

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma Economia Instável**. São Paulo: Novo Século, 2014 (original de 1986).

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. McGraw-Hill, 2008 (Original publicado em 1975).

MITCHELL, William. **The Job Guarantee: A Superior Buffer Stock Option for Government Price Stabilisation** In: MURRAY, M. J.; FORSTATER, M. (Eds.). **The Job Guarantee and Modern Money Theory**. Londres: Palgrave Macmillan. 2017.

MITCHELL, William Francis. WRAY, Larry Randall. WATTS, Martin J. **Modern Monetary Theory and Practice: An Introductory Text**. Australia: Centre of Full Employment and Equity. 2016.

MOORE, Basil J. **Unpacking the Keynesian Black-Box: Bank Lending and the Money Supply**. Journal of Post Keynesian Economics, 5 (4), p. 537-56. 1983.

- MOORE, Basil J. **Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money**. Cambridge: Cambridge University Press. 1988.
- MOSQUERA, Santiago; STURZENEGGER, Federico. **Cepo para principiantes**. Working Papers 151, Universidad de San Andres, Departamento de Economia, revised Apr 2021.
- MURRAY, M. J.; FORSTATER, M. **The Job Guarantee: Toward True Full Employment**. Londres: Palgrave Macmillan. 2013.
- MURRAY, M. J.; FORSTATER, M. (Eds.). **The Job Guarantee and Modern Money Theory**. Londres: Palgrave Macmillan. 2017.
- NELSON, Richard; WINTER, Sidney. **An Evolutionary Theory of Economic Change**. Cambridge: Harvard University Press, 1982.
- NORTH, D. **Institutions, Institutional Change and Economic performance**, Cambridge University Press, 1990.
- NORTH, D. **Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance**. San Francisco: ICS Press, 1992.
- OCAMPO, José Antonio. **Balance-of-Payments Dominance: Implications for macroeconomic policy** in DAMILL, Mario; RAPETTI, Martín e ROZENWURCEL, Guillermo (Eds.). **Macroeconomics and Development: Roberto Frenkel and the Economics of Latin America**. Nova York: Columbia University Press, 2016.
- OREIRO, José Luis. **Incerteza, comportamento convencional e surpresa potencial**. *Econômica*, V. II, no. 4, p. 111-138, 2000.
- ORTIZ, Guillermo. **Currency Substitution in Mexico: the dollarization problem**. *Journal of Money Credit and Banking*. Vol. 15, No. 2, p. 174-185, 1983.
- PALLEY, Thomas. **What's Wrong with Modern Monetary Theory: macro and political economic restraints on deficit-financed fiscal policy**. *Review of Keynesian Economics*, Vol. 8 No. 4, p. 472-493, 2020.
- PIKETTY, Thomas. **Capital in the Twenty-First Century**. Belknap Press of Harvard University Press, 2013.
- PIRES, M. C. C. **Política Fiscal e Ciclos Econômicos: teoria e experiência recente**. Rio de Janeiro: FGV, 2017.

- POLANYI, Karl. **A Grande Transformação**. São Paulo: Editora Elsevier Ltda. 2000.
- RESENDE, Carolina Tavaes; PIRES, Manoel. **O impulso do multiplicador fiscal: implementação da evidência para o Brasil**. *Estud. Econ.*, São Paulo, vol.51 n.2, p.213-243, abr.-jun. 2021.
- REZENDE, F. C. **The nature of government finance in Brazil**. *International Journal of Political Economy*, v. 38, n. 1, p. 81–104. 2009.
- RODRIGUEZ, Octavio. **O estruturalismo latino-americano**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009.
- ROUSSEAS, Stephen. **Post Keynesian Monetary Economics**. 2 ed. Nova York: M. E. Sharpe. 1992.
- SALANIE, Bernard. **The Economics of Contracts**, The MIT Press, 1997.
- SCARINCI, Rocío Martínez. **Mercado de Dolar Blue en Argentina: Factores determinantes de un nuevo activo financiero**. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade San Andrés, 2015.
- SCHUMPETER, Josef. **Science and Ideology**. *The American Economic Review*, vol. 39 no. 2, p. 345-359, 1949.
- SHACKLE, G. L. S. **On the meaning and measure of uncertainty**. *Metroeconomica*, p. 97-115, 1952.
- SHACKLE, G. L. S. **On the meaning and measure of uncertainty Pt.2**. *Metroeconomica*, p. 97-115, 1953b.
- SHACKLE, G. L. S. **Probability and Uncertainty**. *Metroeconomica*, p. 161-173, 1949.
- SHACKLE, G. L. S. **The Logic of Surprise**. *Economica*, p. 112-117, 1953.
- SNOWDON, B.; VANE, H. A. **Modern Macroeconomics: Its origins, development and current state**. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.
- POLANYI, M. **The Tacit Dimension**. London: Routledge & Kegan Paul, 1966.
- TCHERNEVA, Pavlina R. **Chartalism and the tax-driven approach to money**. In: ARESTIS, Phillips; SAWYER, Malcolm. *A Handbook of Alternative Monetary Economics*. Cheltenham: Edward Elgar. 2006.



TAYLOR, Lance. **Synthetic MMT: Old Line Keynesianism with an Expansionary Twist.** Institute for New Economic Thinking Working Paper Series No. 103, 2019.

VERCELLI, A. **Methodological foundations of macroeconomics: Keynes and Lucas.** Cambridge, Cambridge University Press, 1991.

VERNENGO, Matias; CALDENTEY, Esteban Pérez. **Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional Finance in Developing Countries.** Challenge, Volume 63, Issue 6, 2020.

VIEIRA, Fabrício A. C.; RESENDE, Marco Flávio Cunha. **Dolarização Financeira e Liquidez Internacional na Abordagem Pós-Keynesiana.** Economia e Sociedade, vol. 25 no. 02, 2016.

WILLIAMSON. Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism: firms, markets, relational contracting.** London: Collier Macmillan Publishers, 1985.

WISMAN, Jon D.; REKSTEN, Nicholas. **Rising Job Complexity and the Need for Government Guaranteed Work and Training.** In: MURRAY, M. J.; FORSTATER, M. The Job Guarantee: Toward True Full Employment. Londres: Palgrave Macmillan. 2013.

WRAY, L. R. The Credit Money and State Money Approaches. In: WRAY, L. R. (Ed.) **Credit and State Theories of Money: The Contributions of A. Mitchell Innes.** Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2004.

WRAY, Larry Randall. **Functional Finance.** Nova York: Levy Institute. Working Paper No. 900. 2018.

WRAY, Larry Randall. **Modern Money Theory: a primer.** Nova York: Palgrave Macmillan. 2015.

WRAY, Larry Randall. **Trabalho e Moeda Hoje.** Rio de Janeiro: UFRJ/Contraponto. 2003 (Original de 1998).

WRAY, Larry Randall. **El Enfoque Poskeynesiano del Dinero.** In: PIEGAY, Pierre; ROCHON, Louis-Philippe (Org.) Teorías Monetarias Poskeynesianas. Madrid: Ediciones Akal. 2006.

WYNNE-GODLEY, W.; LAVOIE, M. **Monetary Economics: an integrated approach to credit, money, income, production and wealth.** Nova York: Palgrave Macmillan, 2007.