



TEXTO PARA DISCUSSÃO

ISSN 0103-9466

403

As falhas da Modern Monetary Theory (MMT)

Ricardo Carneiro

Janeiro 2021



ie Instituto de
economia

As falhas da Modern Monetary Theory (MMT)

Ricardo Carneiro ¹

Resumo

A ascensão inusitada da MMT nos últimos anos, em particular após a crise financeira global de 2008, tornou-a um tema imperativo, tanto do ponto de vista acadêmico quanto no debate de políticas econômicas alternativas. A partir do reconhecimento da sua relevância, este artigo, sem a pretensão de ser exaustivo, aspira realizar uma avaliação crítica das suas principais concepções (i) teóricas, ou seja, o seu entendimento do dinheiro, e (ii) de política econômica, vale dizer, a sua proposta de financiamento do setor público e de uma economia em permanente pleno emprego. Não se busca fazer uma exegese das suas concepções e tampouco realizar análises exaustivas de um de seus aspectos, mas sobretudo, partir de sínteses pouco controversas, para examinar as possíveis consequências de suas propostas de política econômica.

Palavras-chave: Teoria Monetária Moderna, Natureza do dinheiro, Política econômica, Financiamento do gasto público, Pleno emprego, Bancos, Mercados financeiros, Especulação.

Abstract

The flaws of Modern Monetary Theory (MMT)

The unusual rise of MMT in recent years, particularly after the 2008 global financial crisis, has made it an imperative issue, both from an academic point of view and in the debate on alternative economic policies. Departing from these facts, this article, without pretending to be exhaustive, aspires to carry out a critical evaluation of its main aspects. Namely (i) its understanding of money, and (ii) its proposal of economic policy, precisely its particular proposal to finance the public sector and to keep the economy in permanent full employment. The article does not seek to make an exegesis of its conceptions, nor does it carry out exhaustive analyzes of one of its aspects, but above all, starting from little controversial syntheses intends to examine the possible consequences of its economic policy proposals.

Keywords: Modern Monetary Theory, Nature of money, Economic policy, Public expenditure financing, Full employment, Banks, Financial markets, Speculation.

Códigos JEL: B52, E12, E42, E43, E52, E62.

A ascensão inusitada da MMT nos últimos anos, em particular após a crise financeira global de 2008, tornou-a um tema imperativo, tanto do ponto de vista acadêmico quanto no debate de políticas econômicas alternativas. O fato de ter deixado de ser um ramo menos importante da heterodoxia e, sobretudo, a relevância que adquiriu enquanto substrato de políticas econômicas heterodoxas, discutidas e criticadas por *think tanks*, instituições financeiras e publicações acadêmicas, no âmbito do *establishment*, tanto no exterior quanto no Brasil, tornam importante a sua avaliação.

A partir do reconhecimento da relevância da MMT, este artigo, sem a pretensão de ser exaustivo, aspira realizar uma avaliação crítica das suas principais concepções (i) teóricas, ou seja, o seu entendimento do dinheiro, e (ii) de política econômica, vale dizer, a sua proposta de financiamento do setor público e de uma economia em permanente pleno emprego. Mais especificamente, o objetivo é destacar duas importantes falhas da MMT, que a fragilizam enquanto teoria e, principalmente como proposta de política econômica. Essas fragilidades são: uma abordagem parcial do dinheiro,

(1) Professor Titular do Instituto de Economia da Unicamp. E-mail: carneiro@unicamp.br. O autor agradece aos comentários de Luiz Gonzaga Belluzzo; Maria Cristina Penido; Daniela Prates e Bruno De Conti.

ênfatizando apenas o seu caráter público e de unidade de conta e meio de pagamento, desconsiderando o seu caráter de reserva de valor e, na política econômica, a ausência de referência ao contexto histórico do capitalismo contemporâneo, comandado por mercados financeiros amplos, líquidos e desregulados.

Uma ressalva se faz importante. Criticar as omissões da MMT levam à conclusão da sua fragilidade como uma explicação geral do papel da moeda no capitalismo, particularmente, na sua etapa financeirizada, contemporânea e à sua inconsistência como corpo permanente de política econômica. Mas, isso não nega a sua validade particular e circunstancial. A crise de 2008 de um lado, inaugurou um período de preferência absoluta pela liquidez por parte dos detentores de riqueza e, de outro lado, caracterizou-se por uma recusa político-ideológica dos governos dos países capitalistas avançados em usar mais decisivamente o gasto público como mecanismo de estímulo à economia num quadro de baixíssimas taxas de juros e alta ociosidade. A relevância circunstancial da MMT decorre desses fatos. Todavia, mesmo com essas ressalvas, a sua validade estaria circunscrita ao momento pós-crise e aos países de moeda conversível, excluindo, em princípio, como demonstrado por Prates (2020), os emissores de moeda inconvertível com alto grau de abertura financeira.

O caráter contemporâneo da MMT e de sua rápida disseminação torna-a às vezes, objeto de disputas, negações e controvérsias sobre os seus enunciados mais precisos. Nesse texto, embora não se procure examinar cada ponto específico da MMT, cabe explicitar e delimitar os seus aspectos gerais a serem analisados. Assim, não se busca fazer uma exegese das suas concepções tal qual em Palley (2020), Henwood (2019) ou Lavoie (2014), e tampouco realizar análises exaustivas de um de seus aspectos como em Rochon e Vernengo (2003), mas partir de sínteses como a de Wray (2018), para examinar as possíveis consequências de suas propostas de política econômica.

Para Wray (2018), a MMT compreenderia os seguintes aspectos essenciais:

(i) no que tange à natureza do dinheiro, se considera que ele é uma criatura estatal, uma unidade de conta e meio de pagamento (IOU) emitido pelo Estado, e que deriva a sua aceitação da sua capacidade soberana de impor a taxação ao setor privado e, portanto, da prerrogativa que o dinheiro possui de liquidar obrigações tributárias. Embora haja referências ao dinheiro privado (IOUs), os seus desdobramentos não são explorados em detalhe, preferindo-se reafirmar a hierarquia superior do dinheiro estatal.

(ii) da natureza do dinheiro, segue-se duas importantes consequências para o financiamento do gasto público corrente, com ênfase nos déficits e na rolagem da dívida pública. Partindo-se do princípio de que o gasto antecede a renda, o gasto público pode ser financiado pela expansão monetária, a qual será esterilizada posteriormente, em parte pela arrecadação de tributos, em parte por várias formas de dívida. Esta última por sua vez não está sujeita a *default* compulsório, seja porque pode ser sempre monetizada, ou porque as taxas de juros são fixadas num patamar inferior ao crescimento da renda. Deduz-se das proposições acima, uma elevada potencial discricionariedade do Estado, na fixação das taxas de juros, o que seria feito por meio da ZIRP (*zero interest rate policy*).

(iii) esta concepção do dinheiro, do financiamento e da dívida pública, traz importantes consequências para a política econômica por meio das propostas das finanças funcionais, formulada originalmente por Lerner (1943). O enunciado é claro: não havendo restrição financeira

ao gasto público, ou seja, não sendo relevante, pelas razões expostas acima, a perseguição de finanças públicas sustentáveis (*soundables*), a política econômica deve perseguir o pleno emprego. O seu constrangimento seria apenas, o da disponibilidade de recursos ociosos e o seu limite, a inflação. Define-se também aqui uma clara preferência pela política fiscal, *vis a vis* a monetária no estabelecimento de estímulos e, mesmo na sintonia fina do ciclo.

Isto posto, este artigo pretende avaliar criticamente a MMT, a partir de duas abordagens. Num primeiro momento, retoma as suas proposições gerais no que tange à concepção do dinheiro enquanto, criatura exclusiva do Estado (*national fiat currency*), bem como a postulação de uma economia de pleno emprego embasada nas finanças funcionais. A partir desse quadro de referência, examina-se o funcionamento da economia capitalista a partir de dois circuitos distintos: o do gasto público, financiado monetariamente e o do gasto privado, financiado por crédito. A combinação de aspectos dos dois circuitos, enquanto aproximação mais rigorosa da realidade, permite sintetizar as críticas principais a MMT.

A concepção do dinheiro

Nesse campo há um consenso entre os adeptos da MMT; o dinheiro é considerado apenas como uma unidade de conta definida pelo Estado, e meio de pagamento, ou seja, um denominador de bens, serviços e contratos e um instrumento de liquidação dessas transações. Nas sociedades modernas, cabe ao Estado escolher esta unidade de conta e definir as regras, ou o *enforcement para* a sua circulação. Todavia, para além da questão formal da circulação monetária, a questão essencial é a da aceitação dessa unidade de conta. Assim, como o dinheiro é uma criatura do Estado, a sua circulação e aceitação dependeriam preponderantemente, do fato de que esse dinheiro emitido pelo Estado é utilizado para o pagamento de impostos.

Estamos diante de uma espécie bem definida de dinheiro, estatal por excelência: o *tax driven money*. O Estado emite dinheiro, na verdade, um título de crédito – um IOU (I owe you) -, na descrição MMTista – que serve para pagar impostos que, por sua vez, derivam da sua capacidade impositiva enquanto estado soberano. Desse ponto de vista, qualquer agente privado também pode emitir dinheiro, mas o problema residiria na sua aceitação, que no caso do Estado é garantida pelo poder que tem o seu dinheiro de resgatar a dívida tributária. Em princípio, diante dessa demanda cativa o espaço para a emissão monetária estaria garantido.

A postulação acima não está isenta de problemas. Desde logo, como os impostos são apenas uma fração da renda, a aceitação do dinheiro estatal para fazê-la circular, estaria condicionada por esse limite inicial, requerendo a ajuda do dinheiro privado. Omite-se, por sua vez, o fato do dinheiro também realizar a circulação da riqueza ou das dívidas, pública e privada, como analisado por Keynes (1930) no *Treatise on Money* por meio da circulação industrial e circulação financeira. Ademais, definir o dinheiro como um IOU, para além da capacidade estatal de definir o dinheiro de conta, realça o seu caráter creditício, de meio de pagamento, ou seja, o dinheiro como mero instrumento de passagem entre transações mercantis, financeiras e tributárias. Não haveria uma demanda de dinheiro *per se*, enquanto riqueza ou reserva de valor, vale dizer, esta concepção exclui o *entesouramento* em suas formas históricas particulares.

Outro aspecto problemático de definição do dinheiro na MMT diz respeito à sua origem e preeminência estatal. Como se sabe, nas sociedades modernas, o dinheiro estatal tem circulação

restrita e polar: circula entre os bancos centrais e bancos por meio das reservas bancárias, ou constitui a moeda manual que circula sobretudo entre os que não possuem contas bancárias. Assim, a principal forma de dinheiro nas sociedades capitalistas contemporâneas são os depósitos à vista dos bancos. Nas suas variadas versões, a MMT considera a existência do dinheiro bancário, que denomina do IOU emitido pelos bancos, mas não lhes confere a relevância devida, mormente nas suas relações com o dinheiro estatal.

Uma abordagem abrangente do dinheiro deveria considerar, portanto, de forma equilibrada, as duas formas do dinheiro – pública e privada – e as suas relações. A sugestão de Keynes (1930) no *Treatise on Money* é de considerar a criação *passiva* de depósitos à vista, quando esta está lastreada na ampliação das reservas bancárias ou dinheiro estatal e criação *ativa*, quando se refere à criação de moeda de crédito *ex-nihilo*, configurando a moeda bancária endógena. O importante aqui a ressaltar é a existência das duas formas de dinheiro, a pública e a privada, e a relativa autonomia da última ante à primeira caracterizando o caráter endógeno do dinheiro privado e, como demonstrado por Chick (1986), cada vez mais autônomo ante a base de reservas bancárias.

A partir desta concepção de dinheiro estatal, a MMT define a determinação da taxa de juros, de acordo com a qual, a autoridade monetária teria amplo poder discricionário na fixação das taxas de juros de curto prazo da qual se derivaria o espectro das taxas de médio e longo prazos. Na verdade, a tese é a de que o espectro de taxas de juros é um desdobramento da taxa de curto prazo, incorporando expectativas inflacionárias, não cabendo ao mercado papel relevante na sua fixação, como defende principal autor, Randall Wray, um inequívoco defensor da ZIRP (*zero interest rate policy*). Algumas vertentes MMTistas podem contestar a afirmação anterior dado que o assunto é marcado por uma certa ambiguidade e vai e vem nas várias contribuições. De qualquer modo, a natureza do dinheiro, o não constrangimento financeiro do setor público e a impossibilidade de *default* do emissor da moeda soberana, três pilares da MMT, levam necessariamente a uma interpretação do caráter fortemente discricionário na fixação das taxas de juros.

Outras variantes, consideram que poderia haver alterações temporárias nessa discricionariedade, ou seja, poderia ocorrer uma variação mais ampla dos *spreads* entre as taxas curtas e longas, mas apenas de caráter transitório. Aqui, algumas observações são pertinentes. Primeiro, com tal concepção do dinheiro, a noção de preferência pela liquidez – ou do moderno entesouramento ou propensão a entesourar, ou de manter a riqueza na forma monetária – que reflete o papel do mercado na determinação das taxas de juros, está excluída de partida. Ora, mas o que está em jogo na proposição da preferência pela liquidez é a escolha dos proprietários da riqueza no que diz respeito a mantê-la na forma mais ou menos líquida. A preferência pela liquidez é um reflexo das incertezas quanto à trajetória futura das taxas de juros e expressa as expectativas dos mercados quanto ao comportamento futuro de variáveis econômicas cruciais, incluindo a ação do Banco Central.

Cabe aqui recordar que para os detentores da riqueza financeira, a composição de seus portfólios entre títulos de diversas maturidades (*duration*) implica perdas e ganhos de capital, via marcação a mercado, quando o espectro de taxas de juros se altera. A inclinação dessa curva - ou seja, os *spreads* das diversas taxas ante a taxa básica são flutuantes ao longo do tempo - reflete, como mencionado, as incertezas e o predomínio de posições altistas ou baixistas dentre os proprietários da riqueza. Para além do tamanho e flutuação desses *spreads*, que traduz o poder do sentimento do mercado e a negociação dos títulos de dívida em mercados secundários líquidos, na determinação das

taxas longas, observa-se também momentos de ruptura ou de extrema polarização das convenções. Eles acontecem ou na inversão da curva de juros, com taxas curtas maiores do que as longas, ou contrariamente na sua forte inclinação positiva.

O primeiro fenômeno, traduz a polarização altista, ou seja, expectativas fortemente predominantes de que a taxa longa cairá por uma eventual recessão futura e a certeza de que o BC reduzirá a taxa curta. Assim os agentes mudam seus portfólios comprando títulos longos e derrubando as taxas correspondentes. O segundo movimento é a tradução da preferência absoluta pela liquidez na qual prevalece a polarização baixista, ou seja, a posição de que por variadas razões – por exemplo, por uma avaliação de riscos crescentes de financiamento dos setores público ou privado - as taxas longas subirão inexoravelmente. Segue-se a venda de títulos longos e a subida dos juros correspondentes.

Os adeptos da MMT poderiam arguir que a intervenção do BC ao longo de toda a curva de juros, comprando e vendendo títulos, fixaria os juros nas várias maturidades e eliminaria a incerteza quanto ao seu comportamento futuro. Para reforçar seu argumento, poderiam usar o caso da política monetária não convencional de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*), posta em prática em larga escala, por diversos bancos centrais, após a crise financeira global de 2008, cujo sentido foi exatamente o da intervenção do BC nos mercados de títulos para regular o espectro de taxas de juros, utilizando para isto a emissão monetária. Se foi possível, num momento de crise profunda e de preferência absoluta pela liquidez utilizar em tal grau o poder de intervenção do Estado nos mercados financeiros, o processo não esteve isento de graves efeitos colaterais. Além dos problemas da histerese e perda de eficácia da política monetária convencional, a política não convencional engendrou problemas profundos e insolúveis, de outra natureza: a de como evitar que as intervenções nos mercados de títulos alimentem bolhas de preços de ativos em mercados líquidos e radicalmente desregulados.

O financiamento de déficits e as dívidas

A concepção de dinheiro tem implicações de como, por quais meios e em quais quantidades, este entra em circulação. Desde logo, a MMT discute de maneira privilegiada o dinheiro soberano ou estatal dando menos ênfase ao dinheiro bancário privado o que constitui uma falha. Na análise do dinheiro estatal, preocupa-se primordialmente com as variações da quantidade de dinheiro associada ao gasto público, em particular o déficit, e sua esterilização com o pagamento de impostos.

A MMT certamente não desconhece a existência de outras formas de expansão da moeda estatal, mas não lhes confere importância sobretudo no que tange aos seus determinantes. Assim, não é ocioso destacar essas formas e sua autonomia relativa. Numa economia aberta financeiramente, as operações cambiais são cruciais e largamente determinadas por variáveis externas, como o ciclo de liquidez, por exemplo. As operações de injeção e retirada de liquidez por parte do BC, via depósitos compulsórios, ou compra e venda de títulos curtos, são também essenciais e podem responder a decisões de política econômica ou demandas irrecusáveis do setor bancário. Ou seja, podem decorrer de expansão excessiva dos empréstimos bancários e de uma crise de liquidez que eventualmente pode converter-se em sistêmica.

Uma dimensão da expansão e contração monetária abordada pela MMT, num contexto mais amplo, é aquela que diz respeito ao resgate e rolagem da dívida pública. Ou seja, de acordo com suas

concepções não há restrição financeira ao gasto público e, portanto, ao financiamento monetário e à rolagem da dívida pública – que pode ser sempre monetizada - sendo o *default* uma opção desnecessária e descartável. Deixando de lado, por ora, a questão do financiamento monetário do déficit, a ser tratada adiante, cabe referir que o resgate e rolagem da dívida podem vir a ser um problema.

No financiamento da dívida, cabe distinguir a rolagem do principal (estoque), da carga de juros (fluxos). A rolagem não acarretaria maiores implicações macroeconômicas pois, caso não haja mudanças significativas na alocação de portfólio dos agentes, ela representa apenas uma renovação, nos mesmos termos, da dívida. Rigorosamente, o pagamento ou a amortização e, portanto, a criação de moeda é prévia à sua recaptura por meio da emissão de novos títulos. Mas, mesmo nesse caso, cabe referir que esta renovação está sujeita a mudanças de prazos e juros e o seu resultado dependerá do poder relativo do Tesouro vis à -à-vis os rentistas de todos os matizes e suas preferências quanto às formas de riqueza.

Outro aspecto é o financiamento da carga de juros. Tanto quanto o principal da dívida, a carga de juros não é a contrapartida do exercício de demanda efetiva. Mas, diferentemente do principal da dívida, que já ocupava espaço na riqueza ou poupança financeira e nos portfólios dos agentes privados, a carga de juros disputará o fluxo novo dessa poupança sem ter contribuído para seu aumento. Tratar a carga de juros como transferência não soluciona o problema, apenas o joga para o futuro. Ou seja, pode-se monetizar a carga de juros e isto deverá estar associado a provável e elevado entesouramento, baixo gasto efetivo dos rentistas, diminuto multiplicador, e conseqüente pequeno aumento da renda e da poupança. Conforme alertado por Buiter (2020) uma elevada participação da carga de juros – que reflete o tamanho da dívida pública e a taxa de juros - no total do déficit, pode se constituir um problema financeiro significativo.

Autores adeptos da MMT, como Lara Resende (2019), reconhecem o problema e propõem que a condição de sustentabilidade da dívida – entendida esta última como o caráter não estabilizador do seu crescimento e rolagem - estaria dado por um custo da dívida ou taxa de juros implícita menor do que o crescimento do PIB, associado a um saldo primário nulo, o que levaria a uma diluição da dívida, ou seja, uma redução da relação dívida/PIB. Como o BC fixa as taxas de juros, isto estaria garantido.

A formulação é um tanto imprecisa. É necessário que haja déficit público primário para que a renda cresça e, com ela, a arrecadação, que esteriliza parte da emissão inicial, somada a poupança adicional que financiaria o déficit primário. Sobra a ser refinanciada, sem o correspondente aporte da poupança gerada no circuito gasto-renda, a carga de juros. Assim, déficits públicos com determinadas composições, ou seja, com baixa participação do déficit primário e cargas de juros elevadas podem implicar problemas de financiamento, exceto na hipótese extrema do total poder discricionário do BC/Tesouro na fixação das taxas de juros e na monetização dessa parte do déficit.

O programa de política econômica

Associando a sua concepção de dinheiro, financiamento dos déficits e rolagem da dívida, e a contribuição da finança funcional atribuída a Lerner (1943), a MMT formula o seu programa de política econômica, cujo desiderato é uma economia com pleno emprego, em parte obtido por meio do Estado, como empregador de última instância. O instrumento central para a consecução desse

objetivo seria a política fiscal ou mais precisamente, o gasto público financiado monetariamente. A política monetária teria um papel secundário – caracterizado por uma política de juros baixos e liquidez farta – inclusive na sintonia fina do ciclo, a qual caberia também à política fiscal realizar.

Do ponto de vista do objetivo proposto pela MMT, uma primeira crítica diz respeito ao seu caráter bem intencionado, mas utópico. Nas sociedades capitalistas, o desemprego funciona como elemento disciplinador da força de trabalho. O ponto já havia sido anotado por Kalecki (1943), num ensaio clássico, no qual alertava para o fato de que o crescente controle obtido pelo estado sobre a demanda agregada não implicaria que este fosse utilizado em benefício dos trabalhadores, pelo motivo apontado anteriormente. Essa perspectiva é ampliada por Streeck (2013), na análise que faz da derrocada do regime de Bretton Woods. Para esse autor, os fatores preponderantes de sua extinção foram a crescente perda de controle sobre a força de trabalho, os movimentos sociais e particularmente o movimento sindical, emponderados por mais de duas décadas de aumentos de salários, benefícios sociais e autonomia organizativa.

Uma outra omissão importante da MMT, no seu programa de política econômica, diz respeito à ausência de referências à financeirização sobretudo, no que tange à crescente desregulação e liquidez dos mercados financeiros. Seu significado foi uma ampliação da relevância da riqueza ante a renda e, conseqüentemente, um papel ampliado da moeda na circulação e valorização da primeira. De acordo com vasta literatura – ver por exemplo Carneiro (2020) para uma resenha – o padrão do capitalismo financeirizado tem sido o da valorização da riqueza – fictícia ou especulativa - determinar a trajetória da renda. Haveria, portanto, que discutir a fundo, os efeitos da expansão monetária não só sobre a renda, mas, sobretudo, sobre a riqueza. De um ponto de vista objetivo, os efeitos da expansão monetária teriam que ser considerados não só no que tange ao crescimento da renda e a inflação de bens e serviços, mas principalmente, nos seus impactos sobre a evolução dos preços dos ativos.

Há dois outros aspectos problemáticos na formulação do programa de política econômica da MMT: o pressuposto da fusão do banco Central com o Tesouro, numa única instituição, e o papel da política fiscal como reguladora do ciclo. O primeiro decorre da concepção do dinheiro como uma criatura exclusiva do Estado e o *tax driven money*. A separação do Tesouro e Banco Central pareceria assim artificial e desnecessária. Mas, isto é uma postulação a-histórica. As relações entre essas duas instituições comportam uma gama de situações variáveis, refletindo a história concreta dos países, e correlações de força distintas entre grupos empresariais – em particular os rentistas – e o Estado. Na prática, o que se tem observado no período recente, por força da financeirização e do poder ampliado dos rentistas é a generalização do Banco Central autônomo ou independente. De qualquer modo, embora se possa formular abstratamente a existência da fusão, na prática ela não é trivial. Há aqui uma questão de fundo a ser considerada: instituições como bancos centrais e tesouros de países soberanos, fazem parte de coalizões de interesses históricas, específicas e distintas. Não é incomum que por essa razão, se coloquem em polos distintos na execução da política econômica.

Usar a política fiscal para regular o ciclo, sobretudo para esterilizar expansões monetárias indesejadas, nas proximidades do pleno emprego, é mais uma imprecisão. A matéria fiscal depende dos parlamentos e suas modificações são, por definição, lentas. Desse ponto de vista, só seria possível estabelecer este papel para a política fiscal, por meio de estabilizadores anticíclicos assentados em regras fiscais muito rígidas. O custo seria, nesse caso, o sacrifício da discricionariedade e do poder político na sua gestão.

O financiamento monetário do déficit

Uma vez delineados os princípios analíticos relevantes da MMT, vejamos agora alguns circuitos possíveis. A separação aqui entre dois circuitos distintos, o do gasto ou déficit público, financiado com emissão monetária estatal e do gasto privado, financiado como dinheiro bancário é apenas simplificação analítica para isolar e discutir melhor os desdobramentos de cada circuito, pois, na prática, eles são indissociáveis. Isso posto, iniciemos a análise com o circuito de financiamento monetário do déficit, por meio dos balanços de uma autoridade monetária-fiscal unificada (Diagrama 1) e, posteriormente, dos bancos privados (Diagrama 2). Adotemos também proposição da MMT de que o gasto antecede a renda e a tributação. Por fim, façamos aqui a suposição de que este gasto se direcione para um programa de transferência de renda para sustentar o pleno emprego.

O primeiro passo do processo (1) é a emissão de moeda pelo BC/Tesouro para financiar o gasto, aumentando seu passivo monetário. Este montante entra nas reservas bancárias ampliando-as e tem como contrapartida o aumento dos depósitos à vista nas contas dos beneficiários. Estamos diante do que Keynes denominou de criação passiva de depósitos bancários, na verdade uma forma secundária de criação de moeda nas economias capitalistas e própria dos sistemas bancários primitivos.

Diagrama 1

Tesouro + Banco central		Bancos Privados	
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO
	1. Financiamento monetário de déficit	1. Ampliação de reservas bancárias	1. Depósitos à vista na conta de beneficiários
			2. Transferências de titularidade – circulação da renda
			3. Titularidade final: lucro + impostos devidos
	4. Cancelamento parcial da emissão monetária	4. cancelamento parcial das reservas bancárias	4. Pagamento de impostos
	5. Venda de títulos públicos ou Depósitos remunerados no BC	5. esterilização das reservas remanescentes	
	6.1. aumento dos DRs 6.2. aumento de títulos em poder do público 6.3. aumento do valor dos títulos em poder do público	6.1. esterilização de curto prazo 6.2. esterilização por título e cancelamento de ativo bancário 6.3. esterilização de curto prazo	6. Uso da poupança financeira 6.1. Depósitos à vista 6.2 Título novo e cancelamento de D.V 6.3 Título velho e mudança de titularidade dos D.V

O segundo passo (2) é o desdobramento da injeção desse poder de compra na economia, ou seja, o crescimento da renda via efeito multiplicador. Do ponto de vista do sistema bancário à medida em que se processa a cadeia de pagamentos, os depósitos à vista mudam de titularidade, ou seja, a moeda exerce o seu papel de meio de pagamento com velocidade de circulação variável. O processo finaliza (3), com a mudança definitiva da titularidade dos depósitos à vista que assumem a forma de poupança financeira – lucro das empresas, por exemplo – e dívida tributária (impostos a serem pagos). Ainda nessa etapa cabe assinalar que a renda, um fluxo que se viu ampliado, necessita de novo poder

de compra para se manter, mas gerou a poupança ou riqueza, a propriedade de ativos ainda na forma de depósitos à vista. A preservação do patamar da renda dependerá da realização de novos gastos autônomos, oriundos seja da renovação do déficit, seja do gasto privado, nesse caso alimentado a crédito.

Na etapa (4), uma parte da renda transformada em impostos – que também pode incidir sobre a riqueza – será paga ao Tesouro-BC. A operação, cancela valor correspondente das reservas bancárias e da emissão monetária inicial. Importante notar que o cancelamento é apenas parcial, pois restam os recursos correspondentes à diferença entre gasto e tributação e que, nesse caso, se refere à poupança financeira privada. Ela está no ativo dos bancos sob a forma de reservas, em dinheiro estatal, mas também no seu passivo, sob a forma de depósitos à vista de propriedade de capitalistas.

Para ter controle sobre a taxa de juros de curto prazo, o BC-Tesouro tem que regular as reservas bancárias – circuito (5). Nesse caso, como elas foram ampliadas, há que esterilizá-las para evitar que as operações de empréstimos interbancários façam cair a taxa de juros básica abaixo do desejado pelo BC. Se essa taxa de juros for zero, a operação não será necessária. Caso contrário, três possibilidades se colocam: realizar a esterilização por operações compromissadas (*repos*), ou depósitos remunerados no BC, com liquidez imediata, ou fazer esta esterilização por meio de venda de títulos públicos mais longos.

A MMT vê pouca distinção entre as diversas operações de esterilização, exceto aquela que é óbvia, o diferencial de liquidez. Na verdade, ambas não representam operações de financiamento do gasto público já que este foi previamente realizado com expansão monetária. Contudo, como a expansão monetária não é capturada integralmente pela tributação é necessário esterilizá-la. Mesmo que isto seja correto, há importantes diferenças a assinalar. A captura via depósitos remunerados envolve a relação entre bancos e BC-Tesouro. A hipótese de que os bancos aceitarão sempre a taxa de juros proposta pelo BC, pois não têm uso alternativo para as reservas bancárias, é falaciosa, como veremos a seguir. Também é difícil aceitar que na esterilização por títulos públicos por meio de *dealers* no mercado primário, o Estado tenha poder discricionário absoluto para determinar a taxa de juros. Esse financiamento somado à rolagem do estoque da dívida e da carga de juros, referido acima, pode se revelar bastante problemático. Afirmar que os detentores de riqueza não têm alternativa é também falacioso. Isto porque, as taxas de juros correspondentes às diversas maturidades dos títulos públicos são determinadas nos mercados secundários. Se o Tesouro estabelecer taxas de juros nas negociações primárias, distintas daquelas dos mercados secundários, pode não vender seus títulos. Pode apelar ao Banco Central para que adquira os títulos com emissão monetária, mas mesmo nesse caso extremo deixará aos proprietários da riqueza a alternativa dos títulos já em circulação, a riqueza velha.

Para a MMT, todavia, o processo ou circuito se encerraria aqui nesse ponto (5), com a esterilização, temporária via *repos*, e depósitos remunerados ou mais duradoura via títulos. No primeiro caso, que envolve operações curtíssimas nas quais de fato o Estado goza de maior discricionariedade, a alternativa possível para os bancos e detentores da riqueza em geral é a operação cambial de conversão da moeda doméstica em divisas, uma forma de esterilização que como assinalado por Carneiro e De Conti (2020) tem impactos cruciais, sobretudo para moedas periféricas *implicando coeteris paribus*, desvalorizações da moeda local ante essas divisas. A desvalorização da moeda doméstica impõe para os agentes endividados em moeda reserva, o *currency mismatch*,

implicando desequilíbrios de balanço de graus variados. Ao mesmo tempo, implica impactos no nível de preços domésticos por conta da fixação de vários preços relevantes em moeda reserva, o denominado *passtrough*.

Evitar a conversão da moeda doméstica, no caso, as reservas bancárias, em divisas pode ser um importante objetivo da política econômica. Com mercados cambiais liberalizados, a forma principal de fazê-lo é aumentando a taxa de juros domésticas. De acordo com a teoria da paridade descoberta da taxa de juros, em tese, diante de uma desvalorização cambial inicial, a taxa interna terá que subir até o ponto em que elimine a expectativa de sua desvalorização adicional. Nas moedas periféricas, o padrão de flutuação das taxas de câmbio costuma se caracterizar por uma trajetória de *overshooting*, o que constitui um constrangimento decisivo para a fixação da taxa de juros doméstica. O poder discricionário do BC-Tesouro de fixar a taxa de juros curta fixa assim bastante relativizado.

O último segmento do circuito do financiamento monetário do déficit diz respeito ao uso da poupança privada resultante do processo (6). O proprietário da riqueza financeira, seja ela lucro das empresas seja poupança das famílias, terá várias alternativas. A primeira delas, pouco provável (6.1), é manter a sua riqueza sob a forma de depósitos à vista no sistema bancário ao qual corresponderá a esterilização de reservas bancárias junto ao BC-Tesouro. A segunda alternativa (6.2), ainda em acordo com a MMT, é a de que o proprietário da riqueza aceite a taxa de juros oferecidas pelos títulos públicos. Nesse caso, adquire o título público cancelando depósito à vista que terá como contrapartida a esterilização definitiva de reservas bancárias, transferidas ao Tesouro-BC que amplia a quantidade de títulos em circulação em poder do público.

O final feliz apontado acima não ocorre, necessariamente. O proprietário da riqueza pode, por exemplo, julgar a taxa de juros oferecida pelo título público de nova emissão, insuficiente. Aqui há duas hipóteses: a primeira, como já vimos, diz respeito à compra de moeda ou títulos no exterior, com as consequências já apontadas; a segunda pode dizer respeito a uma aposta de valorização dos títulos (fiquemos por ora nos públicos) já emitidos e que circulam no mercado secundário. Nesse caso (6.3.), o proprietário da riqueza compra títulos já existentes, transferindo ao antigo proprietário os depósitos à vista. Ademais, também não há perda de reservas bancárias que podem ser esterilizadas por operações curtas. Isto também não altera o passivo em títulos do Tesouro-BC, apenas o valor dos títulos já em circulação.

A hipótese acima que descreve um processo especulativo – por hipótese, exclusivamente com títulos públicos – parece ser extremamente favorável às teses da MMT. O fluxo novo de poupança usado para comprar títulos já em circulação elevará os seus preços com a correspondente queda das taxas juros. A redução das taxas longas por um processo de mercado, favorece a captura das reservas bancárias pela taxa curta, sugerindo uma ampliação da discricionariedade do Tesouro-BC. Na verdade, foi feita uma escolha por parte do proprietário da riqueza para não encarteirar novos títulos que representassem novo gasto. No caso do gasto público, isto pode não parecer grave na medida em que este financiamento é feito alternativamente pela esterilização das reservas bancárias. Há dois senões nesta conclusão: a especulação pode ocorrer em mercados diversos, e não apenas nos títulos públicos, engendrando bolhas especulativas de intensidade variada. Ademais, liquefaz a estrutura de financiamento do setor público, e como veremos, pode, por canais diversos, trazer dificuldades ao financiamento do investimento privado.

O financiamento do gasto privado por crédito

Nesse caso, vamos examinar o circuito do financiamento do gasto privado por meio do crédito ou da moeda criada endogenamente pelos bancos num procedimento denominado por Keynes de criação ativa de depósitos, ou seja, os empréstimos criam os depósitos (Diagrama 2). Em suas análises, Keynes se refere ao *finance*, um fundo rotativo no qual os empréstimos de curto prazo criavam depósitos à vista cuja titularidade mudava com o multiplicador da renda até o ponto em que os tomadores de empréstimos, de posse dos depósitos pagavam as suas dívidas, cancelando ambos. Trata-se de criação de dinheiro bancário – um IOU como diria a MMT – e sua implicação é tornar os bancos menos líquidos e mais alavancados durante o processo.

Diagrama 2

Tesouro + Banco central		Bancos Privados	
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO
		1. Concessão de empréstimos de curto prazo para produção →	1. Criação de depósitos à vista
	2. Aumento da liquidez por redução de compulsório ou cancelamento de compromissadas	2. excesso de liquidez indesejada ←	2. Transferência de titularidade, circulação da renda
		3. Liquidação e cancelamento de empréstimos curtos	3. Posse de depósitos à vista pelos prestatários, cancela D.V. ←
		4.1 Concessão de empréstimo de L.P. 4.2 Desintermediação	4. Poupança financeira 4.1 Depósito a prazo 4.2 Compra de títulos já emitidos com redepósitos de D.V. ←
		5. Concessão de empréstimos para especulação →	5. Criação de depósitos à vista
	6. Aumento da liquidez por redução de compulsório ou cancelamento de compromissada	6. Desintermediação e renovação de empréstimos curtos ←	6. Transferência de titularidade dos D.V. ←
		7. Pagamento e cancelamento do empréstimo para especulação	7. Transferência final de titularidade dos D.V. ←

Como apontado por Carneiro (2009), o *finance* distingue-se radicalmente do *funding* que é uma operação de captura da poupança financeira gerada pelo gasto bancada previamente pelo *finance*. No *funding*, os bancos não criam moeda, apenas fazem a sua intermediação compatibilizando prazos e juros da riqueza dos proprietários que está no passivo bancário – inicialmente sob a forma de depósitos à vista, tal qual no caso anterior – com emissão de títulos de dívida mais longos. Com base nesses recursos consolidam financiamentos longos, em geral para formação de capital. Em países

com mercado de capitais desenvolvidos, este segmento tem parcela expressiva das operações fora dos balanços bancários.

O circuito do dinheiro bancário se inicia com a concessão de empréstimos para a produção (1) e o consequente crédito dos depósitos à vista para os titulares. A geração e circulação da renda vai mudando a titularidade dos depósitos (2). Nesse interim, o sistema bancário pode eventualmente descobrir que emprestou demais e que está indesejavelmente ilíquido. O primeiro sintoma disto será uma elevação das taxas de juros no mercado interbancário. Logo, para evitar que isto aconteça, o Tesouro-BC amplia liquidez por formas canônicas; compra de títulos curtos ou redução do compulsório. Esta etapa (3) se encerra com a titularidade dos depósitos à vista nas mãos dos prestatários que realizam o pagamento dos empréstimos, levando ao seu cancelamento no ativo dos bancos.

A ampliação do gasto, seja público seja privado, faz operar o multiplicador da renda e deixa ao final do processo uma poupança de igual magnitude – aqui nesse caso, integralmente nas mãos dos capitalistas que são seus proprietários (4). Abre-se a partir daí duas alternativas: a primeira (4.1), seria a subscrição por parte desses últimos de depósitos a prazo. Do ponto de vista contábil, os depósitos à vista se transformam em depósitos a prazo e empréstimos curtos em empréstimos longos. Isto permitiria aos bancos financiar com prazos mais longos capitalistas que estariam, por exemplo, ampliando capacidade produtiva. Mas, esta transformação de prazos não está garantida. O proprietário da poupança financeira (riqueza) terá que aceitar as taxas de juros na subscrição de títulos privados; necessariamente baixas e próximas das de curto prazo de acordo com a MMT, acrescidas de um *spread* de risco; para ceder sua riqueza financeira por prazo mais longo. Isto é uma condição *sine qua non* para que o empresário demande os recursos, pois está adquirindo instalações ilíquidas e com prazo longo de depreciação. As taxas baixas de juros, nesse caso, exercem um efeito contraditório: estimulam a demanda e restringem a oferta de *funding*.

O problema maior nessa etapa é que a decisão do proprietário da riqueza é decisiva. E ele pode, por exemplo, decidir adquirir títulos já existentes apostando que a sua valorização excederá a taxa de juros. Nesse caso (4.2) a poupança será dirigida para especulação, havendo troca de titularidade de depósitos à vista e de propriedade dos títulos em circulação. Não há aqui nenhuma diferença do caso (6.3) indicado na ampliação do gasto público. O paradoxo é que quanto menor a taxa de juros – num contexto de mercados financeiros líquidos e desregulados – maior será o incentivo para que os proprietários da riqueza busquem uma valorização maior da mesma, via aquisição dos títulos em mercados secundários, ou seja por meio da especulação e não do financiamento, nos mercados primários. Obviamente, isto não impede, *tout court* a expansão dos novos financiamentos, mas como alerta o FMI (2019), num relatório que tem o sugestivo título “*Lower for longer*”, a busca de taxas de retorno mais altas, conferiu uma importância crescente dos *junk bonds* e dos títulos sem garantia.

Cabe examinar, por fim, a possibilidade de concessão de empréstimos diretamente à especulação por parte dos bancos. Não há distinção do *finance* dirigido à produção (5). A compra de títulos de riqueza, já existentes, requer a transferência de titularidade dos depósitos à vista e dos títulos, mas nesse caso é necessária a renovação dos empréstimos curtos (6). Dependendo da escala nas quais os bancos se envolveram neste processo, crises de liquidez pontuais ou mesmo sistêmicas são inexoráveis. A compra de ativos privados pelos bancos centrais, oriundos das carteiras dos bancos

privados, constituem uma indicação inequívoca desta ação. Por fim, o cancelamento do processo (7) ocorre quando o proprietário da riqueza a vende no mercado de capitais e liquida seus empréstimos curtos junto ao banco, que os cancela.

Considerações finais

As falhas da MMT que podem ser constatadas na abordagem de circuitos parciais e simplificados, se mostram mais claras nos casos mais próximos à realidade nos quais os circuitos são integrados e interdependentes. O essencial nessa integração, para que se obtenha uma forma de operação não instabilizadora nos mercados monetário-financeiros, é uma postura convergente dos dois circuitos, dado que ambos e não somente o circuito público, têm capacidade de criar moeda e alimentar o gasto e a especulação. Mas, aqui também não cabe enganos, não há poder absoluto e discricionário de um circuito sobre o outro, em especial do público sobre o privado, exceto se os mercados financeiros forem, como foram durante o regime de Bretton Woods, severamente regulados.

O exemplo maior nesse tipo de articulação do sistema na sua complexidade, é a necessidade de um comportamento convergente entre seus dois segmentos. Não deixa de ser paradoxal que numa teoria que se pretende minskyana, como a MMT, o dinheiro privado, em particular o bancário, e os ciclos de crédito, sejam abordados de maneira tão lateral. Assim, por exemplo, para que o gasto, tanto público quanto privado, se expanda, levando ao crescimento da renda e do emprego é necessário tanto a criação de dinheiro estatal quanto do crédito privado, por meio dos bancos. Em princípio nada impede que isto aconteça, mas posturas mais conservadoras por parte dos bancos com restrição a criação de crédito adicional podem advir, por exemplo, para além de uma avaliação dos riscos crescentes no setor privado, de uma avaliação sobre a indesejabilidade da ampliação do gasto e da dívida, públicos. Na direção contrária, ciclos fortes de criação de crédito e de construção de fragilidades financeiras privadas possuem uma relativa independência do gasto estatal e da postura da política monetária.

Por sua vez, mesmo o exame dos dois circuitos, tomados isoladamente - o do gasto público financiado monetariamente e o do gasto privado financiado a crédito - revelam de maneira peculiar as imprecisões da MMT, no que tange ao poder discricionário do Estado, na fixação das taxas de juros em mercados desregulados. Nesse caso, o que se pode afirmar é que o sucesso gera o fracasso. Ou seja, fixar o espectro de taxas de juros em patamares reduzidos com a circulação da riqueza privada em mercados financeiros líquidos e desregulados, além da perda crescente da eficácia da política monetária, engendra bolhas especulativas recorrentes. Não se deve esquecer aqui, o caso das economias periféricas, nas quais esta especulação tem endereço preciso: a taxa de câmbio, com uma plêiade de efeitos indesejáveis.

Do que foi dito fica como conclusão o caráter inapropriado do programa permanente de política econômica proposto pela MMT para economias financeirizadas ou periféricas de alto grau de abertura financeira. Nesse contexto, é possível que suas propostas produzam mais especulação e instabilidade. Isto, todavia, não deve obscurecer a possibilidade, com já apontado anteriormente, de no atual contexto de taxas de juros muito baixas, ineficácia da política monetária como instrumento de estímulo do gasto privado e conseqüente lento crescimento da renda, utilizar mais decisivamente a política fiscal e as formas não canônicas de financiamento do gasto público.

Bibliografia

- BUITER, W. H. (2020). *The problem with MMT*. Available at: <https://news.cgtn.com/news/2020-05-04/The-Problem-With-MMT-QdX2rhUmrK/index.html>.
- CARNEIRO, R. (2009). *O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico)*. Campinas: Unicamp. IE. (Texto para discussão, n. 167).
- CARNEIRO, R. (2020). Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira (Parte II: uma reflexão sobre a financeirização a partir da literatura contemporânea. *Economia e Sociedade*, v. 29, n. 3, p. 693-717.
- CARNEIRO, R.; DE CONTI, B. (2020). Privilégio exorbitante e fardo compulsório (a dupla face do SMI financeirizado).
- CHICK, V. (1986). The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. *Economics of Societes. Cahiers de l'ISMEA, Serie Monnaie et Production*, 3.
- FMI (2019). *Global financial stability report*. Oct 2019. Lower for longer.
- HENWOOD, D. (2019). Modern monetary theory isn't helping. *Jacobin*, 21 February. Available at: <https://www.jacobinmag.com/2019/02/modern-monetary-theory-isnt-helping>.
- KALECKI, M. (1943). Political aspects of full employment. *Political Quarterly*, v. 14, n. 4, p. 322-330.
- KEYNES, J. M. (1930). *Treatise on money: pure theory of money*. v. I.
- LARA RESENDE, A. (2019). *Consenso e contrassenso: déficit, dívida e previdência*. Disponível em: <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2019/03/08/consenso-e-contrassenso-deficit-divida-e-previdencia.ghtml>.
- LAVOIE, M. (2014). The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique. *Journal of Economic Issues*, v. 47, n. 1, p. 1-32.
- LERNER, A. P. (1943). Functional finance and the federal debt. *Social Research*, 10, p. 38-51.
- PALLEY, T. (2020). What's wrong with Modern Money Theory: macro and political economic restraints on deficit-financed fiscal policy. *Review of Keynesian Economics*, v. 8, n. 4, p. 472-493.
- PRATES, D. (2020). Beyond Modern Money Theory: a Post-Keynesian approach to the currency hierarchy, monetary sovereignty, and policy space. *Review of Keynesian Economics*, v. 8, n. 4, p. 494-511.
- ROCHON, L.-P.; VERNENGO, M. (2003). State money and the real world: or chartalism and its discontents. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 26, n. 1, p. 57-67.
- STREECK, Wolfgang (2013). *Tempo comprado – A crise adiada do capitalismo democrático*. Coimbra: Actual.
- WRAY, R (2018). *Modern Money Theory: how I came to MMT and what I include in MMT*. Remarks for the 2018 MMT Conference, September 28-30, NYC.