



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de
Políticas Públicas - FACE

Departamento de Economia

Uma revisão da neutralidade e da exogeneidade da moeda: dos
fundamentos à Teoria Monetária Moderna

Maria Clara Teixeira de Assis

Brasília

Fevereiro de 2023



Maria Clara Teixeira de Assis

Uma revisão da neutralidade e da exogeneidade da moeda: dos
fundamentos à Teoria Monetária Moderna

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

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

Brasília

Fevereiro de 2023

Maria Clara Teixeira de Assis

Uma revisão da neutralidade e da exogeneidade da moeda: dos
fundamentos à Teoria Monetária Moderna

Monografia apresentada ao Departamento
de Ciências Econômicas da Universidade de
Brasília, como requisito parcial para a
obtebção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Orentadora: Prof.^a Dr.^a Maria de Lourdes
Rollemberg Mollo

BANCA EXAMINADORA

Prof.^a Dr.^a Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

Prof.^a Dr.^a Adriana Moreira Amado

Brasília

Fevereiro de 2023

Resumo

O objetivo do trabalho é revisitar as principais correntes de economia monetária, analisando os aspectos da neutralidade e da exogeneidade da moeda. Após a revisão, o trabalho irá apresentar os principais pontos da Teoria Monetária Moderna, ou MMT, assunto que recentemente emergiu no debate econômico devido a proposições polêmicas de seus representantes. Na primeira parte, o trabalho percorrerá as principais correntes teóricas da economia monetária, tendo o papel da Teoria Quantitativa da Moeda e sua importância como tema central das análises. Serão apresentadas as visões ortodoxas, heterodoxas e marxistas acerca da economia monetária e suas principais contribuições. Na segunda parte, após o aprofundamento das principais teorias, serão apresentados os pontos principais da MMT, em contraste com as correntes vistas anteriormente. Por fim, serão apresentadas as principais críticas acerca das proposições MMTistas, percorrendo diversos autores, com o objetivo de contextualizar a heterodoxia econômica na atualidade e, evidenciar seus principais desafios.

Palavras-chave: economia monetária, história do pensamento econômico, MMT, Teoria Monetária Moderna, moeda, economia heterodoxa, política monetária.

Abstract

The objective of this study is to revisit the main theories of monetary economics, analyzing aspects of the neutrality and exogeneity of money. After this review, the paper will present the main points of the Modern Monetary Theory, or MMT, matter that recently emerged in the economic debate due to controversial propositions of its representatives. In the first part, the paper will cover the main theoretical currents of monetary economics, and the role of the Quantitative Theory of Money and its importance as the central theme of the analysis. Orthodox, heterodox, and marxist views on monetary economics and its main contributions will be presented. In the second part, after deepening the main theories, the main points of MMT will be presented, in contrast with the theories seen previously. Finally, the main criticisms of the MMT proposals will be presented, covering several authors, with the objective of contextualizing the current economic heterodoxy and highlighting its main challenges.

Keywords: monetary economy, history of economic thought, MMT, Modern Monetary Theory, currency, heterodox economics, monetary policy.

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Equilíbrio no Mercado de Capitais Neoclássico.....	16
Gráfico 2 – Curva de Phillips – longo prazo.....	22
Gráfico 3 – Posição horizontalista da oferta de moeda.....	49

Sumário

INTRODUÇÃO	8
1. PRIMEIRA PARTE - Controvérsias em Teoria Monetária	10
2. A ortodoxia: TQM; neoclássicos; novos keynesianos; novos clássicos... 12	
2.1. Wicksell e a taxa de juros neoclássica	14
2.2. Friedman e os Monetaristas	18
2.3. Os Novos clássicos e Os Novos Keynesianos	23
3. Marxistas e a moeda como relação social	26
3.1. O dinheiro como organizador social	30
3.2. O capital e a valorização do dinheiro.....	33
3.3. O capital a juros e o capital fictício	38
3.4. As crises endógenas do sistema	40
4. Keynes e os pós-keynesianos: a não-neutralidade da moeda	42
4.1. A taxa de juros keynesiana	44
4.2. Aprofundamentos Pós-Keynesianos: endogeneidade da moeda.....	48
4.3. A instabilidade inerente à economia	51
5. SEGUNDA PARTE - A Teoria Monetária Moderna.....	54
5.1. A moeda como criação estatal	56
5.2. Endogeneidade da moeda e a taxa de juros	59
5.3. A neutralidade da moeda e a política monetária.....	64
5.4. Críticas heterodoxas à MMT	70
5.4.1. Dinheiro como criatura social e não como criatura do estado	70
5.4.2. Aplicabilidade da MMT em economias periféricas	73
5.4.3. Limitações políticas e institucionais da MMT e de suas propostas	77
6. Sumário e Conclusões	81
7. Referências Bibliográficas.....	85

INTRODUÇÃO

O estudo da economia como ciência autônoma atravessa grandes consensos e dissensos ao longo de sua história. Porém, longe de encontrar uma convergência de ideias, parece sempre manifestar-se, de tempos em tempos, episódios que confrontam uma ou outra teoria que aparentava finalmente ter alcançado uma relativa estabilidade. Alguns exemplos recentes incluem a grande crise financeira de 2008 e a crise econômica engatilhada pela pandemia de Covid-19, que carregam algumas evidências empíricas que parecem questionar a eficácia do consenso macroeconômico¹ estabelecido nas últimas décadas. São em momentos como este que correntes relegadas à marginalidade do pensamento econômico recebem uma maior atenção, visto que ameaçam a permanência de teorias consolidadas.

Hoje, a maior parte das decisões econômicas que estão em curso se encontra pautada na ideia da neutralidade da moeda, presente em todo o pensamento econômico ortodoxo, que rejeita a capacidade da moeda de impactar a economia real. Porém, em uma análise pelo viés das correntes heterodoxas, a política monetária teve um papel fundamental para restringir as consequências das últimas grandes crises, e atualmente volta à centralidade do debate devido à necessidade do controle da alta inflação. Logo, a compreensão a respeito do papel da moeda figura como indispensável para o entendimento da eficácia ou não das medidas adotadas.

O conceito de moeda talvez seja quase tão enigmático quanto a investigação acerca do seu surgimento e de suas transformações ao longo da história. A definição primeira só poderia ser, portanto, a de moeda como construção histórico-social, criada para sedimentar relações humanas na história, carregando determinadas características que se transformam ao longo do tempo e é mutável assim como as organizações sociais também o são. Para além disso, algumas funções da moeda hoje têm uma aceitação relativamente unânime nos debates econômicos, porém ainda existem discordâncias acerca do seu papel na organização econômica da sociedade moderna.

¹ O consenso macroeconômico aqui pode ser interpretado como correntes *mainstream*, que pautam a ortodoxia econômica e fazem parte do pensamento majoritariamente ensinado e discutido na academia e nos centros de pesquisas. Podem ser resumidas, por exemplo, em hipóteses derivadas da Teoria Quantitativa da Moeda, tais como a de que a inflação é um fenômeno monetário, a moeda é neutra e não afeta variáveis reais da economia, as forças de mercado tendem ao equilíbrio, dentre outras.

O debate acerca das funções da moeda é importante, pois, quando deslocamos a economia monetária para um debate sobre as crises econômicas, a pergunta por traz de todo o argumento possível é: mas afinal, a moeda importa para a economia real? A questão da neutralidade ou não-neutralidade da moeda já está presente desde os primeiros estudos da economia como estudo autônomo das ciências humanas. Desse modo, este trabalho se dispõe a apresentar e discutir uma teoria alternativa que recentemente emergiu no debate público e acadêmico, e, especificamente, como o papel da moeda se torna protagonista em uma análise heterodoxa das crises recentes. A teoria em questão é chamada Teoria Monetária Moderna, ou MMT (Modern Monetary Theory). As decisões de política monetária hoje predominantes ainda permanecem ancoradas em teorias frontalmente contestadas pela MMT, e a discussão acerca dessas decisões nunca foi tão pertinente quanto agora.

A seguir, o texto examinará as principais correntes da economia monetária, enfatizando o papel da moeda e o poder que ela exerce na economia real. Inicialmente, a análise se concentrará nas teorias provenientes da ortodoxia macroeconômica: clássicos, neoclássicos, novos clássicos e novos keynesianos. Após essa primeira explanação, o trabalho também fará uma exposição das teorias heterodoxas acerca do tema, especificamente a posição marxista e pós-keynesiana, para, por fim, dissecar a importância da moeda na Teoria Monetária Moderna e seus críticos.

1. PRIMEIRA PARTE - CONTROVÉRSIAS EM TEORIA MONETÁRIA

Antes de compreender os pontos de divergência entre a Teoria Monetária Moderna e as correntes principais do pensamento econômico, é necessária uma exploração mais minuciosa do que seriam os principais paradigmas defendidos pela ortodoxia antes de desconstruí-los. Só é possível entender a divergência quando há uma noção sólida acerca do que o corrente dominante estabelece. A exposição acerca das principais correntes teóricas da economia monetária ortodoxa aqui terá a Teoria Quantitativa da Moeda e sua importância como condutor das análises.

As primeiras concepções acerca da economia monetária se iniciam formalmente nos séculos XVIII e XIX, estimuladas pela necessidade de solucionar problemas que atingiam a Inglaterra durante e após a revolução industrial. As pressões inflacionárias preocupavam o Estado, e os agentes do mercado exigiam atitudes por parte do poder central. Porém, as ações possíveis careciam de uma base conceitual formalizada, gerando insegurança e incentivando intelectuais e acadêmicos a se dedicarem a uma maior investigação acerca do tema. A intuição geral apontava para uma relação inversa entre emissão de moeda e inflação, e sua neutralidade frente às variáveis reais da economia. Ambas as hipóteses já haviam sido exploradas nos trabalhos de David Hume, David Ricardo e John Stuart Mill, principalmente devido ao histórico de emissão de papel-moeda, à revelia de mudanças na moeda metálica, e da expansão de crédito necessária para o financiamento das prolongadas guerras do período. Nesse contexto, havia também um crescente interesse para explicar a flutuação do câmbio e a desvalorização da libra².

Dentre as correntes que se desenhavam à época, podem-se destacar as discussões entre *bullionistas* e *antibullionistas* e também posteriormente os embates entre as Escolas do Meio Circulante, Bancária e Dos Bancos Livres. Os *bullionistas* (palavra derivada do *bullion*, que em inglês significa lingote de ouro) eram representantes da crença majoritária, e advogavam pela noção já mencionada de relação de causalidade entre a emissão excessiva de papel-moeda pelo Banco da Inglaterra e desvalorização da libra em relação ao ouro. Em um contexto de suspensão da conversibilidade da libra, ocorrida entre 1797 e 1821, os *bullionistas* defendiam o lastro constante e restritivo da libra em relação ao ouro, algo que atuaria para restringir o aumento de preços. Para essa corrente, que tem

² CARVALHO (2007), p. 27.

entre seus representantes mais reconhecidos Henry Thornton – este mais moderado –, Ricardo, Francis Horner e Thomas Malthus, não há efeitos da emissão de moeda na economia real – renda, emprego, investimento, produção, etc.

Os *antibullionistas* (corrente da qual faziam parte os diretores do Banco da Inglaterra) creditavam a inflação aos gastos massivos demandados pelas guerras, acompanhados da desaceleração das exportações no período. Para esse grupo, era impossível a oferta de moeda ser superior à demanda dos negócios, já que tomadores de crédito só tomariam emprestado o que pudessem usar lucrativamente, sendo conceitualmente impossível uma emissão excessiva de moeda. Além disso, a moeda era lastreada em bens reais, sendo o crédito algo destinado somente à circulação de mercadorias³.

O debate acerca da emissão excessiva ou não da moeda se intensificou ao longo do tempo, englobando novas facetas do problema, que incluíam a centralização ou não da emissão de moeda e a possível regulamentação desse suposto órgão central emissor. Desse debate surgiram três correntes: a Escola do Meio Circulante, a Escola Bancária e a Escola dos Bancos Livres.

A Escola do Meio Circulante – derivada dos *bullionistas* – aceitava a possibilidade de haver uma emissão excessiva de moeda no caso de um regime de moeda mista – papel-moeda e moeda metálica –, e percebia essa situação como um sinal de desequilíbrio entre o estoque de ouro e a moeda circulante. Logo, concebia que a moeda circulante deveria ser completamente lastreada no estoque de ouro, sendo ainda mais restritiva que os *bullionistas*, forçando o sistema de moeda corrente mista a se comportar como um sistema de moeda puramente metálica⁴. “A adoção de regras do padrão-ouro exigia que a moeda corrente mista se comportasse exatamente como se fosse uma moeda corrente puramente metálica. Consequentemente, não haveria necessidade de regular as atividades bancárias, mas apenas a emissão monetária”⁵.

A Escola Bancária – derivada dos *antibullionistas* - também afirmava que o volume de notas em circulação era determinado não pela oferta exógena da autoridade monetária, mas pela demanda de negócios, sendo impossível uma emissão excessiva. As

³ CARVALHO (2007), p. 27; MOLLO, p. 82.

⁴ MOLLO (1994), p. 87.

⁵ CARVALHO (2007), p. 28.

necessidades do comércio ditavam a emissão de moeda pela autoridade monetária, e desse modo, a Escola Bancária não compactuava com a ideia de regras rígidas para a oferta de moeda. É importante destacar que a flutuação da oferta de moeda é vista como natural e, portanto, existe uma crença na impossibilidade de controle monetário, para além de uma rejeição à regulação⁶.

Por fim, a Escola dos Bancos Livres compreendia que a emissão de moeda deveria se comportar como um mercado como qualquer outro, sendo regulado via concorrência. A emissão deveria ser livre descentralizada, incentivando a competição entre os diversos bancos emissores. A regulação viria do desestímulo à emissão excessiva proveniente da necessidade de manter a confiança do consumidor. Também haveria um sistema de compensação interbancária que absorveria qualquer excesso de moeda lançado no mercado. Assim, a Escola dos Bancos Livres se posicionava contrária ao monopólio de um banco central para emissão de moeda, pois seria justamente o monopólio de emissão que possibilitava uma emissão excessiva, gerando, assim, inflação⁷.

Em meio ao debate entre as diferentes correntes, foi aprovada a lei bancária de 1844, que incorporou algumas das posições defendidas por certos agentes desse debate: a adoção do padrão-ouro puro (moeda totalmente lastreada), a centralização de emissão de moeda no Banco Central da Inglaterra e novas regras para a atuação da política monetária, institucionalizando assim a noção dominante de que, para um controle efetivo da inflação, a emissão de moeda deveria ser controlada tanto através de um lastro em ouro, como por regras rígidas de emissão⁸. O modelo seminal que formaliza essa intuição é a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), fundamento da ortodoxia monetária, e objeto da análise a seguir.

2. A ORTODOXIA: TQM; NEOCLÁSSICOS; NOVOS KEYNESIANOS; NOVOS CLÁSSICOS

⁶ MOLLO (1994), p. 95

⁷ CARVALHO (2007), p. 28-29.

⁸ Esse entendimento permanecerá majoritário por grande parte da história da economia monetária, sendo aprimorado e desenvolvido por diferentes pensadores, e refinado para atender as mudanças tecnológicas e inovações monetárias que ocorreram ao longo dos séculos.

A TQM teve sua versão mais famosa popularizada por Irving Fisher (1867 - 1947) e essencialmente afirma o que já era considerado como consenso nos debates econômicos à época: os preços variam proporcionalmente à quantidade de moeda em circulação. Ainda que existam outros mecanismos que atuam na circulação de moeda na economia, como a velocidade de circulação e o volume de transações, é pressuposto por essa teoria que essas variáveis não se alteram com a variação monetária, demonstrando, portanto, que as mudanças na quantidade de moeda afetam somente o nível de preços – ao menos no longo prazo –, porém, sem nenhuma capacidade de afetar a economia real.

$$MV=Py^9$$

A identidade acima pode ser entendida como uma identidade contábil, na qual o lado direito corresponde aos bens e serviços transacionados, sendo o PIB real (y) multiplicado pelo nível de preços (P). Lado esquerdo corresponde ao total de moeda circulante, ou seja, a quantidade de moeda emitida (M) multiplicada pela quantidade de vezes que ela circula (V).

Um dos pressupostos da TQM é que volume de bens transacionados (y) e a velocidade de circulação (V) são estáveis, previsíveis e independentes das outras variáveis da equação, não mudando bruscamente no curto prazo, o que permite que o nível de preço e a quantidade de moeda emitida sejam diretamente proporcionais um ao outro. Fundamentalmente, a moeda não impacta as variáveis reais, sendo totalmente neutra no longo prazo. Outro pressuposto necessário para essa conclusão é que M é exógena, controlável pela autoridade monetária, não sendo possível que haja nenhuma interferência endógena ao sistema que possa perturbar a oferta de moeda.

Em resumo, o único motivo para uma mudança no nível de preços real é um desvio da oferta de moeda do seu equilíbrio de longo prazo. A inflação é um problema estritamente monetário, causada, segundo os pressupostos da teoria, pela emissão excessiva de moeda pela autoridade monetária. Desse modo, qualquer mudança nos preços absolutos era considerada consequência de políticas monetárias mal executadas, enquanto mudanças nos preços setoriais e, portanto, relativos, seriam mudanças provenientes das oscilações naturais da economia real, determinadas por avanços

⁹ Equação de trocas. Inicialmente foi formulada por Fisher como $MV=PT$, onde T denotaria a quantidade total de transações reais na economia. Porém, para lidar com problemas conceituais e estatísticos, substituiu-se o volume total de transações pelo Produto Interno Bruto (PIB); CARVALHO (2007), p 31.

tecnológicos ou mudança de preferências, o que poderia causar alterações nas curvas de oferta e demanda de determinadas mercadorias.

Uma versão mais elaborada da TQM, chamada versão de saldos monetários (*cash-balance*), ou simplesmente versão de Cambridge, incorpora a visão da moeda como residência temporária de valor e não só como meio de troca, e passa a admitir que, quando as ações de compra e venda de mercadorias ocorrem em tempos distintos, a moeda mantém o seu valor monetário mesmo durante o intervalo de tempo entre elas. Essa versão adota uma nova variável – a constante *marshaliana* (k) - que consiste no inverso da velocidade de transações ($1/V$), representando o montante de moeda estocada em relação à renda total. Portanto, a versão de Cambridge da TQM também pode ser considerada uma função de demanda da moeda, pois incorpora um elemento comportamental dos indivíduos.

Para qualquer agente individual, seja um consumidor ou uma empresa, pagamentos e recebimentos não têm por que se dar nas mesmas datas. Isto torna necessária a existência de um objeto que cada um de nós possa usar para transportar poder de compra da data em que o recebemos (por exemplo, quando vendemos alguma coisa) para aquela em que o gastaremos (na compra de bens e serviços, ou de ativos financeiros, ou de pagamento de impostos etc.). A moeda é exatamente este veículo na abordagem dos saldos monetários da TQM¹⁰.

A versão de Cambridge oferece uma importante explicação acerca do porque os agentes demandam moeda, algo considerado um desafio quando é suposto que esta seja neutra, e que não resulta em nenhuma alteração permanente ou de longo prazo na economia real. Essa versão da TQM foi formulada por Alfred Marshall (1842 – 1924)¹¹.

2.1. Wicksell e a taxa de juros neoclássica

Knut Wicksell (1851 – 1926), como todo o teórico neoclássico, reconhece os pressupostos estabelecidos pela TQM, porém, incorpora em sua investigação novos

¹⁰ CARVALHO (2007), p. 33.

¹¹ É razoavelmente contestável incorporar a visão da moeda como reserva de valor e ainda sustentar a neutralidade pressuposta. Desse modo, para os neoclássicos, a reserva de valor da moeda é temporária, sendo o capital em ativos o modo pelo qual o poder de compra é levado de hoje para o futuro, nos modelos que equilibram a poupança e o investimento por uma determinada taxa de juros (MINSKY, 1986, p. 124).

elementos antes negligenciados. O autor percebeu que a aplicação da TQM só seria plena no caso de uma economia de moeda-pura, o que não correspondia com o que era observado na economia real. A modernidade havia desenvolvido um sistema de crédito consolidado e complexo, o que, para Wicksell, transformava a dinâmica seminal da TQM, especificamente sendo o crédito um elemento capaz de alterar a velocidade de circulação da moeda. A economia moderna era considerada uma economia mista de moeda-crédito, onde coexistiam a moeda bancária e moeda crédito. A partir dessa análise, Wicksell desenvolve sua teoria acerca das flutuações de preços a partir da discrepância entre duas taxas de juros atuantes na economia: a taxa de juros natural e a taxa de juros bancária de empréstimos.

A taxa de juros natural é a taxa de equilíbrio da economia, que iguala, *ex-ante*, a poupança e o investimento. Esse equilíbrio se dá no encontro entre as curvas de oferta e demanda de fundos de empréstimos, sendo a primeira determinada pelo volume de poupança na economia e a segunda pela demanda existente de capital para investimento.

The rate of interest at which the demand for loan capital and the supply of savings exactly agree, and which more or less corresponds to the expected yield on the newly created capital, will then be the normal or natural real rate. It is essentially variable. If the prospects of the employment of capital become more promising, demand will increase and will at first exceed supply; interest rates will then rise and stimulate further saving at the same time as the demand from entrepreneurs contracts until a new equilibrium is reached at a slightly higher rate of interest¹².

A curva de oferta (S) é determinada pelo capital poupado, sendo a taxa de juros a recompensa que o poupador recebe por esperar para consumir seu capital somente no futuro. Esperar para consumir pode ser considerado algo desagradável, e, desse modo, teria uma desutilidade para os indivíduos. Quanto mais se espera, menos se quer esperar, e, portanto, a desutilidade marginal da espera para consumir é crescente, o que determina a inclinação ascendente da curva de oferta. Já a curva de demanda (I) é concebida como negativamente inclinada, dado que a queda da taxa de juros compensa a queda da produtividade marginal do investimento.

¹² MARSHALL (1996), p. 193.

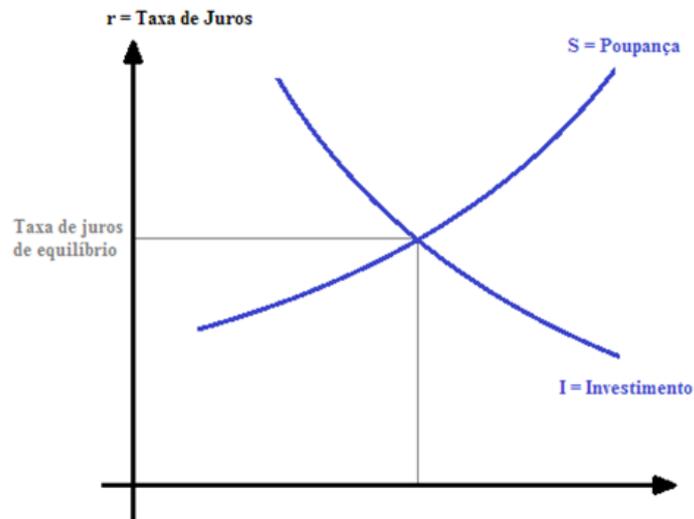


Gráfico 1 : Equilíbrio no Mercado de Capitais Neoclássico

Já a taxa de juros bancária é determinada pelos bancos privados ao concederem empréstimos no mercado. É determinada de acordo com a quantidade de moeda que recebem ou tem em estoque e a demanda por crédito, aumentando a taxa de juros quando suas reservas são ameaçadas e diminuindo quando ocorre o inverso. Segundo o autor, os bancos normalmente estão atados às suas escolhas de taxa de juros e raramente as alteram, a não ser que sejam forçados por circunstâncias exteriores.

They (banks) raise the rate when their gold stocks are threatened with depletion or their current obligations are so great that their disparity in relation to their gold holdings is regarded as dangerous, or, still more, where both of these things occur together, as is often the case. They lower their rates of interest under the reverse conditions: increased gold holdings or diminished commitments, or both¹³.

Quando a taxa de juros bancária, por algum motivo, se encontra menor que a taxa de juros natural da economia, há um desencorajamento à poupança e um maior apetite por investimentos, pois há uma percepção geral de que os investidores terão retornos maiores ao investir no mercado do que ao poupar. É uma situação expansionista de crédito fora do equilíbrio natural, que aciona um mecanismo indireto de transmissão monetária. Um aumento nos investimentos afetaria a demanda de fatores de produção, aumentando seus preços, e, por conseguinte, os custos de produção, impactando finalmente nos preços finais. A diminuição da poupança também impacta a demanda por bens e serviços, já que nem todo o capital não poupado é investido, e parte dele é utilizado para consumo

¹³ WICKSELL (1967), p. 204.

imediatamente. Ao final do processo, há um aumento generalizado de preços, o que confirma a neutralidade da moeda no longo prazo.

If the banks lend their money at materially lower rates than the normal rate as above defined, then in the first place saving will be discouraged and for that reason there will be an increased demand for goods and services for present consumption. In the second place, the profit opportunities of entrepreneurs will thus be increased and the demand for goods and services, as well as for raw materials already in the market for future production, will evidently increase to the same extent as it had previously been held in check by the higher rate of interest.¹⁴

Na situação inversa, a taxa de juros maior que a taxa natural faz com que haja um maior incentivo à poupança, mediante uma percepção que a remuneração dos juros bancários é maior que o rendimento marginal do capital investido no mercado. Assim, um aumento na poupança retira capital do investimento e do consumo presente, causando uma queda na demanda de fatores de produção e de bens de consumo, gerando uma queda de custos e, por fim, dos preços.

O aumento do nível de preços ocorre pelo desequilíbrio entre a taxa de juros bancária (ou de mercado) e a taxa de juros natural (taxa de equilíbrio entre poupança e investimento). Esse descompasso não é explosivo, pois a taxa dos empréstimos gradualmente volta para a taxa natural da economia devido à perda de reservas dos bancos. Portanto, esse processo não ocorre por interferência direta dos bancos, mas pela passividade de sua atuação. A taxa natural de juros varia por condições reais da economia, e, através da demora dos bancos em se ajustarem de acordo, o processo é desencadeado. Quando o ajuste chega, os preços desaceleram, mas não voltam ao patamar anterior, o que torna o mecanismo cumulativo.

The fluctuations in commodity prices which are not directly caused by changes in gold production must therefore have another cause in many cases, namely the changes which occur from time to time in the real rate of interest. This is not to be understood as meaning that the level of this interest makes commodities on the average either cheaper or dearer, for that, as we have seen is generally not the case, but because the loan rate does not adapt itself quickly enough to these changes, so that the influence of the banks on commodity prices is in fact a consequence of their passivity, and not of their activity, in the loan market.¹⁵

É importante pontuar que, aqui, a moeda é neutra somente no longo prazo. Para o autor, um aumento no nível de preços de uma mercadoria, em todas as situações, é causado por uma perturbação na curva de oferta ou demanda dessa mercadoria. O

¹⁴ WICKSELL (1967), p. 517.

¹⁵ Idem, p. 205.

mecanismo de transmissão monetária, portanto, afeta, em um primeiro momento, as curvas de demanda por bens e serviços e fatores de produção, precedida por um desequilíbrio das taxas de juros naturais e bancárias, que influenciam a predisposição de poupadores e investidores. No longo prazo, porém, a os preços se ajustam, inclusive as taxas de juros bancárias, e a economia retorna para seu estado inicial.

Every rise or fall in the price of a particular commodity presupposes a disturbance of the equilibrium between the supply of and the demand for that commodity, whether the disturbance has actually taken place or is merely prospective. What is true in this respect of each commodity separately must doubtless be true of all commodities collectively. A general rise in prices is therefore only conceivable on the supposition that the general demand has for some reason become, or is expected to become, greater than the supply¹⁶.

2.2. Friedman e os Monetaristas

Milton Friedman (1912 – 2006) é reconhecido como aquele que reinseriu a TQM no debate econômico contemporâneo, após certo descrédito ocasionado pelas grandes crises ocorridas no início do século XX. O autor, ao reabilitar a teoria, desenvolve sua própria versão de função de demanda por moeda por meio da introdução de novas variáveis na formulação da constante *marshaliana* (k). Ao tentar introduzir os elementos que considerava derivados da incerteza keynesiana em sua investigação, estimou não só novas variáveis, que intuitivamente impactam na demanda por moeda, mas também as expectativas dos agentes em relação a elas. Em 1956, publicou o texto que apresentou sua versão da TQM, e reafirmou os pressupostos de neutralidade da moeda no longo prazo, já antes consolidados pela tradição quantitativa.

The quantity theory is in the first instance a theory of the *demand* for money. It is not a theory of output, or of money income, or of the price level. Any statement about these variables requires combining the quantity theory with some specifications about the conditions of supply of money and perhaps about other variables as well¹⁷.

Primeiramente, para o autor a demanda por moeda deve ser analisada como uma demanda por qualquer outro bem e, por conseguinte, sofre a influência de três elementos principais: a quantidade máxima de renda que uma pessoa pode ter; o retorno da moeda em relação ao retorno de outras formas de riquezas presentes no portfólio e; as

¹⁶ WICKSELL (1967), p. 169.

¹⁷ FRIEDMAN (1956), p. 95.

preferências, que definem o formato da curva.¹⁸ No caso em questão, o papel da restrição orçamentária é desempenhado pela riqueza total, em todas as formas nas quais ela possa se materializar. Na demanda de Friedman, a riqueza total é composta por moeda, títulos, ações, bens físicos e a própria capacidade produtiva do indivíduo. Em razão da diversidade de formas nas quais a riqueza se materializa, Friedman inicialmente aponta a riqueza como uma função da renda permanente e da taxa de juros incidente¹⁹.

Para incorporar a atuação da riqueza humana na formulação da demanda por moeda, o autor se utiliza de um aspecto relevante sobre essa diferenciação. Quanto maior a parcela de riqueza humana no portfólio do indivíduo, maior será sua demanda por moeda, dado que a moeda seria uma compensação pela iliquidez da riqueza humana. “The major asset of most wealth holders is their personal earning capacity, but the conversion of human into nonhuman wealth or thereverse is subject to narrow limits because of institutional constraints.”²⁰ Ou seja, como a capacidade produtiva do indivíduo não pode ser facilmente transacionada, o indivíduo que mantém uma alta capacidade produtiva irá demandar mais liquidez como recompensa pelo alto valor imobilizado dessa parte de seu portfólio.

Outra variável determinante para a demanda por moeda é taxa esperada de retorno da moeda e outros ativos. Normalmente a taxa esperada depende não só das taxas de juros dos ativos, mas também das expectativas dos indivíduos, especialmente as relacionadas à inflação. Quando o retorno esperado dos ativos aumenta (juros maiores), a demanda por moeda tende a cair.

Existem outras variáveis relacionadas a preferências e fatores que podem afetar a utilidade da moeda, como condições diversas que poderiam influenciar a preferência por liquidez. Dificuldades, dúvidas, instabilidade política, doenças, etc, são alguns exemplos de circunstâncias que frequentemente afetam demanda por moeda. Normalmente, mas nem sempre, esses fatores aumentam a demanda por moeda.

Assim, Friedman formula sua função demanda por moeda como:

$$M/P = f(w, r_a, r_b, 1/P \cdot dP/dt, y, u)$$

¹⁸ FRIEDMAN (1956), p. 95-96.

¹⁹ Aqui, a renda permanente é uma estimacão que supõe um grau de estabilidade no que os indivíduos esperam receber, e desconsidera flutuações transitórias.

²⁰ FRIEDMAN (1971), p. 12.

Em que:

M = estoque de moeda (quantia de moeda desejada pelo público);

P = nível de preços;

w = relação entre riqueza humana e não humana;

r_a = taxa esperada de retorno dos títulos de renda fixa (títulos);

r_b = taxa esperada de retorno dos títulos de renda variável (ações);

1/P.dP/dt = taxa esperada de variação dos preços dos bens;

y = riqueza real total ou renda permanente (Y/P);

u = gostos e preferências e outros fatores que podem afetar a utilidade da moeda.

A função acima pode ser facilmente reescrita na forma tradicional da TQM, mas a grande mudança está na maneira de calcular suas variáveis. Ao adicionar novos elementos na função de demanda, a pressuposição de que a velocidade da moeda é uma constante passa a não ser verdadeira, pois, a partir da abordagem de Friedman, **V** é variável, mas se torna previsível e calculável.

This very stability and regularity contributed to the downfall of the quantity theory, for it was overstated and expressed in unduly simple form; the numerical value of the velocity itself, whether income or transactions, was treated as a natural 'constant'. Now this it is not; and its failure to be so, first during and after World War I and then, to a lesser extent, after the crash of 1929, helped greatly to foster the reaction against the quantity theory²¹.

Vale ressaltar que aqui a velocidade da circulação da moeda se torna tão calculável como as todas outras variáveis da equação, que estão no mínimo na alçada do risco probabilizável, porém, ainda assim, definitivamente mensuráveis nas análises da demanda por moeda. Essa posição é fundamentalmente oposta à incerteza keynesiana, que rejeita a noção de que as variáveis que determinam a demanda por moeda podem ser objetivamente calculadas. A incerteza, para Keynes, não está relacionada com os cálculos de riscos, mas com acontecimentos imprevisíveis e, portanto, não calculáveis. Assim, mesmo que o autor incorpore elementos como incerteza e preferência pela liquidez, sua interpretação diverge no ponto fundamental da teoria keynesiana, que será abordada em capítulo posterior.

²¹ FRIEDMAN (1956), p. 111.

Pressupondo que a demanda por moeda é estável, e que as variáveis que afetam a demanda não são exatamente as mesmas que afetam a oferta de moeda – exógena, no caso -, a conclusão final é muito próxima a de Wicksell: uma mudança na oferta de moeda altera o equilíbrio da equação, o que pode afetar a renda permanente (y) no curto prazo, mas não no longo. As variáveis se comportariam da seguinte forma: como os agentes formulam suas decisões sob a hipótese das expectativas adaptativas, não prevêm mudanças na inflação, o que estabiliza a função de demanda nessa variável ($1/P \cdot dP/dt$). Por outro lado, Friedman trabalha com a hipótese de que a demanda por moeda é inelástica em relação à taxa de juros, o que torna a função estável também nas variáveis de juros esperados (r_a e r_b). Como a relação capital humano e não humano e as preferências também são relativamente estáveis (w e u), a emissão de moeda afetará predominantemente a inflação, tal qual estabelecido na TQM tradicional. No curto prazo, a renda permanente pode ser afetada (y), porém, no longo prazo, a demanda por moeda guarda uma relação estável com a renda, revertendo qualquer mudança inicial. Desse modo, a oferta de moeda afetará apenas o nível geral de preços.

A stable demand function is useful precisely in order to trace out the effects of changes in supply, which means that it trace out the effects of changes in supply, which means that it is useful only if supply is affected by at least some factors other than those regarded as affecting the demand²².

A conclusão acerca da neutralidade da moeda está presente em todo o trabalho de Friedman, e pode ser visualizada na interpretação do autor em relação à Curva de Phillips. A Curva de Phillips originalmente apresenta uma relação inversa entre a taxa de crescimento dos salários nominais e o desemprego. Friedman adapta o modelo e substitui os salários pela inflação, incorporando as hipóteses de relação inflação/desemprego para o modelo neoclássico de mercado de trabalho, onde o salário remunera a desutilidade marginal do trabalho pelo lado da oferta de trabalhadores, e compensa a redução da contribuição marginal do trabalho para a produção pelo lado da demanda dos empregadores. A produtividade marginal do trabalho é assumida como constante.

Em interpretações anteriores da Curva de Phillips, a conclusão geral era de que, para diminuir uma taxa de desemprego mais alta que a desejada, é necessária uma tolerância com um nível mínimo de inflação. Desse modo, uma emissão de moeda pela autoridade monetária poderia ser utilizada para manter o desemprego em taxas mais baixas, em conjunto com um aumento tolerável do nível de preços. Entretanto, para os

²² FRIEDMAN (1956), p. 110.

monetaristas discípulos de Friedman, somente no curto prazo uma maior emissão de moeda pode levar a alterações em variáveis reais.

Primeiro é necessário explicitar que, para os monetaristas, em uma economia equilibrada - no sentido neoclássico de equilíbrio - existe uma taxa natural de desemprego, onde aqueles que permanecem desempregados o fazem por escolha, posto que os salários oferecidos no equilíbrio não compensam a desutilidade marginal de trabalhar de determinados indivíduos. O desemprego, portanto, é sempre voluntário ou transitório. Aqui, o mecanismo que explica a neutralidade da moeda é similar aos expostos anteriormente: uma expansão monetária exógena de moeda ocasiona um aumento geral em investimentos. Isso acarreta uma maior procura por empregados, o que, pela dinâmica do mercado de trabalho, gera um aumento nas remunerações oferecidas. Assim, no curto prazo, o desemprego realmente abaixa, percorrendo, como esperado, o caminho da Curva de Phillips. Salários maiores atraem desempregados que antes não aceitavam trabalhar pelos salários anteriores, mas, pela percepção de que os valores aumentaram, escolhem sair do desemprego voluntário. Entretanto, quando esses indivíduos escolhem sair do desemprego, o fazem com expectativas de que aquele salário permanecerá com o mesmo poder de compra nos períodos seguintes. Submetidos a hipótese de expectativas adaptativas, com base na estabilidade da inflação anterior, os agentes não antecipam uma alta inflacionária no período seguinte, o que, a partir das conclusões da TQM, certamente ocorrerá.

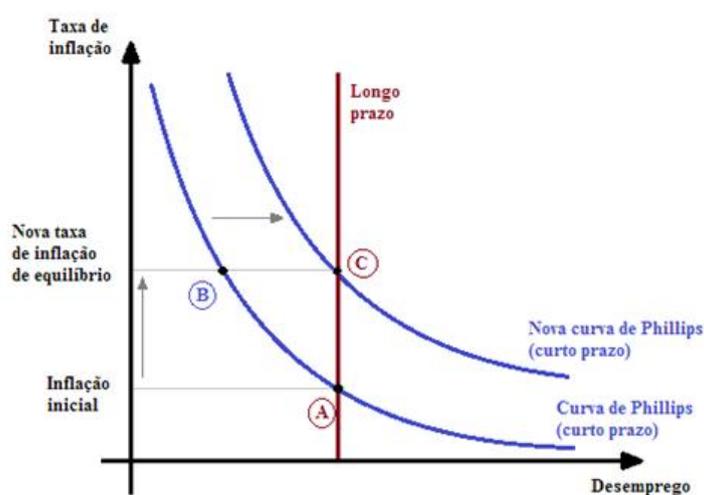


Gráfico 2 : Curva de Phillips - longo prazo

Esse seria o fenômeno da ilusão monetária, pois um aumento de salários ocasionado por um aumento da emissão de moeda se dá somente em termos nominais,

visto que a emissão excessiva causaria um aumento generalizado de preços. A inflação efetiva é maior que a esperada pelos trabalhadores que saíram do desemprego voluntário, que, quando percebem que os salários reais, na verdade, não aumentaram, voltam ao desemprego.

Mas o declínio ex-post dos salários reais logo afetará as antecipações. Os empregados começarão a ponderar sobre os preços crescentes das coisas que adquirem e a exigir maiores salários nominais para o futuro (...). Apesar de a taxa maior de crescimento monetário continuar, o aumento dos salários reais inverterá o declínio do desemprego, e depois levará a um aumento que tenderá a repor o desemprego no seu nível anterior²³.

Como a política monetária não é capaz de alterar a situação da economia no longo prazo, Friedman se opõe ao seu uso. Para manter a taxa corrente de desemprego abaixo da taxa natural, a autoridade monetária deveria manter os trabalhadores em permanente estado de ilusão monetária. Como as expectativas adaptativas se baseiam em eventos passados, somente uma inflação em aceleração impediria a adaptação dos trabalhadores às variações de preços registradas²⁴. “Uma taxa de inflação crescente poderá reduzir o desemprego; uma taxa elevada não o fará.”²⁵

2.3. Os Novos clássicos e Os Novos Keynesianos

Assim como grande parte das teorias que aqui estão sendo apresentadas, as correntes Novo Clássica e Novo Keynesiana surgem com o objetivo de resolver problemas empíricos e corrigir consensos anteriores que falharam em fazê-lo. Portanto, as novas pesquisas procuram sobrepor teses ortodoxas anteriores, em especial os modelos da IS-LM e Hicks-Hansen de 1960-70 pelo lado Keynesiano, e também algumas suposições monetaristas.

O consenso em macroeconomia que prevaleceu até o início dos anos setenta foi abalado por causa de duas falhas, uma empírica e uma teórica. A falha empírica era que a visão do consenso não podia competir adequadamente com as crescentes taxas de inflação e desemprego experimentadas nos anos setenta. A falha teórica era que a visão do consenso deixava entre os princípios

²³ FRIEDMAN (1968), p. 426.

²⁴ CARVALHO (2007), p. 118.

²⁵ FRIEDMAN (1968), p. 427.

microeconômicos e a prática da macroeconomia uma lacuna que era muito grande para ser intelectualmente satisfatória.²⁶

Um suposto novo consenso ascende baseado em duas grandes superações: as expectativas adaptativas de Friedman, sendo substituídas pelas expectativas racionais, e a adoção de microfundamentos nos estudos macroeconômicos. Segundo as análises da época, em meados de 1970, em um contexto de grande contestação da macroeconomia como consequência das dificuldades econômicas que desafiavam o *mainstream*, as grandes falhas das teorias anteriores poderiam ser explicadas por esses dois equívocos.

Diferentemente das expectativas adaptativas, que postulavam que os agentes sempre se baseavam no passado ou presente para fundamentar suas decisões futuras – algo que, como visto, gerava fenômenos como a ilusão monetária –, as expectativas racionais partiam do pressuposto que os agentes são maximizadores de satisfação, e, conseqüentemente, também maximizam a utilidade das informações que recebem. Logo, não formam suas expectativas baseando-se somente no que já ocorreu, (*backward-looking*), mas também olham para o futuro (*forward-looking*), antecipando os resultados do modelo considerado em suas análises²⁷.

A grande objeção à hipótese das expectativas racionais se resume em como os indivíduos utilizam as informações que recebem para chegar às conclusões do “modelo correto”, se nem os próprios economistas são unânimes sobre o referido modelo ou sobre como utilizá-lo²⁸. As expectativas só seriam consideradas “racionais” se fossem conforme o modelo em questão, no caso, o modelo ortodoxo. Ao utilizar a falta de informação para explicar porque, de tempos em tempos, os agentes não fazem previsões acuradas, a hipótese por si só já estabelece o modelo correto e inviabiliza a sua contestação, categorizando previsões diferenciadas como “erradas”. Tanto a corrente Novo Clássica como a Novo Keynesiana incorporam a hipótese das expectativas racionais em suas formulações. A ideia é que, mesmo considerando que erros pudessem ocorrer, as decisões dos agentes acertariam na média suas previsões para o futuro, guiando corretamente suas decisões.

A grande diferença entre as duas correntes está na aceitação da neutralidade da moeda no curto prazo. Os Novos Clássicos, representados principalmente por Robert

²⁶ MANKIW (1990), p. 3.

²⁷ CARVALHO (2007), p. 125.

²⁸ SNOWDON; VANE, p. 228.

Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace, rejeitam radicalmente que a política monetária possa ter qualquer papel no emprego e na renda de uma economia. Ao contrário dos seus predecessores ortodoxos, nem no curto prazo os Novos Clássicos concebiam que oscilações na emissão de moeda poderiam afetar variáveis reais. Inicialmente, para a vertente da teoria dos ciclos monetários, era possível que uma política monetária “surpresa”, ou seja, não antecipada pelas expectativas dos agentes, fosse capaz de causar perturbações nas variáveis reais da economia. Porém, uma nova vertente Novo Clássica conhecida como teoria dos ciclos reais, negou essa hipótese.

As expectativas racionais têm um papel especial ao explicar as flutuações na economia. Caso os agentes tivessem informação perfeita, jamais haveria flutuações, pois eles se ajustariam sempre exatamente de acordo com as movimentações reais, e a estabilidade de mercado reinaria. Porém, como as expectativas por mais racionais que sejam, são formulados partindo de informações imperfeitas, existem erros nas estimativas para o futuro, o que permite que as flutuações ocorram.

The hypothesis of "rational expectations" is being imposed here because agents are supposed to make the best possible use of the limited information they have and are assumed to know the pertinent objective probability distributions.²⁹

As flutuações na economia, que aqui ocorrem somente por fatores reais, não são completamente previsíveis pelos agentes, que, por terem uma quantidade de informação limitada, não são capazes de antecipar os movimentos de mercado. As flutuações que ocorrem em um equilíbrio de mercado são, portanto, fundamentalmente provocadas por fenômenos exógenos, transitórios ou pareto-eficientes.

The central idea of the equilibrium explanations of business cycles (...) is that economic fluctuations arise as agents react to *unanticipated* changes in variables which impinge on their decisions. It is clear that any explanation of this general type must carry with it severe limitations on the ability of governmental policy to offset these initiating changes.³⁰

Já os Novos Keynesianos concordam com a ideia, mas discordam nos prazos: eles levam em consideração que, devido aos preços viscosos que prevalecem em situações de concorrência imperfeita, ocorre um atraso no ajuste do mercado. O mercado aqui permanece submetido aos pressupostos de autorregulação, porém, pela inflexibilidade

²⁹ LUCAS e SARGENT, p. 60.

³⁰ Ibid., p. 63.

dos preços, uma expansão monetária pode, de fato, provocar uma modificação em variáveis reais, como investimentos ou desemprego.

New Keynesian theories rely on this stickiness of wages and prices to explain why involuntary unemployment exists and why monetary policy has such a strong influence on economic activity.³¹

Aqui os agentes também são movidos por expectativas racionais. Desse modo, no longo prazo, os preços voltam a se ajustar de acordo com o equilíbrio de mercado previsto no modelo considerado relevante, e a teoria, assim como os monetaristas, admite a neutralidade da moeda no longo prazo.

The elements of new Keynesian economics—such as menu costs, staggered prices, coordination failures, and efficiency wages—represent substantial deviations from the assumptions of classical economics, which provides the intellectual basis for economists’ usual justification of laissez-faire. In new Keynesian theories recessions are caused by some economy-wide market failure³².

3. MARXISTAS E A MOEDA COMO RELAÇÃO SOCIAL

Karl Marx foi um dos grandes contestadores da hegemonia do pensamento econômico. Sua teoria perpassa todo o sistema de reprodução material da sociedade, questionando inclusive como teóricos pensam a história, a sociedade e o estudo da economia. No debate especificamente relacionado a este estudo, para Marx a economia real é monetária. O dinheiro deixa de ser mero meio de troca para se tornar um elemento econômico com uma grande capacidade de afetar a economia real, desejável por si mesmo, e organizador das relações sociais em uma sociedade capitalista. “O dinheiro é para Marx, então, um dispositivo de organização social em sociedades mercantis que surge (em termos lógicos) para resolver a antítese contida na mercadoria entre valor de uso e valor.”³³ Aqui será necessário um maior aprofundamento no pensamento marxista para melhor compreensão sobre como Marx diverge das teorias ortodoxas do dinheiro e como influencia as heterodoxias contemporâneas e posteriores a ele.

De onde vêm as ilusões do sistema monetário? Para ele, o ouro e a prata, ao servir como dinheiro, não expressam uma relação social de produção, mas atuam na forma de coisas naturais dotadas de estranhas propriedades sociais. E quanto à teoria econômica moderna, que arrogantemente desdenha do sistema monetário, não se torna palpável seu fetichismo quando ela trata do

³¹ MANKIW (2022).

³² Ibid.

³³ PARANÁ; MOLLO, p. 19.

capital? Há quanto tempo desapareceu a ilusão fisiocrata de que a renda fundiária nasce da terra, e não da sociedade?³⁴

Primeiramente é imperativo compreender que Marx rejeita a concepção de que só existe uma organização possível para a sociedade. Sua investigação acerca do modo capitalista de produção parte de um afastamento do observador em relação ao objeto e, desse modo, reconhece que o capitalismo não é inevitável, mas é somente uma organização social dentre outras possíveis, compreendendo como diferentes as formas como as sociedades humanas se organizam para produzir ao longo da história. Grande parte dos pensadores ortodoxos tem como fundamento a ideia de que o mercado é uma consequência óbvia para uma humanidade inerentemente tendenciosa às trocas. Já para Marx, há evidências, inclusive históricas, de outros tipos de reprodução material da sociedade, todas sempre incorporando uma divisão social do trabalho como motor (responsável pela garantia da vida humana), mas que não possuíam uma estrutura de mercado centralizado como elemento essencial, natural ou necessário.

Essa incapacidade de estabelecer diferença entre as características da produção que eram comuns a todos os modos de produção e as que eram específicas ao capitalismo levava a inúmeras confusões e distorções. Duas dessas distorções eram particularmente importantes na opinião de Marx: a primeira era a crença de que o capital era um elemento universal em todos os processos de produção, e a segunda era que toda a atividade econômica podia ser reduzida a uma série de trocas.³⁵

Entender como Marx percebe o mercado é fundamental para compreender o papel do dinheiro no marxismo. É o mercado que define a estrutura capitalista, pois reina como o objetivo final de toda a produção econômica – sendo ela sempre privada, dentro dos limites de propriedade do empresário. A produção não se destina ao consumo em sociedade, mas é produzida com o objetivo exclusivo de ser vendida – produtos, portanto, se transformam em mercadorias. A dinâmica capitalista, para Marx, impossibilita qualquer equilíbrio entre produção e consumo, uma vez que, por meio da venda de mercadorias, o produtor sempre objetiva o maior lucro possível, o que, em resumo, só pode ocorrer pelo aumento indiscriminado da produção e diminuição continuada do salário do trabalhador, que é o garantidor do consumo final. Encontra-se aqui outra visão que desconstrói o cerne da lei de Say, que afirma que tudo o que é produzido tem o consumo por objetivo. No capitalismo, o objetivo é o lucro monetário.

³⁴ MARX (2013), p. 128.

³⁵ HUNT (2005), p. 194.

Em *O Capital*, Marx inicia a sua crítica à economia política pela análise da “riqueza em sua forma elementar”: a mercadoria. Toda a mercadoria tem em si mesmo uma utilidade, uma expressão natural do seu uso, e é produzida visando à satisfação de uma necessidade humana. Isso lhe confere um “valor de uso”. Segundo Marx, a mercadoria também possui um valor, que lhe permite ser comparada com as demais mercadorias, e é incorporado ali pelo trabalho socialmente necessário para a produção daquele artefato com determinada utilidade.

A mercadoria é valor de uso – ou objeto de uso – e “valor”. Ela se apresenta em seu ser duplo na medida em que seu valor possui uma forma de manifestação própria, distinta de sua forma natural, a saber, a forma do valor de troca, e ela jamais possui essa forma quando considerada de modo isolado, mas sempre apenas na relação de valor ou de troca com uma segunda mercadoria de outro tipo.³⁶

O valor – cuja forma de manifestação é o “valor de troca” – determina por quanto e pelo que se pode trocar uma determinada mercadoria. Ele possibilita que mercadorias possam ser quantificadas em uma unidade universal de valor e, assim, permite a troca de coisas essencialmente diferentes. Uma cadeira não tem absolutamente nada em comum com um espelho, porém, quando o valor prevalece sobre o valor de uso, elas passam a ser equivalentes. O valor dá uma nova aparência à mercadoria, escondendo sua essência, sua verdadeira utilidade. O objetivo da mercadoria deixa de ser a satisfação de uma necessidade específica para se tornar a capacidade de ser trocada, de ser lançada ao mercado.

O trabalho empregado na produção de uma mercadoria que ambiciona ser somente valor de troca deixa de ser um *trabalho concreto*, específico, que produz valor de uso, para se tornar um *trabalho abstrato*, após abstraídas suas condições concretas. Assim como o valor permite a equiparação de mercadorias distintas, o trabalho abstrato – aquele que produz o valor – é o que possibilita que trabalhos distintos possam ser comparados. Essa “geleia de trabalho” determina o valor de todas as mercadorias produzidas para o mercado, valor que se torna o grande motor da produção capitalista.

A partir desse momento, os trabalhos privados dos produtores assumem, de fato, um duplo caráter social. Por um lado, como trabalhos úteis determinados, eles têm de satisfazer uma determinada necessidade social (...). Por outro lado, eles só satisfazem as múltiplas necessidades de seus próprios produtores na medida em que cada trabalho privado e útil particular é permutável por qualquer outro tipo útil de trabalho privado, portanto, na medida em que lhe é equivalente. A igualdade *toto coelo* [plena] dos diferentes trabalhos só pode

³⁶ MARX (2013), p. 114.

consistir numa abstração de sua desigualdade real, na redução desses trabalhos ao seu caráter comum como dispêndio de força humana de trabalho, como trabalho humano abstrato.³⁷

A mercadoria, enquanto portadora de valor de troca, esconde a natureza dos trabalhos concretos necessários à sua produção, que efetivamente lhe concederam utilidade e particularidade. A grande questão para Marx é que, ao despersonalizar os trabalhos concretos, a venda de mercadorias substitui as verdadeiras relações pessoais que organizam a sociedade, que assim passa a existir ao redor do mercado. A compra de insumos, a aquisição de máquinas, o aluguel de prédios, o pagamento de fretes, o emprego da força de trabalho, todas as camadas da reprodução material se despersonalizam, e passam a ser organizadas através do mercado. Surge, assim, uma divisão do trabalho social, validada e consentida pela sociedade, mas ainda totalmente inserida na lógica dos trabalhos privados³⁸.

Uma mercadoria não pode conferir valor de troca a si mesma, mas somente relativa à outra mercadoria. “As mercadorias não trazem escritas em sua frente que elas são valores e nem quais são seus valores. Isto só se mostra via confronto de mercadorias e, conseqüentemente, sempre de forma relativa”³⁹. Na equação x mercadorias A = y mercadorias B, existe uma equivalência de valores de troca, na qual x quantidade de mercadoria A “vale” y quantidade de mercadoria B. Para Marx, essa equivalência só é possível, pois, na relação de trocas, uma mercadoria se encontra no lugar de puro valor de uso, enquanto a outra interpreta o puro valor de troca. Na igualdade, a segunda está sendo utilizada como medida de valor da primeira. Desse modo, o que é necessário para que a troca possa se desenvolver é uma forma relativa que reflita aquilo que é comum a todas as mercadorias⁴⁰. Reorganizando as equivalências entre as mercadorias e aplicando ao mundo total de mercadorias existentes, surge uma forma geral do valor, que se revela como a mercadoria eleita para ser um equivalente geral, e representativo universal do valor de troca: o dinheiro. “Este então é indispensável numa economia mercantil, onde o

³⁷ MARX (2013), p. 123

³⁸ Existe uma contradição inerente a tal mercadoria, que mora entre o caráter privado da produção e o caráter social da divisão do trabalho, e mais precisamente entre seu valor de uso e seu valor. A solução, porém, não se encontra na eliminação da contradição em si, mas justamente na validação social de toda a estrutura, o que garante o funcionamento da organização produtiva apesar da contradição central que sustenta suas bases. Essa validação ocorre, portanto, na esfera da circulação de mercadorias, ou seja, no mercado, por meio da necessidade de validação social dos trabalhos privados, que ocorre pela venda de mercadorias e sua conversão em dinheiro. É o dinheiro que, representando o trabalho do ponto de vista social, valida socialmente os trabalhos privados.

³⁹ MOLLO (1991), p. 44.

⁴⁰ Ibid., p. 44.

valor é a representação do trabalho abstrato e pode aparecer somente relativamente, na forma de valor de troca.”⁴¹

3.1. O dinheiro como organizador social

É na generalização da produção de mercadorias presente no capitalismo que surge o dinheiro, escolhido como representante geral do valor. Desse modo, se a validação social do trabalho privado contido na mercadoria se manifesta no mercado, é na conversão da mercadoria em dinheiro que a contradição privado-social se esconde e é resolvida. De acordo com Marx, “é justamente essa forma acabada – a forma-dinheiro – do mundo das mercadorias que vela materialmente [*sachlich*], em vez de revelar, o caráter social dos trabalhos privados e, com isso, as relações sociais entre os trabalhadores privados.”⁴² A relação do indivíduo com a mercadoria - e com seu equivalente geral, o dinheiro – se torna indispensável para a inserção social dos indivíduos e organização de todo o processo de produção capitalista, inclusive quando este vende a sua força de trabalho. “Em uma sociedade produtora de mercadorias, onde figura a divisão social do trabalho, o dinheiro surge como uma necessidade incontornável para a generalização das trocas, e não apenas como uma mera ‘ajuda prática’ a ‘facilitá-las’”.⁴³

A forma universal do valor só surge, ao contrário, como obra conjunta do mundo das mercadorias. Uma mercadoria só ganha expressão universal de valor porque, ao mesmo tempo, todas as outras expressam seu valor no mesmo equivalente, e cada novo tipo de mercadoria que surge tem de fazer o mesmo. Com isso, revela-se que a objetividade do valor das mercadorias, por ser a mera “existência social” dessas coisas, também só pode ser expressa por sua relação social universal [*allseitige*], e sua forma de valor, por isso, tem de ser uma forma socialmente válida.⁴⁴

O dinheiro, em Marx, possui diversas funções, assim como em outras correntes do pensamento econômico, porém, aqui tem como função primordial ser uma medida de valor, dado que se comporta como equivalente geral das mercadorias e assume o papel de valor de troca puro. Não obstante, são nas funções de entesouramento e meio de pagamento que aparecem os temas centrais na discussão proposta.

⁴¹ MOLLO (1991), p. 44.

⁴² MARX (2013), p. 125.

⁴³ PARANÁ e MOLLO (2021), p 19.

⁴⁴ MARX (2013), p. 118.

A cobiça pela acumulação da mercadoria-dinheiro surge, pois, sendo este qualitativamente ilimitado, ainda é quantitativamente podado. O dinheiro, como representante universal de todas as mercadorias, é ilimitado conceitualmente, e pode se converter em qualquer mercadoria existente. “É o poder social do dinheiro, como equivalente geral e valor por excelência que justifica, para Marx, que ele possa ser desejado como tesouro em determinadas ocasiões, em que o poder social torna-se o poder privado de particulares”⁴⁵. O dinheiro é desejado por si mesmo, pois é “poder social”, organizador da produção e da existência humana no capitalismo. Porém, há um aspecto quantitativo em seu potencial: sempre se pode ter mais dinheiro, ou menos, podendo ele inclusive se exaurir por completo. A dicotomia entre o seu potencial qualitativo ilimitado e sua limitação quantitativa leva a pulsão pelo entesouramento. Entretanto, o produtor “só pode retirar da circulação na forma de dinheiro aquilo que ele nela colocou na forma de mercadorias”⁴⁶.

Para Marx, o entesouramento significa a interrupção do processo de compra e venda de mercadorias, que é, em suma, um único processo troca, onde uma mercadoria se transforma em outra mercadoria (M – M). Na troca direta, é simples visualizar a “metamorfose”, porém, na troca indireta, o processo ganha um novo nódulo, pois ocorre primeiramente uma venda da mercadoria por um dinheiro, que, em outro momento distinto, será utilizado para a compra de outra mercadoria (M – D – M). “O processo de troca da mercadoria se consuma, portanto, em duas metamorfoses contrapostas e mutuamente complementares: conversão da mercadoria em dinheiro e reconversão do dinheiro em mercadoria”⁴⁷. A possibilidade de entesouramento existe porque o dinheiro é algo externo à mercadoria e pode, ao ser entesourado, interromper compras e vendas, uma vez que, após ser trocado pela primeira mercadoria (M – D), pode ou não ser trocado pela segunda (D – M). A consumação da metamorfose pode simplesmente não ocorrer nunca, com o vendedor acumulando dinheiro proveniente de suas vendas e nunca mais o retornando ao mercado.

Assim, quanto mais o capitalista produz, tanto mais ele pode vender. Trabalho árduo, parcimônia e avareza constituem, assim, suas virtudes cardeais, e vender muito e comprar pouco são a suma de sua economia política.⁴⁸ A partir desse ponto, as

⁴⁵ PARANÁ e MOLLO (2021), p. 23.

⁴⁶ MARX (2013), 159.

⁴⁷ Ibid., p. 142.

⁴⁸ Ibid., p. 159.

mercadorias não são produzidas para se transformarem em outras mercadorias, mas para se transformarem em dinheiro, que é, em última instância, poder social encarnado, valor de troca puro e absolutamente incontestável.

O impulso para o entesouramento é desmedido por natureza. Seja qualitativamente, seja segundo sua forma, o dinheiro é desprovido de limites, quer dizer, ele é o representante universal da riqueza material, pois pode ser imediatamente convertido em qualquer mercadoria. Ao mesmo tempo, porém, toda quantia efetiva de dinheiro é quantitativamente limitada, sendo, por isso, apenas um meio de compra de eficácia limitada. Tal contradição entre a limitação quantitativa e a ilimitação qualitativa do dinheiro empurra constantemente o entesourador de volta ao trabalho de Sísifo da acumulação.⁴⁹

No tocante à função meio de pagamento, também ocorre uma corrupção da metamorfose da mercadoria, mas agora há uma disjunção temporal, onde a compra ocorre antes do pagamento. No entesouramento, há a retirada da mercadoria de circulação pela sua venda, porém sem haver o retorno do dinheiro. Na função de meio de pagamento, ocorre o retorno do dinheiro tardiamente, depois da retirada da mercadoria. O vendedor/comprador se torna devedor, pois compra uma mercadoria com uma promessa de dinheiro futuro de uma venda ainda não realizada. O dinheiro real já não faz parte da troca, mas só arremata o que já foi trocado. A consumação da mercadoria ocorre antes da transformação de mercadoria em dinheiro, inverte a ordem natural das metamorfoses da mercadoria.

O comprador volta a transformar dinheiro em mercadoria antes de ter transformado mercadoria em dinheiro, ou efetua a segunda metamorfose das mercadorias antes da primeira. A mercadoria do vendedor circula, realiza seu preço, porém apenas na forma de um título de direito privado que garante a obtenção futura do dinheiro. Ela se converte em valor de uso antes de se ter convertido em dinheiro. A consumação de sua primeira metamorfose se dá apenas posteriormente.⁵⁰

Em uma sociedade capitalista com mercados complexos e um sistema financeiro desenvolvido, a quantidade de valor que circula no mercado se relaciona intimamente com as trocas que já ocorreram no passado e com os dinheiros que ainda vão ser pagos por outras trocas no futuro. Ou seja, a quantidade de dinheiro fictício é incomensurável. Quando o dinheiro futuro precisa se tornar dinheiro presente, isto é, a dívida precisa ser paga, nem sempre as quantidades de dinheiro necessárias correspondem com as quantidades em circulação no momento, pois as trocas de hoje podem novamente estar usando um dinheiro que nem existe ainda. Nessa corda bamba de créditos e débitos, há

⁴⁹ MARX (2013), p. 159.

⁵⁰ Ibid., p. 161.

novamente um incentivo ao entesouramento, com o objetivo de garantir pagamentos futuros de débitos existentes.

O desenvolvimento do dinheiro como meio de pagamento torna necessária a acumulação de dinheiro para a compensação das dívidas nos prazos de vencimento. Assim, se por um lado o progresso da sociedade burguesa faz desaparecer o entesouramento como forma autônoma de enriquecimento, ela o faz crescer, por outro lado, na forma de fundos de reserva de meios de pagamento.⁵¹

O dinheiro também é identificado como meio de troca, que é apresentado como a função de meio de circulação. Quando a mercadoria é disponibilizada para a venda, “salta” na circulação de mercado para ser convertida em dinheiro e realizar o seu objetivo: sua metamorfose em outra mercadoria (M – D – M). O salto é considerado mortal, pois, mesmo necessitando da validação social através da compra, não há nenhuma garantia de que a mercadoria realmente será transformada em dinheiro. “Se esse salto dá errado, não é a mercadoria que se esborracha, mas seu possuidor”⁵². Na função de meio de circulação, portanto, já se ventila a possibilidade de crises de superprodução, um descompasso na circulação pela impossibilidade de vender uma mercadoria que não possui demanda, algo impensável para a ortodoxia monetária.

3.2. O capital e a valorização do dinheiro

Embora similar às outras concepções, tanto ortodoxas como heterodoxas, de meio de troca, em Marx, a circulação do dinheiro é diferente da circulação do capital. Na circulação do dinheiro simples, a venda ocorre (M – D) pelo desejo de possuir uma mercadoria com um valor de uso específico; por uma necessidade do comprador. O vendedor, logo após, também se torna comprador de outra mercadoria que o satisfaça, e assim por diante. O dinheiro simples, portanto, circula sob a dinâmica social de utilizar valores de troca iguais para facilitar a troca de valores de uso distintos, a metamorfose de uma mercadoria em outra.

Já o capital circula de maneira distinta do dinheiro simples. Nessa dinâmica, o dinheiro é o ponto de partida, sendo lançado no mercado em uma operação de compra inicial (D – M). Para fechar o circuito que organiza a movimentação do capital, a operação

⁵¹ MARX (2013), p. 164.

⁵² Ibid., p. 143.

seguinte deve, portanto, ser uma venda. Entretanto, ao retornar, o dinheiro não pode permanecer igual ao dinheiro inicial ($D - M - D$). Se o dinheiro que retorna é exatamente igual ao dinheiro que é lançado inicialmente no mercado, não há nenhum sentido em circular esse dinheiro, que poderia permanecer onde se encontrava inicialmente sem prejuízo algum ao seu detentor. Portanto, o dinheiro capital, ao circular, precisa sempre retornar diferente de como foi, porém, como permanece dinheiro, não é em sua qualidade que mora a diferença, mas na quantidade: ele retorna valorizado, retorna mais-dinheiro ($D - M - D'$).

A forma completa desse processo é, portanto, $D-M-D'$, onde $D' = D + \Delta D$, isto é, à quantia de dinheiro inicialmente adiantada mais um incremento. Esse incremento, ou excedente sobre o valor original, chamo de mais-valor (*surplus value*). O valor originalmente adiantado não se limita, assim, a conservar-se na circulação, mas nela modifica sua grandeza de valor, acrescenta a essa grandeza um mais-valor ou se valoriza. E esse movimento o transforma em capital.⁵³

Há de se notar que não é qualquer compra seguida de venda que transforma o dinheiro inicial em dinheiro aumentado. Para que essa transformação ocorra, é necessário que o dinheiro se transforme na única mercadoria capaz de gerar valor por suas próprias características: a mercadoria força de trabalho (FT). “A força de trabalho era uma mercadoria absolutamente única: seu consumo ou uso criavam novo valor, que bastava não só para repor seu valor original como também para gerar mais-valia.”⁵⁴

No capitalismo, sem as relações de compra e venda, o sujeito não existe socialmente e, desprovido de terras, máquinas, animais, ou qualquer outro meio de produção, só será capaz de se inserir na sociedade ao vender a única coisa que possui: a sua força de trabalho. O trabalho, para Marx, é a fonte do valor e o garantidor da vida do indivíduo em sociedade. Porém, na divisão social do trabalho em uma sociedade onde a produção se encontra na esfera privada, também a força de trabalho se torna mercadoria.

Para transformar dinheiro em capital, o possuidor de dinheiro tem, portanto, de encontrar no mercado de mercadorias o trabalhador livre, e livre em dois sentidos: de ser uma pessoa livre, que dispõe de sua força de trabalho como sua mercadoria, e de, por outro lado, ser alguém que não tem outra mercadoria para vender, livre e solto, carecendo absolutamente de todas as coisas necessárias à realização de sua força de trabalho.⁵⁵

⁵³ MARX (2013), p. 170 e 171.

⁵⁴ HUNT (2005), p. 206.

⁵⁵ MARX (2013), p. 181.

O valor das mercadorias é determinado pelo tempo de trabalho socialmente necessário – em termos médios – para a sua produção. Assim, também é a mercadoria trabalho, que possui um valor – salário – correspondente ao tempo de trabalho socialmente necessário para a sua (re)produção. O salário é o valor socialmente necessário para remunerar a força de trabalho, sendo determinado pelo valor das mercadorias necessárias para reproduzir a força de trabalho humana. “O valor da força de trabalho se reduz ao valor de uma quantidade determinada de meios de subsistência e varia, portanto, com o valor desses meios de subsistência, isto é, de acordo com a magnitude do tempo de trabalho requerido para a sua produção.”⁵⁶

Quando o trabalhador produz algo, imprime um valor naquilo que foi produzido, em função do trabalho despendido. O valor do produto, portanto, deve ser a soma dos valores provenientes de todo o trabalho utilizado em sua produção. Tanto do trabalho “morto”, isto é, trabalho passado, aquele trabalho que produziu os meios de produção (MP), - como maquinário, por exemplo –, como do trabalho “vivo”, a força de trabalho (FT) efetivamente presente na produção daquela mercadoria específica. Entretanto, o trabalhador produz um excedente de valor sobre o valor da sua força de trabalho de onde sai o lucro do capitalista, produzindo, portanto, mercadoria com valor aumentado (M’). A circulação do capital é, na realidade, a circulação do dinheiro através da produção de mercadorias. O dinheiro-capital surge não somente na esfera simples de circulação, nem somente na esfera produtiva das mercadorias, mas é preciso tanto a produção quanto a circulação para que o mais-valor seja criado.

D – M (FT e MP) ...Produção... M’ – D’

Onde:

D: Dinheiro inicial, do capitalista;

M: Mercadoria;

FT: Força de trabalho;

MP: Meios de produção;

⁵⁶ MARX (2013), p. 183.

M': Mercadoria produzida com valor aumentado;

D': Dinheiro valorizado, proveniente da venda da mercadoria produzida.

O valor aumentado existente no valor final do processo de produção provém do único fator que pode gerar valor: a força de trabalho. Desse modo, para que o capitalista possa retirar do valor final aumentado o seu lucro, a remuneração do trabalhador deve ser menor que o valor incorporado na mercadoria por ele produzida. É esse excedente produzido e não remunerado que volta como mais-valor para o capitalista. A maneira pela qual a extração de mais-valor – ou mais-valia – é conduzida é fundamental para a compreensão do modo de produção capitalista. Também carrega extrema importância, pois, é a partir dela que surgem as fragilidades do sistema e seu caráter exploratório.

Sendo a mais-valia a origem do lucro do capitalista, é do interesse deste um aumento constante daquele valor. Para aumentar a mais-valia de maneira absoluta, o capitalista poderia simplesmente aumentar a jornada de trabalho sem alterar os salários. Entretanto, com o avanço de leis trabalhistas e existindo uma limitação física do trabalhador, o tamanho da jornada não pode ser esticado indiscriminadamente, o que limita o poder do capitalista em aumentar o próprio lucro através do aumento do tempo de serviço. Portanto, o desafio é aumentar a mais-valia relativa, ou seja, aumentar o valor repassado ao capitalista sem aumentar a carga de trabalho. Isso só ocorre quando há um aumento de produtividade. Com o mesmo tempo de trabalho e com salários inalterados, a fábrica produz mais mercadorias. A quantidade de valor pago diminui em relação à quantidade de valor produzido, e, desse modo, há uma queda do valor da força produtiva em comparação com o valor total. “Disso se segue que o aumento na produtividade do trabalho faz cair o valor da força de trabalho e, com isso, aumenta o mais-valor, assim como, em sentido inverso, a diminuição da produtividade eleva o valor da força de trabalho e reduz o mais-valor”.⁵⁷ Portanto, o objetivo do sistema se torna a busca pelo aumento da produtividade, o que engloba a incorporação de novas tecnologias, melhores máquinas, melhores matérias primas, etc.

Como consequência dos melhoramentos tecnológicos e do avanço das máquinas, a composição orgânica do capital – que consiste na composição do capital entre variável

⁵⁷ MARX (2013), p. 388.

(trabalhador) e constante (máquina, matéria prima, fábrica, etc) – se altera, visto que o valor do capital constante aumenta em relação ao capital variável. Com melhores máquinas, é necessário menos trabalhadores, ou menos esforço do trabalhador. Diminuindo o trabalho para a produção da mercadoria, reduz-se também o custo do trabalho para produzi-la, e conseqüentemente seu valor. Entretanto, ainda que o capitalista esteja produzindo a menores custos - graças ao aumento da produtividade – e recebendo mais, há ainda um estímulo de que o preço de venda de suas mercadorias também decaia pelas próprias regras de competição do mercado, fazendo com que haja uma forte tendência de que, no longo prazo, se não for possível aumentar a taxa de mais-valia a ponto de compensar a queda de preços, a taxa de lucro caia.

Entretanto, ao mesmo tempo em que o trabalhador produz mais, o salário decai, já que os produtos que compõe as necessidades básicas de subsistência do indivíduo, que determinam justamente o salário dos trabalhadores, também experimenta uma queda dos preços, proveniente das mesmas inovações tecnológicas que a indústria como um todo persegue.

O valor absoluto da mercadoria é, por si mesmo, indiferente para o capitalista que a produz, pois a este só interessa o mais-valor nela incorporado e realizável na venda. A realização do mais-valor traz consigo necessariamente a reposição do valor adiantado. Ora, como o mais-valor relativo aumenta na proporção direta do desenvolvimento da força produtiva do trabalho, ao passo que o valor das mercadorias cai na proporção inversa desse mesmo desenvolvimento, e como, portanto, o mesmo processo barateia as mercadorias e aumenta o mais-valor nelas contido, temos a solução do enigma de por que o capitalista, cuja única preocupação é a produção de valor de troca, esforça-se continuamente para diminuir o valor de troca das mercadorias.⁵⁸

Se com a incorporação de novas tecnologias, os preços das mercadorias básicas de subsistência barateiam a ponto de se tornar justificável uma queda de salários, o barateamento dos salários também ocorre pelo aumento da massa de trabalhadores desocupados, já que o aumento de produtividade do trabalhador com as inovações tecnológicas impede que a demanda por trabalho cresça proporcionalmente ao aumento da acumulação do capital – surge, portanto, um exército industrial de reserva. Ou seja, o desemprego, no modo de produção capitalista, é uma consequência natural e necessária para manter os salários baixos e evitar um aumento do custo do empregador.

As inovações também afetam o preço dos maquinários (capital constante), o que também contribui para o arrefecimento da queda da taxa de lucro. Por fim, menores

⁵⁸ MARX (2013), p. 272.

salários e custos também são consequências da globalização, uma abertura exagerada dos mercados que permite a exploração de povos menos avançados tecnologicamente com cestas de consumo menos valiosas. Como se pode ver, o grande impeditivo de que o lucro efetivamente caia é a diminuição concomitante do preço e do custo da produção, este último caindo sempre mais que o primeiro. Mesmo existindo diversas forças que contrabalanceiam a tendência de queda da taxa de lucro, a inovação é perpétua e contrabalanceia as forças contrárias. Por outro lado, há uma obsolescência antecipada dos meios de produção e das mercadorias, o que tende a substituir rapidamente os que foram barateados pelas próprias inovações implementadas no sistema, impulsionando-o para um ciclo infinito de produção e inovação e reinventando o capitalismo sempre que surge uma inviabilidade de obtenção de cada vez mais lucro.

A “produção pela produção”, a tendência ao “desenvolvimento absoluto das forças produtivas”, a “acumulação progressiva” constituem, assim, uma lei imanente do regime de produção capitalista, no sentido de que se deduzem a se adequam ao conceito mesmo de capital, enquanto valor que se valoriza através da apropriação de trabalho não pago.⁵⁹

3.3. O capital a juros e o capital fictício

Em uma sociedade mercantil desenvolvida, um sistema bancário maduro permite que o capitalista, através do crédito, ou da valorização de seus ativos financeiros, incorpore uma maior quantidade de força de trabalho e de meios de produção, e também inovações em seus negócios de maneira mais rápida e em maior quantidade, impulsionando todo o sistema, e essencialmente antecipando a realização de seus lucros. A antecipação se dá porque o capitalista não precisa acumular lucros suficientes para aumentar a sua produção e sua capacidade produtiva, visto que pode utilizar para isso o capital de terceiros. Esse processo é possível graças ao desenvolvimento do crédito e do capital produtor de juros.

Para Marx, o valor pago em juros também provém do lucro do mercado, que por sua vez, provém da mais-valia expropriada do trabalhador. A valorização do capital produtor de juros, assim como a valorização do capital comercial – comprar mais barato para vender mais caro – são apenas formas derivadas da verdadeira valorização do capital,

⁵⁹ MAZZUCHELLI (1985), p. 20.

que ocorre, como visto anteriormente, na esfera produtiva⁶⁰. Desse modo, o dinheiro do empréstimo é utilizado como investimento no setor produtivo, gerando mais lucro, e depois retribuindo, em parte, o prestador, pagando-se os juros acordados.

Marx trata o capital de empréstimo como o fetiche máximo, pois este esconde completamente o que primordialmente lhe conferiu valor: o trabalho expropriado do trabalhador em forma de mais-valia. Na contratação de um empréstimo, não há uma relação de compra e venda, mas uma transação de aluguel do uso do dinheiro. Dinheiro gerando dinheiro, sem nenhum intermediário aparente, dinheiro sendo pago como aluguel do dinheiro (D – D’). Nada nessa transação reflete o trabalho social que foi necessário para a geração desse dinheiro, e assim, mais uma vez, retira das mãos do trabalhador o valor real da produção do seu trabalho.

O crédito incentivado pelo desenvolvimento do capital a juros possibilita o adiantamento da produção e, mais do que isso, potencializa seus resultados, pois, ao antecipar o investimento antes que haja lucro suficiente para isso, aumenta o ritmo e a escala de produção. Existe uma capitalização da produção futura, o que reforça a dissociação entre capital e produção e contamina todo o sistema. O crédito permite que um novo ciclo de produção comece sem que o anterior tenha terminado, daí o perigo do descolamento entre as etapas da circulação do dinheiro e o berço das crises de superprodução. Ao mesmo tempo em que o processo aumenta a escala do capital na mão do investidor, também intensifica a fragilidade de sua sustentação, aumentando a possibilidade de crises, já que, estimula a superprodução de mercadorias e eleva a especulação.

Se o sistema de crédito se apresenta como a alavanca principal da superprodução e do excesso de especulação no comércio, é pura e simplesmente porque o processo de reprodução, que por sua própria natureza é um processo elástico, vê-se forçado aqui até o máximo, e isso porque uma grande parte do capital social é investida por aqueles que não são seus proprietários, os quais atuam, claro, de maneira bem distinta dos proprietários, que a cada passo avaliam cautelosamente os limites e as possibilidades de seu capital privado.⁶¹

O capital fictício é outra anomalia que surge como consequência de um sistema financeiro capitalista superdesenvolvido e também contribui substancialmente para as crises inerentes ao sistema. Essa dinâmica aparece conectada com o capital a juros, pois

⁶⁰ MARX (2013), p. 173.

⁶¹ MARX (2018), p. 327.

surge da rotatividade do dinheiro depositado e reintroduzido no mercado através dos empréstimos concedidos pelos bancos. “A formação do capital fictício tem o nome de capitalização”⁶². Pelo aprofundamento das estruturas de mercado, os títulos enquanto mercadorias, já não “valem” mais o valor inicial que foi acordado, mas começam a carregar o valor modificado pelos seus juros futuros. Esse título “valorizado” agora passa a circular em um mercado secundário, onde é negociado novamente.

Quando se converte em capital de empréstimo e o mesmo dinheiro aparece reiteradamente com essa função, é evidente que ele só existe como dinheiro metálico *num* ponto; nos demais, existe apenas na forma de direito a reclamar um capital. Segundo o pressuposto de que partimos, a acumulação desses direitos provém da acumulação real, isto é, da transformação do valor do capital-mercadoria etc. em dinheiro; no entanto, a acumulação desses direitos ou títulos difere, como tal, tanto da acumulação real, da qual ela nasce, quanto da acumulação futura (do novo processo de produção), que é possibilitada pelo empréstimo do dinheiro.⁶³

Como consequência desse sistema, a maioria do capital dos bancos é imobilizada nos títulos repassados de mão em mão, comprados com empréstimos que são derivados de vendas de mais títulos e assim por diante. Grande montante do dinheiro investido e transacionado na esfera bancária jamais passou pela esfera produtiva, pois é puro capital fictício, gerado da supervalorização dos investimentos, da especulação do mercado secundário e do multiplicador bancário.

O fetiche do capital fictício, portanto, é o grau avançado do fetiche do capital a juros, pois, enquanto o primeiro só esconde o verdadeiro valor-trabalho – pois os juros pagos pelo capitalista provêm da mais-valia expropriada do trabalhador -, o capital fictício verdadeiramente perde conexão com a esfera produtiva. Na complexidade do organismo bancário de venda de títulos e concessão de empréstimos, que engloba tanto o capital a juros quanto o capital fictício, existe uma valorização do crédito na esfera produtiva, uma dependência e uma autonomização da circulação desses capitais, evidenciado, para Marx, um eminente colapso de todo o sistema.

3.4. As crises endógenas do sistema

⁶² MARX (2013), p. 488.

⁶³ Ibid., p. 485.

A consequência da complexidade do sistema não é somente a extrema *fetichização* do capital, ao esconder ao máximo a real fonte de todo o valor, mas também que grande parte do capital bancário não tem sustentação na esfera produtiva da economia. Os valores negociados, que a princípio parecem seguros, não carregam nenhuma garantia de que, por um motivo ou por outro, não poderiam ter os seus preços reduzidos à zero. Diversos setores se veem completamente dependentes dos preços de negociação dos títulos e ações, tendo seus capitais investidos e imobilizados em capital bancário. O próprio sistema sabe o tamanho de sua instabilidade, já que é da própria natureza do capital esconder a real origem de seu valor – o trabalho. A crise é endógena, se torna quase uma profecia autorrealizável, que culmina em falências múltiplas geradas pelo descolamento do capital com a realidade.

A crise está embutida no sistema devido às diversas contradições encontradas na investigação conduzida por Marx. Na natureza contraditória da mercadoria se encontra o divórcio entre valor de uso e valor de troca. Na dissonância entre a esfera da circulação e a da produção se encontra o salto mortal da mercadoria, quando não há segurança de que a mercadoria produzida encontrará comprador. Aqui a conversibilidade do dinheiro – valor de troca puro e encarnado – em mercadoria é colocada em cheque. O cerne da crise é, em suma, a independência que o dinheiro carrega, ao permitir a dissociação entre compra e venda, uma ruptura temporal e espacial entre esses dois estágios da circulação. O capital a juros e o capital fictício só podem se desenvolver através dessa ruptura. O dinheiro tornado autônomo incorpora a ilusão de que possui valor por sim mesmo, escondendo a fonte de todo o valor que é o trabalho. Esse descolamento, em conjunto com a pulsão desmedida pela acumulação, empurra todo o sistema para a superprodução sem contrapartida com a realidade, conduzindo o processo para a beira de um precipício.

Isso significa que a circulação mercantil contém, em si mesma, “um marco para as crises”: na medida em que a compra e venda, produção e circulação, produção e consumo, constituem pares complementares, porém não idênticos, instaura-se a possibilidade da não coincidência entre esses distintos momentos, daí sobrevivendo as crises.⁶⁴

⁶⁴ MAZZUCHELLI (1985), p.26.

4. KEYNES E OS PÓS-KEYNESIANOS: A NÃO-NEUTRALIDADE DA MOEDA

Compreender a influência de John Maynard Keynes (1883 – 1946) na economia monetária demanda um recorte temporal em seu pensamento. Tendo sido aluno de Marshall, suas primeiras publicações aprofundam as noções ortodoxas presentes nos estudos neoclássicos, focando especificamente em temas sobre teoria monetária e no desenvolvimento da chamada versão de Cambridge da TQM⁶⁵. Porém, no fim da vida o autor rompe completamente com o *mainstream* e desenvolve uma teoria alternativa, que foi tão importante que é frequentemente chamada de revolução. O autor se afasta da noção de equilíbrio, fundamentada na lei de Say, - onde a oferta cria sua própria procura ao remunerar os fatores de produção -, pondo em evidência que esse equilíbrio não se manifesta na realidade, pois só poderia ocorrer se não houvesse entesouramento, algo que inevitavelmente ocorre num universo de incerteza.

Antes mesmo da publicação da “A Teoria geral do emprego, do juro e da moeda” (TG) em 1936, Keynes já Tateava novas abordagens monetárias que conflitavam com as hipóteses mais consolidadas das correntes majoritárias. Em 1930, o autor publicou seu “Tratado sobre a moeda”, no qual ocorre uma mudança significativa em sua visão sobre a moeda e sobre sua suposta neutralidade, fundamento presente no coração da TQM.

No *Tratado sobre a moeda*, Keynes já não vê a moeda apenas como meio para circulação da renda gerada em um dado período, mas principalmente como uma representação de poder de compra, e, assim, uma forma de conservação de riqueza no tempo (a conhecida função ‘reserva de valor’ dos livros-texto de teoria monetária)⁶⁶.

A propriedade de reter riqueza e a capacidade de transportar poder de compra, não somente no espaço, mas também no tempo, são identificadas como características especiais da moeda. Ainda que o rompimento de Keynes com a ortodoxia nesse momento não estivesse totalmente claro, para os Pós-Keynesianos, esse texto já demonstrava que, ao aceitar a realidade de que a moeda também seria uma reserva de valor, o rompimento era inevitável. Ainda que, como explanado anteriormente, a TQM de Cambridge incorporasse o estoque de moeda em sua formulação, aceitando de alguma forma a função

⁶⁵ CARVALHO (1992), p. 166.

⁶⁶ *Ibid.*, p. 168

de reserva de valor da moeda, a ortodoxia não a enxergava como conservação de riqueza equivalente a outros ativos.

A partir desse tímido rompimento com TQM, o interesse de Keynes se voltou para a “exploração das condições em que a moeda realmente se constituía em uma forma alternativa de riqueza e suas implicações, vale dizer, em que a moeda não fosse neutra nem no curto nem nos longos períodos.”⁶⁷ Nos seus escritos entre o Tratado e a TG, o rompimento se aprofundou e sua visão seguiu não mais baseada em uma economia de trocas, mas em uma economia monetária, onde a moeda desempenha um papel próprio e afeta motivos e decisões.

The theory which I desiderate would deal, in contradistinction to this, with an economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last. And it is this which we ought to mean when we speak of a monetary economy.⁶⁸

Assim, Keynes inicia sua investigação do que poderia estar por trás da demanda por moeda que, por suas qualidades, é desejada por si mesma, deixando permanentemente o papel da moeda como mera facilitadora de trocas para trás. Se qualquer indivíduo poderia acumular riqueza em diversos outros ativos que lhe concederiam retornos como juros ou lucros, porque alguém acumularia riqueza justamente em moeda? “Porque, parcialmente com razoáveis bases e parcialmente com bases instintivas, nosso desejo de guardar dinheiro como reserva de valor é um barômetro do grau de desconfiança nos nossos cálculos e convenções quanto ao futuro.”⁶⁹

Para Keynes, o mundo está imerso em um ambiente de extrema incerteza. Essa incerteza está mais próxima de acontecimentos imprevistos, e, portanto, não probabilizáveis, do que do risco, algo calculado e considerado em todas as decisões de investimento, por exemplo. Em uma economia de mercado, há uma descentralização das decisões de produção, isto é, o comportamento agregado é na verdade composto de diferentes agentes, cada um agindo de acordo com suas próprias convicções e expectativas, sejam elas baseadas em informações confiáveis ou não⁷⁰. Portanto, não há como prever objetivamente e com um razoável grau de confiança as decisões agregadas

⁶⁷ CARVALHO (1992), p. 169 e 170

⁶⁸ KEYNES (1973), p. 408.

⁶⁹ Id., (1969), p. 92.

⁷⁰ CARVALHO (1992), p. 175.

do futuro, já que não há como prever o que cada agente individualmente irá fazer. Diante da incerteza, nada assegura que todos tomarão a mesma decisão, ou que possuem a mesma disponibilidade de informações para tomar suas decisões, ou ainda que compartilhem das mesmas previsões. É nesse contexto que o dinheiro, que é o ativo mais líquido de uma economia, se torna desejável por si mesmo, as pessoas desejam reter liquidez para ter segurança e flexibilidade em um mundo de incertezas. Para Keynes, é por conta desse comportamento que surge o incentivo ao entesouramento, o que derruba o equilíbrio da lei de Say e tudo que se desenvolve a partir dele.

Pelo seu atributo de liquidez por excelência, a moeda acalma as inquietações dos agentes diante das incertezas do futuro, que são características de uma economia monetária. Assim, quanto maior a incerteza percebida pelos agentes, maior tenderá a ser a retenção de moeda por parte dos mesmos, para fazer frente à imprevisibilidade de um futuro que depende das decisões e comportamentos de todos os outros agentes que operam nesta economia.⁷¹

Ao considerar, portanto, a incerteza e o funcionamento de uma economia monetária, Keynes identifica na TG três situações diferentes que influenciam na demanda por moeda⁷²: a demanda por motivo transacional, que teria objetivos ordinários de transações correntes de trocas pessoais e de negócios; a demanda por motivo de precaução, que seria o desejo de segurança em relação ao futuro, em face de contingências inesperadas ou oportunidades imprevistas; e a demanda por motivo de especulação, que teria a motivação de obter lucros futuros por meio de um suposto conhecimento superior acerca das movimentações do mercado⁷³.

4.1. A taxa de juros keynesiana

Ao enfatizar que a preferência pela liquidez é impulsionada pelas incertezas do mundo, a teoria de Keynes também contrariou a definição neoclássica da taxa de juros. Ao invés de ser determinada pelo equilíbrio entre a propensão de abster-se do consumo presente e a produtividade marginal do capital, verificado no cruzamento das curvas de oferta e demanda no mercado de fundos de empréstimos, a taxa de juros em uma

⁷¹ CARVALHO (2007), p. 46.

⁷² KEYNES (2012), p. 139.

⁷³ Um quarto motivo foi introduzido por Keynes após a publicação da Teoria Geral, em resposta a uma crítica feita por Bertil Ohlin à TG. Refere-se ao motivo financeiro, que seria a demanda por moeda antecipada a alguma despesa discricionária planejada, sendo o gasto deste tipo mais vultoso e menos rotineiro – o investimento em bens de capital. (CARVALHO 2007, p. 52 e 53)

economia monetária, é determinada como sendo a recompensa por não entesourar, ou seja, o preço pago àqueles que abrem mão da liquidez proporcionada pela moeda retida⁷⁴, “Em si, a taxa de juro não é mais do que o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo do controle sobre esse dinheiro em troca de uma dívida, por um prazo determinado”⁷⁵. A taxa de juros é aqui o resultado da interação entre a preferência pela liquidez – ou uma inclinação para entesourar – e a quantidade de moeda disponível.

Se por *entesouramento* queremos dizer conservar em mãos saldos ociosos, então a minha teoria da taxa de juros poderia ser expressa dizendo-se que a taxa de juros serve para igualar a demanda e a oferta de tesouros – isto é, precisa ser suficientemente elevada para compensar uma aumentada inclinação para entesourar relativamente à oferta de saldos ociosos disponíveis.⁷⁶

A taxa de juros evidentemente influencia nas decisões de investir ou poupar, mas não é determinada por essas variáveis. As decisões de investimento são fundamentadas na rentabilidade esperada pelos investidores, o que, por sua vez, é influenciada por conjecturas acerca do ambiente, do futuro, do presente, etc. O investimento é um processo demorado que resta sobre expectativas de retorno, que, por sua vez, sempre estão ancoradas prospecções perante as incertezas⁷⁷. Contudo, otimismo e pessimismo são sentimentos que não podem ser calculados. Ou seja, a decisão de investir é intimamente influenciada por variáveis não calculáveis, sendo objetivamente impossível de ser prevista. Considerando que o investidor vive no mesmo mundo imprevisível e incerto que o emprestador, pode-se inferir que mesma incerteza que permeia as conjecturas de um, também permeia as conjecturas do outro nas decisões de disponibilização de crédito. Assim, também o financiamento do investimento é influenciado pela incerteza.

Provavelmente, na maior parte dos casos, quando decidimos fazer algo positivo cujas consequências finais só produzem os seus efeitos depois de muito tempo, só o fazemos impelidos pelos espíritos animais — por um impulso espontâneo para agir, em vez de não fazer nada —, e não em consequência de uma média ponderada de benefícios quantitativos multiplicados pelas respectivas probabilidades quantitativas⁷⁸.

Percebe-se que a poupança aqui não tem nenhuma importância para o investimento, já que a oferta de empréstimos é uma decisão baseada não nas reservas reais de poupança, como postulava a ortodoxia, mas na incerteza percebida pelos bancos

⁷⁴ CARVALHO (2007), p. 48

⁷⁵ KEYNES (2012), p. 161.

⁷⁶ Id. (2010), p. 70.

⁷⁷ MINSKY (1986), p. 159.

⁷⁸ KEYNES (2012), Cap. 12, VII.

manifestada em sua preferência pela liquidez. Empiricamente, é certo que o *financing* – crédito de curto prazo – não está necessariamente lastreado em poupança, já que a criação de moeda dos bancos é resultado do mecanismo do multiplicador bancário e da disposição do banco a emprestar. Portanto, a igualdade entre poupança e investimento é uma mera igualdade contábil *ex-post*, que ocorre majoritariamente através da variação da renda derivada da variação dos investimentos. A poupança só teria importância para o investimento no caso dos créditos de longo prazo – *funding* –, que exigem uma maior estabilidade nas reservas bancárias para comprometimentos extensos. Ainda assim, a identidade $S = I$ é contábil e a disponibilidade de financiamento, no fim das contas, sempre dependerá da preferência pela liquidez dos emprestadores.

A novidade, no tratamento que dou à poupança e ao investimento, não consiste em minha defesa de sua necessária igualdade agregada, mas na proposição de que não é a taxa de juros, mas sim o nível de renda que – em conjunção com certos outros fatores – assegura esta igualdade⁷⁹.

A poupança é determinada pela renda, uma vez que é uma variável residual; uma decisão daqueles que recebem mais do que gastam em consumo imediato. “A exclusão da taxa de juros da decisão de poupar (ou consumir) serviu para aumentar o impacto dramático da sua teoria: S e I eram agora igualados pela renda; morta estava a teoria de que S e I se igualavam pela taxa de juros”⁸⁰. Evidente que a poupança também depende da preferência pela liquidez dos poupadores, que podem inclusive reter moeda sem disponibilizá-la ao sistema bancário. Portanto, ao contrário da visão ortodoxa do equilíbrio presente no mercado de fundo de empréstimos, não há uma dependência direta entre taxa de juros e poupança, mas somente uma influência indireta intermediada pela preferência pela liquidez. Com efeito, toda a dinâmica que rege a determinação da taxa de juros desenvolvida na teoria neoclássica é negada pela existência da incerteza. Para a teoria keynesiana, nenhuma das curvas pode ser calculada objetivamente, e não há relação direta entre poupança e investimento, a não ser contabilmente.

Ainda que não possa ser objetivamente previsto, o investimento é determinado por variáveis específicas que ainda assim necessitam ser exploradas. Para que alguém decida investir, a rentabilidade esperada do investimento deve ser maior que sua contrapartida, a taxa de juros. Portanto, a taxa de juros não atua para incentivar a poupança, mas, ao contrário, é a grande inibidora de investimento, já que a rentabilidade esperada

⁷⁹ KEYNES (2010), p. 69.

⁸⁰ CHICK, p. 220.

do capital, que é decrescente por definição e está imersa em um universo de incertezas, deve ser maior do que os juros para que, assim, o investidor aceite investir. “O controle do financiamento é, na verdade, um método poderoso, porém por vezes perigoso, para regulamentação da taxa de investimento – embora seja muito mais poderoso quando usado como um freio que como um estímulo.⁸¹” Quando a rentabilidade esperada do capital é menor do que a taxa de juros, ocorre contração dos investimentos, visto que a incerteza não compensa a taxa de juros vigente. Porém, uma queda da taxa de juros e, conseqüentemente, um aumento da oferta monetária, não impactará positivamente os investimentos caso a incerteza seja tamanha que, junto com a taxa de juros, também caia a rentabilidade esperada do capital. A taxa de juros funciona mais como inibidora de investimento do que como estimuladora.

That investment decisions could be influenced by tides of irrational optimism and pessimism, causing large swings in the state of business confidence, led Keynes to question the efficacy of interest rate adjustments as a way of influencing the volume of investment⁸².

Não há surpresa ao se constatar, portanto, que também a taxa de juros bancária é influenciada pela incerteza: é determinada pela interação entre a preferência pela liquidez dos bancos ao ofertar crédito e demanda por financiamento. Quanto maior a incerteza percebida, maiores são os juros cobrados pelos bancos, isto é, ocorre uma contração monetária da moeda bancária à medida que a preferência pela liquidez do emprestador cresce.

É flagrante que todos os determinantes do investimento dependem da incerteza, levando as outras variáveis que dependem dele – renda e emprego – serem fundamentalmente instáveis. Um sistema inerentemente instável está permanentemente suscetível a crises, o que levou Keynes e, principalmente os pós-keynesianos, à conclusão de que as crises no capitalismo na verdade fazem parte do sistema, uma vez que o futuro é desconhecido e as decisões são descentralizadas e imprevisíveis. Em ambientes incertos, há um desejo de reter riqueza da maneira mais líquida possível, como mecanismo de segurança face às emergências ou oportunidades. Porém, um aumento descontrolado da preferência pela liquidez dos agentes pode ocasionar uma contração monetária generalizada. “We can say that recession and unemployment are caused by a

⁸¹ KEYNES (2010), p. 68.

⁸² DAVIDSON, p. 59.

decision to *not spend*—that is, to save in the form of Money”⁸³. A contração monetária desencadeia uma redução multiplicada na renda e no emprego quando o consumo e o investimento são bloqueados pela preferência pela liquidez dos indivíduos, bancos, investidores, empresas, etc. Quando há carência de moeda na economia, devido à preferência pela liquidez dos emprestadores, a contração do investimento que se sucede é o principal inibidor do crescimento. Assim, as variações de oferta monetária – que se torna endógena ao sistema – afetam a economia real de forma contundente, o que contraria a dicotomia ortodoxa entre economia real e economia monetária e a neutralidade da moeda.

4.2. Aprofundamentos Pós-Keynesianos: endogeneidade da moeda

Após a publicação da TG e a revolução iniciada a partir dela, houve diversas tentativas de reinserir o pensamento de Keynes de volta ao arcabouço neoclássico. Autores ainda atrelados às conclusões ortodoxas incorporaram apenas parte de suas contribuições, movimento de onde surgiria a chamada síntese neoclássica⁸⁴. Porém, alguns economistas ainda comprometidos com o grande rompimento com a ortodoxia permaneceram aprofundando as ideias de Keynes ao longo do século XX.

Coming up with a theory of liquidity preference where the interest rate is determined by portfolio allocations under uncertainty, Keynes was able to provide an alternative theory of investment that relies on the behavior of the financial sector of the economy and the institutional structure of the banking and monetary systems. The demand for money for liquidity leads to another important tenet of American Post Keynesians, which is that the money supply is endogenously determined.⁸⁵

A definição de endogeneidade da moeda pode ser resumida na visão de que sua oferta é um efeito e não a causa das movimentações do mercado, sendo as pressões da própria economia determinantes da quantidade de moeda em circulação. Na teoria de Keynes fica evidente que a oferta de moeda provém não só da autoridade monetária, mas também dos bancos privados, que criam moeda através do comportamento do

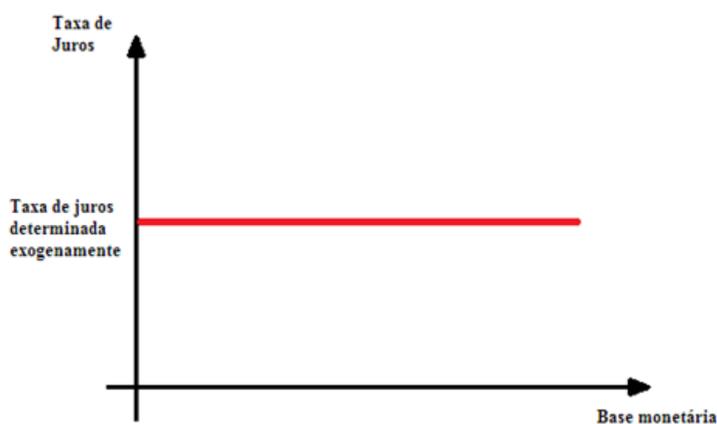
⁸³ WRAY (2016), Cap. 2: Where Did We Go Wrong? Macroeconomics and the Road Not Taken – Keynes’s Revolution in Theory, *e-book*, n.p.

⁸⁴ WRAY (2016), Cap. 2: Where Did We Go Wrong? Macroeconomics and the Road Not Taken – Keynes’s Revolution in Theory, *e-book*, n.p.

⁸⁵ HOLT, p. 547 e 548

multiplicador bancário e de inovações financeiras, e ainda das próprias pessoas, que oferecem moeda desentesourando aquilo que foi entesourado nos períodos anteriores. Ou seja, na oferta de moeda também há interferência da preferência pela liquidez dos bancos e das pessoas.

Dentre os pós-keynesianos, existe um consenso no que se refere às influências na variação na oferta monetária, vindas de pressões no interior da economia. Porém, existem divergências sobre como emergem essas pressões⁸⁶. De um lado está a visão de pensadores como Nicholas Kaldor, Basil Moore, Marc Lavoie e Sidney Weintraub, classificada como endogeneidade acomodativa ou *horizontalista*. Nessa concepção, a taxa de juros é exógena, enquanto somente a quantidade de moeda endógena ao sistema. Supõe-se que o banco central escolhe a taxa de juros de acordo com alguma meta (por exemplo, taxa desejada de crescimento, nível de reservas internacionais, etc.) e oferece quaisquer quantidades de reservas que sejam necessárias para sustentar aquela taxa⁸⁷. “Assume-se que bancos não neguem pedidos de crédito; seu problema é a determinação da taxa de juros a cobrar, usualmente resolvido através de algum modelo de *mark-up* sobre a taxa cobrada pelo banco central pelas reservas necessárias”⁸⁸. É, em suma, uma oferta de moeda horizontalizada, onde, independente da quantidade de moeda demandada, a taxa de juros comporta sua demanda.



Segundo MOLLO, ao compreender que, em qualquer situação a demanda por moeda pode ser acomodada por uma taxa de juros exógena controlada pela autoridade

⁸⁶ MOLLO (1999), p. 4.

⁸⁷ CARDIM (1993), p. 115.

⁸⁸ Ibid., p. 115.

monetária, há uma perda da importância da preferência pela liquidez e da incerteza que a motiva pelo lado da oferta de moeda. A visão *horizontalista* suprime as dificuldades de controle monetário inerentes a um ambiente ditado pela incerteza, ideia que fundamenta todo o pensamento keynesiano.

(...) the accommodationist view underestimates Keynesian uncertainty by failing to capture the liquidity preference of the banking system. The liquidity preference of banks opens up the possibility of non-accommodation of the demand for money and is one way of interpreting the interdependence between supply and demand that the horizontalists fail to analyze.⁸⁹

Do outro lado do debate estão Hyman Minsky, Stephen Rousseas, James Earley e Gary Evans, que advogam dentro da corrente chamada endogeneidade estrutural. Nessa concepção, é evidenciado que a oferta de moeda, que se concentra também na mão dos bancos e agentes financeiros, também recebe influência da preferência pela liquidez, já que os agentes, a depender de sua disposição, liberam maiores ou menores quantidades de moeda na economia. Não há de fato um controle total de quantidade de moeda pela autoridade monetária, mas “in spite of their general disagreement with the so-called *verticalist*, there is scope for a certain degree of intervention of the Monetary Authority on the determination of the amount of reserves and, in turn, on the amount of money supply.”⁹⁰ Porém, aqui também não há um controle total da taxa de juros, pois as inovações financeiras e a predisposição dos bancos em conceder crédito também afetarão o comportamento das taxas de juros praticadas no mercado, que são, na realidade, as que realmente importam.

Kaldor and Moore’s view contrast sharply with Minsky’s. For Minsky, money supply is Money issued by the Central Bank, plus banc Money created through loans extended in response to the demand for funds, which make deposits. In addition, there are many different financial instruments deriving from financial innovations. These instruments appear endogenously, either to meet the demand for liquidity or to evade the controls imposed by the monetary authorities by monetary policy rules⁹¹.

Segundo WRAY, o debate entre as duas visões provém de um desentendimento acerca da oferta de moeda horizontal. O autor traça uma diferença entre curva de oferta de reservas disponibilizadas pelo banco central e a curva de oferta de empréstimos disponibilizados pelos bancos. Somente a primeira seria horizontalizada⁹². Para ele, a curva horizontal de oferta de reservas está em um ponto no tempo, enquanto a curva dos

⁸⁹ MOLLO (1999), p. 7.

⁹⁰ Ibid., p. 4.

⁹¹ Ibid., p. 5.

⁹² WRAY (2007), p. 13.

estruturalistas é um gráfico de taxas de juros ao longo do tempo. Portanto a diferença não seria mutuamente excludente. Além disso, o horizontalismo não seria inconsistente com um *mark-up* dos bancos sensível aos riscos da economia, pois, sendo a taxa de juros básica da economia exogenamente determinada, as taxas praticadas pelo mercado sempre orbitariam ao redor dela através do *mark-up*, comportamento que é tolerado pela autoridade monetária, mas que pode ser reprimido caso seja necessário. Ademais, “because the demand for reserves is interest inelastic, it is not possible to allow *market forces* to determine the overnight rate—excess reserves cannot be eliminated by falling rates, nor can insufficient reserves be rectified by rising rates”⁹³. As inovações financeiras e a tendência ao aumento da taxa de juros proveniente do aumento da demanda por moeda podem ser interpretadas como uma tendência ascendente na curva (estruturalista) ou como deslocamentos de uma série de curvas horizontais, que ocorre devido ao risco crescente (horizontalista).

Moore’s horizontalism is not inconsistent with a rising mark-up over time as risks in the economy increase, thus the structuralist concern with innovation and evolution of practice can be incorporated within Moore’s framework. The point that Minsky (1963; 1975) had tried to make is that over an expansion, and under some conditions, the balance sheets of both borrowers and lenders can become *stretched* in such a way that loan rates tend to rise; this can be construed as either an upward sloping trend (structuralist) or as shifts of a series of horizontal curves due to rising risk (horizontalist)⁹⁴.

4.3. A instabilidade inerente à economia

Um dos economistas que sustentam o entendimento da endogeneidade estrutural é Hyman Minsky (1919 – 1996), que, em sua análise, aprofunda a noção de instabilidade, e aponta que é da endogeneidade da moeda que parte a fragilidade financeira inerente ao sistema. Para Minsky, existe um excesso de confiança dos agentes econômicos quando as condições financeiras estão favoráveis aos investimentos. Isso, por sua vez, perpetua o ciclo de mais investimentos e melhores condições financeiras, aumentando naturalmente a demanda por moeda. Uma economia aquecida e uma grande demanda por moeda incentiva as instituições financeiras a criarem novos ativos econômicos, de diferentes características, prazos, liquidez, etc., para atender a essa demanda sem serem diretamente

⁹³ WRAY (2007), p. 13.

⁹⁴ Ibid., p. 14.

restringidas pelas taxas de juros estipuladas pelo banco central. Ou seja, tanto a oferta de moeda quanto a taxa de juros são certamente endógenas e determinadas dentro do próprio sistema.

Na crista dos sucessivos ganhos e baseados na confiança de que o futuro sempre repete o passado, investidores perdem a cautela ao investir em novos negócios, e os emprestadores, ao mesmo tempo em que criam novos ativos, o fazem diminuindo suas garantias ao oferecer novos créditos. Com isso a economia se fragiliza financeiramente aumentando a quantidade do que o autor classifica como unidades especulativas e ponzi⁹⁵.

As unidades especulativas são posições cujas saídas de moeda normalmente superam as entradas. Em verdade, essas unidades são comuns e próprias do capitalismo, e não se configuram como algo atípico ou perigoso, visto que ainda podem compensar essas perdas se refinanciando no mercado financeiro. Ainda assim, não estão em uma posição cautelosa, e constantemente assumem posições de risco calculado. Já as unidades ponzi não conseguem nem se refinar para compensar os pagamentos das suas dívidas, estando permanentemente à beira da insolvência.

Como dito anteriormente, à medida que a economia progride e os investimentos dão retornos satisfatórios, a prudência dos agentes cai, quando projetam um sucesso constante e consolidado de capital. Assim, as unidades hedge, onde as entradas dos lucros normais compensam sempre as saídas de pagamento das dívidas, se tornam unidades especulativas ao assumirem riscos adicionais pelo excesso de confiança no futuro. E, pelo mesmo motivo, as unidades que antes eram especulativas se tornam ponzi. As empresas tomam riscos desnecessários e assim fragilizam o sistema como um todo. “For Minsky, the greatest threat to stability is the boom—because it encourages the risky behavior that ultimately leads to the crash. As he put it, the biggest danger is not a tendency to stagnation but rather the tendency to explosive growth that eventually crashes”.⁹⁶ A crise ocorre sempre que as taxas de juros sobem o suficiente para que o ciclo seja interrompido. Muitas vezes, isso ocorre depois que o aumento de uma demanda imprudente, financiada por unidades especulativas e ponzi, eleva as taxas de juros, os salários do trabalho e os preços dos materiais, de modo que as margens de lucro e, portanto, a capacidade de quitar

⁹⁵ MINSKY (1986), p 230.

⁹⁶ WRAY (2016), Cap. 3: Minsky’s Early Contributions: The Financial Instability Hypothesis. *E-book*, n.p.

dívidas é corroída⁹⁷. Com o aumento da taxa de juros, as unidades ponzi naturalmente quebram, e as especulativas, ao não conseguirem mais se refinanciar, vendem seus ativos na tentativa de se reequilibrar. A venda derruba o preço dos ativos, o que, conseqüentemente, também afeta as unidades hedge, pois, ao terem assumido mais riscos no período de confiança, agora também terão problemas de financiamento, e assim como as outras unidades, venderão seus ativos, contribuindo para um processo deflacionário no mercado. Assim, em contraposição com a posição *horizontalista*, aqui a preferência pela liquidez pode desencadear uma escassez de moeda, o que provoca a quebra de empresas e uma crise generalizada no preço dos ativos.

Nevertheless, in a world of uncertainty, given capital assets with a long gestation period, private ownership, and the sophisticated financial practices of Wall Street, the successful functioning of an economy within an initially robust financial structure will lead to a structure that becomes more fragile as time elapses. Endogenous forces make a situation dominated by hedge finance unstable, and endogenous disequilibrating forces will become greater as the weight of speculative and Ponzi finance increases⁹⁸.

A atuação do banco central com frequência é utilizada com objetivos de restringir a oferta de moeda, o que para Minsky, além de não ser efetivo, ainda encoraja o mercado financeiro à criação de inovações que driblam a restrição proveniente de uma alta taxa de juros. Porém, para abrandar as consequências da crise e restabelecer a estabilidade do sistema, o banco central atua como emprestador de última instância, disponibilizando a liquidez necessária para suprir o vácuo criado pelas operações especulativas do mercado e evitar a deflação de preços. A autoridade monetária não é capaz de evitar as crises, já que estas são inerentes ao sistema, mas pode mitigá-las por ser também emissor de moeda. Essa visão do banco central como autoridade exógena é similar à concepção *horizontalista*, no sentido de ser uma autoridade monetária que supre a demanda por liquidez sempre que necessário. Desse modo, o debate com frequência leva a convergências de entendimentos, dentro de conceituações distintas acerca, principalmente, do papel da taxa de juros na economia.

What this meant is that innovations would allow banks to get around attempts by the central bank to constrain their lending and money creation. Minsky hypothesized that these innovations would gradually increase systemic fragility; however, if a financial crisis occurred, he thought that the central bank would resolve the crisis by acting as lender of last resort.⁹⁹.

⁹⁷ MINSKY (1986), p. 245.

⁹⁸ MINSKY (1986), p. 238.

⁹⁹ WRAY (2016), Cap. 3: Minsky's Early Contributions: The Financial Instability Hypothesis - Minsky's Earliest Contributions. *E-book*, n.p.

Após décadas de debates na heterodoxia acerca do tema, pode-se concluir que as curvas de oferta e demanda talvez não sejam as representações mais adequadas para descrever o comportamento da moeda em uma economia monetária, principalmente quando há uma grande interdependência entre a demanda e oferta. A endogeneidade acaba por macular a autonomia das curvas, e, como as forças sempre estão ancoradas na preferência pela liquidez e, por conseguinte, pelas incertezas e conjecturas não previsíveis, as ferramentas analíticas provenientes do equilíbrio neoclássico certamente não é o instrumental ideal para uma análise heterodoxa do problema¹⁰⁰.

5. SEGUNDA PARTE - A TEORIA MONETÁRIA MODERNA

A teoria monetária moderna (MMT) não é somente uma teoria sobre o funcionamento do sistema monetário, mas analisa, em particular, a distribuição a partir do entendimento dos grandes agregados macroeconômicos. Também não é uma teoria verdadeiramente moderna, pois, de acordo com seus defensores, como William Mitchell, Martin Watts, Stephanie Kelton e L. Randall Wray, descreve relações monetárias que ocorrem há pelo menos 4.000 anos¹⁰¹. Entretanto, a MMT considera que tais relações monetárias são muito mal compreendidas pela doutrina dominante, e defende que entender o papel da moeda é indispensável para a compreensão do funcionamento da macroeconomia nos dias de hoje.

A MMT incorpora diferentes linhas de pesquisa heterodoxas, e, desse modo, organiza pensamentos distintos em um esforço para explicar e descrever o funcionamento das economias modernas. Pode ser considerada parte da escola pós-keynesiana institucionalista¹⁰², embora seja justamente dos pós-keynesianos que despontem as críticas mais duras à validade de seus argumentos.

Dentre as abordagens fundamentais absorvidas pela MMT está a teoria cartalista da moeda, ou o neocartalismo, na qual o dinheiro é visto como uma relação de crédito e débito social, além de ser uma criação do estado e não um fenômeno orgânico gerado internamente pelos mercados para facilitar as trocas. Ela também utiliza conceitos

¹⁰⁰ MOLLO (1999), p. 8.

¹⁰¹ Citação de Keynes em seu Tratado (1930), de onde a MMT retira, ironicamente, a palavra “moderna”.

¹⁰² LAVOIE (2019), p. 181.

provenientes da abordagem das finanças funcionais de Abba P. Lerner, da abordagem dos balanços setoriais de Godley, (que serão objetos de investigação posterior) e da hipótese da instabilidade financeira de Minsky, que foi abordada no capítulo anterior¹⁰³.

Além de herdar posições pouco populares dentre as correntes heterodoxas atuais, a MMT, implicitamente, utiliza o princípio da demanda efetiva, teoria central no keynesianismo – e não abordada nesse trabalho devido à limitação de seu escopo –, que fundamentalmente contraria a lei de Say e inverte a ordem de causalidade entre demanda e oferta¹⁰⁴. Em suma, o gasto determina a renda; gasto público gera um aumento da demanda, que por sua vez gera renda e estimula o gasto privado. Um dos principais pontos defendidos pela MMT é que o gasto público deve ser direcionado para a garantia do pleno emprego e da estabilização dos ciclos econômicos, e a dívida seria apenas uma variável de resultado¹⁰⁵.

Para além da simples reunião de diversas correntes heterodoxas existentes, a MMT também se dispõe a apresentar o “real” funcionamento dos instrumentos de política monetária, a partir de uma ótica descritiva de como o sistema funciona na prática¹⁰⁶. A MMT combina informações e contribuições heterodoxas que estão espalhadas pela história do pensamento econômico, a *insides* de como funciona a gestão das políticas monetária e fiscal no mundo real, com o objetivo de esclarecer o que é a moeda, e como ela afeta todo o funcionamento da economia.

De acordo com seus proponentes, a má compreensão acerca de como a moeda funciona está por traz da maioria dos fracassos recentes do pensamento *mainstream*, tanto na academia quanto na atuação dos profissionais de mercado e *policy makers*, e pode ser uma das explicações para a incapacidade da macroeconomia ortodoxa de se conectar com a realidade¹⁰⁷. A crise de 2008 e a pandemia da Covid-19 são exemplos de como o manual econômico liberal falha em descrever as consequências das atitudes tomadas, sendo que estas foram fundamentalmente contrárias às recomendações das correntes dominantes¹⁰⁸.

¹⁰³ DEOS (2021), p. 317.

¹⁰⁴ “Neoclassical economists adopt the strong version of Say's Law in that not only does supply create demand, but flexible wages ensure that supply equals demand at full employment (...). Heterodox economists reject both conclusions.” MITCHELL; WRAY; WATTS (2019), p. 481.

¹⁰⁵ WRAY (2015), p. 199.

¹⁰⁶ DEOS (2021), p. 317 e 318.

¹⁰⁷ RESENDE (2022), p. 21.

¹⁰⁸ *ibid.*, p. 53.

5.1. A moeda como criação estatal

A teoria macroeconômica convencional está em crise. A reconstrução de seu arcabouço conceitual deve partir da revisão do conceito de moeda. A moeda não é um ativo de valor intrínseco, mas sim a unidade de crédito contra o Estado, que é adotada como unidade de conta da economia¹⁰⁹.

É muito simples, e relativamente comum, conceber a moeda como uma coisa real, portadora de uma materialidade, que se carrega no bolso e que pode ser trocada por qualquer produto no mercado. O pensamento econômico dominante também, de certa forma, compartilha dessa visão, para a qual a moeda sempre foi algo real, por vezes sendo ela própria tratada como um tipo de mercadoria. A realidade de quando os primeiros estudos estruturados acerca da moeda começaram a surgir não permitia questionamentos acerca da sua materialidade, pois a moeda possuía um valor intrínseco relacionado ao metal precioso da qual era composta¹¹⁰. A moeda era concebida como uma mercadoria escolhida para facilitar as trocas entre outras mercadorias. Muita coisa mudou desde então, porém, mesmo que hoje a moeda não seja lastreada, nem em metais preciosos, nem em qualquer outra coisa, permanece a herança de uma noção de moeda-coisa, ou moeda-mercadoria. Uma das consequências dessa visão específica é suposição de que a moeda sem lastro está permanentemente lutando contra a sua própria desvalorização.

A teoria cartalista da moeda, corrente incorporada à MMT, enxerga a moeda não como uma mercadoria, mas como uma relação social de débito e crédito: uma venda é a troca de mercadoria por crédito e uma compra é a quitação de um débito proveniente da aquisição de uma mercadoria¹¹¹. Segundo estudos recentes, as compras e vendas das feiras na antiguidade ocorriam trocando-se créditos por débitos, de diversas maneiras distintas, mas sempre fundamentadas nessas relações de credor e devedor; o vendedor trocava sua mercadoria por um crédito ao comprador, ou quitaria um débito por ele contraído anteriormente, ao adquirir outra mercadoria, e assim por diante. “Evidências históricas sugerem que virtualmente todo o ‘comércio’ desde os tempos mais primitivos era realizado à base de créditos e débitos¹¹².” A moeda rudimentar surge, portanto, como unidade de conta dessas relações específicas, sendo ela a facilitadora do surgimento dos

¹⁰⁹ RESENDE (2022), p. 25.

¹¹⁰ Ibid., p. 33.

¹¹¹ WRAY (2015), p. 29.

¹¹² Ibid., p. 61.

mercados e não uma criação dele. A lei primitiva do comércio seria a constante criação de créditos e débitos, e suas compensações.

Ao contrário do que o *mainstream* e a academia ensinam desde sempre, não há evidências históricas suficientes para sustentar que a moeda surgiu organicamente dentro dos mercados como facilitadora de trocas, como uma mercadoria intermediária eleita como meio de pagamento. Na realidade, registros antigos dão conta da moeda única e homogênea como criação estatal, utilizada para a uniformização das relações produtivas – de crédito e débito – dentro de suas fronteiras. Ou seja, para a MMT, a moeda é uma unidade de conta das relações de créditos e débitos, sendo que a moeda uniforme e central foi criada pelo estado para denominar e uniformizar as relações já existentes dentro de suas fronteiras. Desse modo, a moeda que está no topo da hierarquia monetária – moeda criada pelo Estado – torna-se um passivo do governo, um IOU¹¹³ – uma dívida, um débito – e um ativo para o seu possuidor.

Diferentemente do que diz a história convencional do dinheiro, o padrão ouro não foi uma experiência de moeda mercadoria, mas, na realidade, tratou-se de uma promessa de conversão do dinheiro estatal – de todos aqueles países que operavam sob o padrão – em determinada quantia fixa de ouro¹¹⁴.

Com a eliminação da noção de moeda-mercadoria, a demanda por moeda se torna um problema, uma vez que, sem seu valor “intrínseco”, o desejo de possuí-la pode parecer inexplicável. A solução para esse problema é proposta pela MMT através da visão de “moeda guiada por tributos”. Segundo WRAY, o que possibilitou que a moeda criada pelo estado fosse demandada também como unidade de conta de relações privadas foi a imposição para se pagar impostos, os quais, evidentemente, deveriam ser pagos na moeda do Estado¹¹⁵. “Os palácios criaram as unidades monetárias para padronizar o pagamento de tributos. O uso das moedas em transações privadas derivou de dívidas de tributos, encorajado pelos palácios que podiam registrar e implementar transações privadas¹¹⁶.” É através do pagamento de impostos que existe a aceitação universal de uma moeda criada pelo governo, já que ter moeda para pagar tributos é necessário para a sobrevivência dos indivíduos que vivem sob um determinado regime. A demanda por moeda, então, é induzida pelo estado, que, por força ou por convencimento, exige o retorno da moeda

¹¹³ “I Owe You”.

¹¹⁴ DALTO *et al.* (2020), p. 95.

¹¹⁵ “We are now able to answer the question posed earlier: why would anyone accept government’s “fiat” currency? Because the government’s currency is the main (and usually the only) thing accepted by government in payment of taxes and other monetary debts due to government.” WRAY (2015), p. 49.

¹¹⁶ DALTO *et al.* (2020), p. 73.

escolhida por ele próprio. E a oferta, necessária para que as pessoas possuam moeda para pagar seus tributos, ocorre através de gastos do estado, ao adquirir bens e serviços disponibilizados pela população.

O Estado determina a unidade de conta na qual receberá seus impostos, taxas e quaisquer tipos de pagamentos a ele referentes. Ao determinar esse padrão de conta de dívidas para consigo, o Estado garante que sua moeda, também emitida no mesmo padrão, será amplamente aceita por todos os membros da sociedade. Diretamente, por qualquer membro que tenha que pagar impostos e taxas para o Estado ou que tenha dívidas denominadas na unidade de conta escolhida pelo Estado, e, indiretamente, por todos demais que queiram fazer transações com os primeiros¹¹⁷.

Ao emitir moeda e utilizá-la em seus gastos, o governo provê moeda para os pagadores de impostos. Mesmo que existam pessoas que, por algum motivo, não necessitem pagar impostos, pela necessidade imposta aos outros, a unidade de conta dessa economia eventualmente convergirá para a moeda estatal. Ao aplicar tributos, o estado retira moeda do poder do público, permitindo que o ciclo tenha continuidade.

The government first creates a money of account (the Dollar in Australia, the Tenge in Kazakhstan, and the Peso in the Philippines), and then imposes tax obligations in that national money of account. In all modern nations this is sufficient to ensure that many (indeed, most) debts, assets, and prices will also be denominated in the national money of account¹¹⁸.

Sempre que o tesouro gasta, o governo cria uma obrigação para si, e insere uma determinada quantidade de moeda na economia. Ao recolher impostos, essa obrigação é quitada, e assim certa quantidade de moeda é destruída. Conforme WRAY, a abordagem cartalista já estava pincelada em diversos autores e suas descrições do funcionamento da moeda e da política monetária¹¹⁹. Smith, Knapp, Keynes, Lerner e Minsky já haviam apresentado visões semelhantes à teoria da moeda guiada por tributos.

Observe que, ao contrário da maioria das teorias sobre a aceitação da moeda, na Teoria Monetária Moderna a “confiança no Governo” não é o determinante da aceitação da moeda estatal. A imposição de pagamentos de dívidas tributárias nessa moeda é que é o fator objetivo a estabelecer uma necessidade de demandar a moeda do Estado¹²⁰.

Entretanto, ao considerar que as pessoas podem desejar reter uma parte da moeda que recebem, é natural que o governo ponha mais moeda na economia do que recolha de volta. “Normalmente, os tributos agregados terão de ser menores que o dispêndio

¹¹⁷ DALTO *et al.* (2020), p. 46.

¹¹⁸ *Ibid.*, p. 50.

¹¹⁹ WRAY (2003), p. 37.

¹²⁰ DALTO *et al.* (2020), p. 45.

governamental total em razão da preferência do público por manter algumas reservas de moeda fiduciária¹²¹.” Nesse sentido, o déficit público nada mais é que a diferença positiva entre a moeda que o estado coloca na economia, e os tributos pagos, e de forma alguma é algo indesejável. Na realidade, como será demonstrado pela abordagem dos balanços setoriais, é extremamente benéfico.

5.2. Endogeneidade da moeda e a taxa de juros

Embora possam parecer correlacionadas, a concepção da moeda como criação estatal e a exogeneidade da moeda são completamente distintas, e a primeira não implica que o governo de alguma forma controla a emissão monetária. Em um modelo relativamente simplificado, o estado determina qual é a moeda que será utilizada para o pagamento dos seus impostos, e ele próprio supre a demanda por essa moeda através dos seus gastos. Porém, em economias com mercados complexos e altamente financeirizados, a moeda deixa de ser criada somente pelo Estado, e os bancos privados se tornam também criadores de moeda, ao emprestar. Na realidade, hoje os grandes provedores de moeda na economia são justamente os bancos privados. “The focus is on the private decisions made by banks and their customers, which determine the supply of loans and deposits, hence, the supply of credit money that ‘endogenously’ expands to meet the needs of trade¹²².”

A ideia de moeda endógena, como foi discutida no capítulo anterior, rejeita frontalmente o que defende a TQM. Para a MMT, a oferta de moeda ocorre dentro da própria economia através de suas dinâmicas, e é influenciada majoritariamente pela demanda por empréstimos, que, por sua vez, depende da disposição dos bancos de emprestar. Essa visão converge especificamente para a agenda de pesquisa de economistas pós-keynesianos, apresentadas no capítulo anterior. De certa forma, a MMT pode ser inserida entre as correntes horizontalistas da oferta endógena da moeda. Desse modo, a determinação de qual moeda será utilizada sempre será estatal, mas, a quantidade de moeda circulante sempre dependerá da própria economia, atendendo às suas

¹²¹ WRAY (2003), p. 101.

¹²² Id., (2007), p. 10.

acelerações ou desacelerações. Como será abordado a seguir, isso não significa que o governo estará totalmente alheio a esses mecanismos.

(...) se a oferta de moeda atende à demanda, isso significa que a ‘quantidade de moeda’ não é exógena no sentido de ser determinada seja através da política monetária (tal como o controle do banco central sobre as reservas dos bancos) seja pela quantidade de reservas de metal precioso (como sob um sistema de ‘moeda-mercadoria’ ou de ‘moeda administrada’). Embora o Estado defina a moeda, ele não controla sua quantidade¹²³.

Ainda que a oferta de moeda seja endógena, quem denomina qual moeda deve ser utilizada é o governo, que, conseqüentemente, emite a moeda primária dessa economia. Assim, toda a dívida emitida abaixo da dívida primária – a moeda estatal em si – acaba por ser denominada em moeda estatal, dado que carrega a promessa de conversão futura. Os depósitos bancários, por exemplo, são uma espécie de dívida do banco para com o depositário, que, ao depositar seu dinheiro, recebe a promessa de conversão futura de seu depósito em papel-moeda. No entanto, para que os bancos possam honrar essa promessa, é necessário que tenham uma quantidade mínima de reservas de papel-moeda em caixa. As reservas bancárias fazem parte do ativo dos bancos comerciais e do passivo do banco central – visto que são dívida do estado –, e são de extrema importância para entender a dinâmica da moeda endógena abordada pela MMT.

O Banco Central é o emissor primário e monopolista de todas as reservas e papel-moeda na economia. Conseqüentemente, é a fonte de reservas novas para o sistema como um todo. As demais possíveis fontes de reservas são, em verdade, apenas potenciais acumuladores de reservas previamente emitidas pelo Banco Central e, por isso, são fontes mantenedoras secundárias de reservas e papel-moeda¹²⁴.

Uma das características da hierarquia de emissão de dívida, segundo a visão cartalista da moeda, é que os agentes emissores de dívidas – que não são o estado – se alavancam sobre uma base inferior de meios de liquidação dessas dívidas. Os bancos são alavancados por natureza, visto que emprestam valores muito superiores aos que mantêm disponíveis para saque. Bancos sabem que é praticamente impossível que todos os depositantes retirem seus depósitos ao mesmo tempo, e considerando que – pelo menos no Brasil – reservas não rendem juros, não é lucrativo para os bancos reter grandes quantidades de reservas. Assim, normalmente a quantidade de reservas que os bancos guardam é regulamentada e imposta pela autoridade monetária, com o objetivo de dar estabilidade e segurança ao sistema monetário. “Assim, bancos e não bancos alavancam

¹²³ WRAY (2007), p. 54.

¹²⁴ DALTO *et al.* (2020), p. 57.

seu poder de compra por meio de emissões de passivos financeiros sobre uma base muito menor de moeda estatal (papel-moeda e reservas)¹²⁵.”

Banks hold a relatively small amount of currency in their vaults to handle these conversions; if they need more, they ask the central bank to send an armored truck. Banks don't want to keep a lot of cash on hand, nor do they need to do so in normal circumstances. Lots of cash could increase the attractiveness to bank robbers, but the main reason for minimizing holdings is because it is costly to hold currency. The most obvious cost is the vault and the security guards; however, more importante to banks is that holding reserves of currency does not earn profits¹²⁶.

Entretanto, ao contrário do que a visão dominante sustenta, bancos na verdade não precisam de reservas para emprestar. Pela lógica do multiplicador bancário, bancos sempre emprestam valores múltiplos de suas reservas. A MMT, assim como Minsky, rejeita essa simplificação pela simples observação de como essa dinâmica funciona na prática: bancos emprestam independente de suas reservas, pois sempre podem adquirir mais reservas no mercado interbancário ou através de empréstimos do banco central.

No mundo real, os bancos fazem empréstimos independentemente de posições de reservas, e então tomam reservas emprestadas para satisfazer as exigências. (...) O conceito de multiplicador monetário inverte a direção de causalidade: mudanças na oferta monetária causam mudanças nas reservas bancárias e na base monetária, não o contrário¹²⁷.

Atualmente, a visão da moeda endógena já está relativamente consolidada no debate econômico, uma vez que a incapacidade de se controlar a oferta de moeda pela autoridade monetária é uma realidade inegável. Entretanto, ainda que a oferta de moeda seja endógena, o banco central ainda permanece com algum controle na política monetária quando determina de maneira exógena a taxa de juros utilizada no mercado interbancário de reservas. Relembrando a visão horizontalista da endogeneidade da moeda, o banco central simplesmente não pode negar reservas, justamente porque utiliza as suas disponibilidades para controlar a taxa de juros de curto prazo. Se o banco central, por acaso, recusasse disponibilizar reservas, as taxas de juros no mercado interbancário flutuariam à medida que a oferta e demanda de reservas entre os bancos se modificassem.

A demanda por reservas precisa ser satisfeita – isto é, a oferta de moeda pelo Banco Central é endógena – para que o sistema de pagamentos seja estabilizado. Caso os bancos não encontrassem reservas suficientes, isto é, caso

¹²⁵ DALTO *et al.* (2020), p. 54.

¹²⁶ WRAY (2015), p. 73.

¹²⁷ *Ibid.*, p. 129.

o Banco Central não acomodasse totalmente a demanda dos bancos por reservas, as taxas de juros de curto prazo subiriam sem limites¹²⁸.

Em resumo, o instrumento de política monetária utilizado pelo banco central é sempre e em qualquer lugar uma taxa de empréstimo *overnight* – taxa de juros de curto prazo – através da qual as reservas são ofertadas ou retiradas do mercado¹²⁹. Essas operações ocorrem dado que os bancos são obrigados a manter um determinado valor em reservas, normalmente estipulado por regulamentos do próprio governo, porém, independente disso, emprestam sempre que se sentem estimulados a emprestar. Devido a um otimismo em relação ao mercado, ou a uma análise de risco menos cautelosa, ou qualquer outro “ânimo” que pode ocorrer – o que remete ao pensamento de Keynes em relação ao *animal instinct* –, os bancos emprestam sem nenhuma necessidade de reservas prévias. Caso não tenham reservas suficientes que atendam a exigência no fechamento do dia, eles próprios tomam reservas emprestado no mercado interbancário de reservas.

A negociação de reservas normalmente se dá através da venda de títulos entre bancos privados ou diretamente com o banco central. Caso o banco central recusasse conceder essas reservas, os bancos passariam a vender seus títulos para outros bancos, o que pressionaria a taxa de juros interbancária para cima, dado o aumento da demanda por reservas. “A quantidade de crédito na economia, decidida pelo otimismo dos empresários e do sistema financeiro, determina a demanda por reservas bancárias, a base monetária, que o Banco Central se vê na obrigação de suprir, para garantir o controle da taxa básica¹³⁰”. Assim, a maior parte das atividades do banco central é defensiva, compelida pelas atividades do Tesouro¹³¹, que cria moeda ao gastar, moeda que eventualmente retorna como reservas.

Para que a taxa de curto prazo fixada pelo Banco Central prevaleça nas negociações no mercado interbancário, o Banco Central deve estar pronto para compensar as necessidades de ajuste de portfólio bancário correspondente à taxa desejada pelo Banco Central. Isso significa que a ideia corriqueira de que o Banco Central influencia a taxa de juros controlando a quantidade de moeda por meio das operações de mercado aberto é equivocada¹³².

Para a MMT, sempre haverá demanda por títulos públicos a qualquer taxa de juros maior que zero, uma vez que é através das negociações de títulos que os bancos controlam

¹²⁸ DALTO *et al.* (2020), p. 60.

¹²⁹ WRAY (2003), p. 142.

¹³⁰ RESENDE (2020), p. 69.

¹³¹ WRAY (2003), p. 20.

¹³² DALTO *et al.* (2020), p. 61.

suas reservas. Além disso, é oneroso para o banco manter reservas ociosas, e sempre será mais vantajoso trocá-las por títulos remunerados, ainda que sejam remunerados a uma taxa de juros baixa. Caso haja reservas em excesso e os bancos não conseguissem negociá-las com o banco central, a oferta de reservas pressionaria a taxa de juros para baixo nas negociações interbancárias, justamente pela alta demanda por títulos, ainda que a juros muito baixos. “Se as operações de venda de títulos para drenar o excesso de reservas não ocorressem, a taxa de juros de curto prazo poderia ir a zero¹³³.”

Assim, o dispêndio deficitário governamental nunca está sujeito à ‘disciplina do mercado’ em relação tanto à quantidade de títulos vendida, quanto ao preço ao qual eles serão vendidos, desde que os títulos sejam emitidos no dinheiro interno. Quando há reservas em excesso, o mercado ‘demandará’ títulos a qualquer taxa de juros acima de zero, pois a alternativa seria manter reservas em excesso que não rendem juros¹³⁴.

Uma das conclusões da análise da MMT acerca das operações do banco central é que a emissão de dívida, portanto, não serve para financiar o governo, mas para drenar reservas em excesso e impedir a oscilação da taxa de juros no mercado interbancário. “A emissão de títulos públicos é uma operação de política monetária, não de financiamento do Governo. Emissão de títulos é uma operação de drenagem de reservas excessivas que provocariam queda na taxa de juros de curto prazo a zero¹³⁵.” Entretanto, sendo o governo o único emissor de moeda, o excesso de reservas só ocorreria através do gasto público, já que a moeda bancária é criada através da provocação do setor privado. A partir dessa visão, ao contrário do que é defendido pelas teorias ortodoxas que afirmam que o financiamento do governo eleva a taxa de juros, o gasto público diminuiria a taxa de juros, caso se transformasse em excesso de reservas.

A partir dessas relações operacionais entre déficits públicos e criação de reservas, a Teoria Monetária Moderna afirma que existe uma tendência de déficits públicos provocarem reduções, não elevações, da taxa de juros de curto prazo. As reduções nas taxas de juros só não ocorrem necessariamente porque há intervenção política do Banco Central ou do Tesouro na forma de colocação de títulos da dívida pública para drenar o excesso de reservas bancárias criadas pelo gasto do Governo¹³⁶.

O argumento de aumento da taxa de juros para atrair capital para o financiamento do governo não condiz com a investigação conduzida até aqui. Ao considerar que a demanda por títulos é inelástica a taxa de juros, sempre que esta for maior que zero, não

¹³³ DALTO *et al.* (2020), p. 67.

¹³⁴ WRAY (2003), p. 110.

¹³⁵ DALTO *et al.* (2020), p. 64.

¹³⁶ *Ibid.*, p. 67.

há razão para a manutenção de uma taxa de juros alta, a não ser a consciente e proposital desaceleração econômica através da inibição dos investimentos – argumento amplamente aceito e utilizado para o controle da inflação. Desta forma, quando a MMT considera tanto a visão cartalista da moeda, quanto à endogeneidade da moeda e a forma da determinação da taxa de juros, a dívida pública toma contornos completamente diferentes daqueles alarmados através dos grandes defensores da austeridade fiscal. Se, ao gastar, o governo na realidade está emitindo moeda, não há correlação nenhuma entre dívida e financiamento do governo, dado que ele se autofinancia toda vez que gasta, e a dívida nada mais é que uma conta de manutenção da taxa de juros.

5.3. A neutralidade da moeda e a política monetária

O principal objetivo nesta seção é evidenciar como a moeda afeta economia real pelos olhos da MMT, assim como foi feito ao revisitar outras teorias ao longo deste trabalho. Entretanto, existe uma dificuldade em analisar a neutralidade da moeda do mesmo modo que foram conduzidas as investigações anteriores, visto que a separação entre monetário e real (ou fiscal) aqui perde um pouco o seu sentido.

A princípio, ao ver a moeda como criatura do estado, unidade de conta e meio de pagamento, traduzindo relações de créditos e débitos desde sempre existentes na economia, a MMT pode ser interpretada como uma teoria que aceita uma neutralidade implícita da moeda, principalmente ao praticamente desconsiderar a função reserva de valor do dinheiro, e a preferência pela liquidez¹³⁷. Como apontado anteriormente, a MMT concebe a demanda por moeda como *tax driven*, ou seja, as pessoas demandam moeda, pois necessitam da moeda para pagar impostos. Pouco é falado da necessidade de estocar moeda pela incerteza existente na sociedade. “Não haveria uma demanda de dinheiro *per se*, enquanto riqueza ou reserva de valor. Vale dizer, esta concepção minimiza o entesouramento em suas formas históricas particulares¹³⁸.” A omissão acerca da preferência pela liquidez da MMT também é notável quando desconsidera o papel da taxa monetária de juros como pagamento pela abstenção de estesourar, ao descrever a dinâmica da formação da taxa de juros como algo exógeno, definido exclusivamente pelo

¹³⁷ CARNEIRO (2021), p. 293.

¹³⁸ CARNEIRO (2021), p. 293.

banco central. O estoque de moeda em poder do público é mencionado¹³⁹, mas a pouca ênfase na preferência pela liquidez dificulta a análise acerca de como encaixar o conceito de neutralidade da moeda na abordagem da MMT.

No mínimo, é perceptível a carência de menções a conceitos extremamente caros às teorias keynesianas e pós-keynesianas como a preferência pela liquidez e a incerteza no arcabouço fundamental da MMT. Entretanto, ao analisar a importância da emissão monetária em uma economia inerentemente instável, sujeita a ciclos econômicos e partindo do princípio da demanda efetiva keynesiana, a moeda assume um papel protagonista para a economia real.

Para a MMT, não existe uma distinção clara entre o lado fiscal e o lado monetário da economia. Diferentemente do senso comum e da divisão clássica entre política fiscal e política monetária, aqui não é através dos instrumentos monetários que a importância da moeda se manifesta, mas sim através dos instrumentos ditos fiscais. Isso porque, a política fiscal para a MMT é a criadora e destruidora de reservas e depósitos, e, portanto, maestro da oferta monetária. “As políticas monetária e fiscal são indissociáveis. Convencionou-se que a moeda é um passivo do Banco Central e que a dívida é um passivo do Tesouro, mas tanto uma como a outra são passivos do Estado¹⁴⁰.” É através da sua política fiscal que o governo determina o montante de moeda nova, enquanto a principal atribuição da política monetária se torna o controle da taxa de juros de curto prazo¹⁴¹.

Dado que, para a MMT, a política monetária está intrinsecamente ligada à política fiscal, ao investigar a emissão de moeda, é necessário que seja feito um pequeno desvio em direção aos gastos governamentais. Uma das concepções mais rejeitadas pela MMT é a comparação recorrente entre orçamento familiar e orçamento do governo, frequentemente utilizada por economistas e políticos para fundamentar a ideia de uma suposta necessidade de controle de contas. Segundo a MMT, os dois orçamentos não poderiam estar mais distantes. A grande diferença é evidente, e está no simples fato que uma família não imprime seu dinheiro, ou seja, para que possa comprar uma geladeira, é preciso que consiga dinheiro em outro lugar¹⁴². Assim, a lógica de uma família – ou qualquer unidade que não imprima sua própria moeda - é receber antes de gastar. Já o

¹³⁹ WRAY (2003), p. 101.

¹⁴⁰ RESENDE (2020), p. 69.

¹⁴¹ WRAY (2003), p. 118.

¹⁴² KELTON (2020), p. 23.

governo cria sua própria moeda, e, ao gastar, supre a economia com a moeda que ele próprio exige que retorne em forma de impostos. Ou seja, há uma inversão na ordem, pois deve gastar antes de receber. “...o tesouro gasta antecipadamente, sem relação ao recebimento prévio de tributos ou com a venda anterior de títulos¹⁴³”. O governo não precisa de impostos para financiar seus gastos, por justamente ser através de seus gastos que pessoas possuem moeda para pagar impostos. “The tax is there to create a demand for the government’s currency. Before anyone can pay the tax, someone has to do the work to earn the currency¹⁴⁴”. O mesmo ocorre com o financiamento através da venda de títulos públicos. A necessidade de financiamento do governo por esses instrumentos também não se sustenta: a função principal da criação e venda de títulos pelo governo é enxugar reservas e prover os instrumentos utilizados pelo banco central para a sustentação da taxa de juros.

Na verdade, tributos são requeridos não para financiar o dispêndio, mas, sim, para sustentar a demanda por moeda fiduciária do governo. Finalmente, vendas de títulos são usadas para drenar o excesso de reservas a fim de manter positivas as taxas de juros em empréstimo *overnight*, mais do que para financiar déficits governamentais¹⁴⁵.

Aqui se apresenta mais uma das grandes e polêmicas conclusões da MMT: um governo monetariamente soberano não enfrenta restrição financeira, pois se autofinancia ao gastar. A noção de soberania da moeda será explorada com mais profundidade na seção de críticas a MMT, especificamente sobre sua aplicabilidade em países periféricos.

Segundo KELTON, existem quatro motivos principais que justificam a existência de impostos, e nenhum deles está relacionado com financiamento de gastos do governo. Os impostos e tributos exercem a função inicial de possibilitar provisões de produtos e serviços ao governo, dado que, ao criar a demanda por moeda, o governo incentiva as pessoas a vender seus produtos e serviços em troca da moeda necessária para pagar os impostos. Também servem para retirar moeda da economia e evitar um aumento generalizado de preços, algo que pode ocorrer caso os gastos governamentais pressionem a capacidade produtiva da economia. “It’s not the printing of money, *per se*, but the spending of money that matters. If the government wants to boost spending on health care and education, it may need to remove some spending power from the rest of us to prevent

¹⁴³ WRAY (2003), p. 97.

¹⁴⁴ KELTON (2020), p. 34.

¹⁴⁵ WRAY (2003), p. 95.

its own more generous outlays from pushing up prices¹⁴⁶”. A tributação também pode ser utilizada como ferramenta de distribuição de renda e de diminuição das desigualdades, através de uma política progressiva de impostos. Por fim, também é utilizada para encorajar e desencorajar certos comportamentos.

Taxes aren't important because they help the government pay the bills. They're important because they help to prevent government spending from creating an inflation problem. Similarly, bond sales aren't important because they allow the government to finance fiscal deficits. They're important because they drain off excess reserves, which enables the Fed to hit a positive interest rate target¹⁴⁷.

O setor privado, como estabelecido, não cria sua própria moeda, mas evidentemente cria riqueza real, ao produzir bens e serviços. Contudo, para que acumule riqueza em forma de moedas e títulos, é necessário que outra entidade acumule dívida. Considerando uma economia fechada, é somente através da atuação estatal como emissor primário de moeda que a riqueza financeira privada pode existir. Mais especificamente, é a atuação deficitária do estado ao criar moeda através de seus gastos que possibilita que as pessoas possam segurar moeda.

Desse modo, é simples visualizar que a dívida pública é um passivo do governo, porém, ao mesmo tempo, é um ativo do setor privado. Um aumento da dívida pública interna não reduz a renda, nem a riqueza interna, mas tem como contrapartida inevitável o aumento da riqueza privada, porque o passivo financeiro do estado é equivalente ao ativo financeiro do setor privado¹⁴⁸. Ao enxergar a economia como uma constante interação ente setores – público, privado, e em um modelo de economia aberta, setor externo –, expressa por compensações de créditos e débitos entre seus balanços, fica evidente que para alguém receber mais, outro alguém deverá receber menos.

(...) a soma dos balanços dos setores iguala-se a zero e que, portanto, ao menos um dos setores deverá apresentar despesas maiores do que receitas para que algum outro setor apresente receitas superiores à despesa. Essa é uma regra lógica de contabilidade da qual nenhuma teoria pode se esquivar¹⁴⁹.

A abordagem dos balanços setoriais é essencial para compreender como a MMT enxerga o déficit público. Nessa abordagem, que também é incorporada no arcabouço teórico da MMT, a economia é dividida em setores, como o setor público, setor privado

¹⁴⁶ KELTON (2020), p. 43.

¹⁴⁷ Ibid., p. 119.

¹⁴⁸ RESENDE (2020), p. 64.

¹⁴⁹ DALTO *et al.* (2020), p. 26.

e setor externo, sendo que existem diversas movimentações de capitais e recursos entre esses setores. A partir do pressuposto de que toda a despesa de alguém é receita de outro alguém, o balanço da economia como um todo deve sempre resultar em zero, mesmo quando se considera as diferenças entre estoque e fluxo. Porém, nada impede que um setor dentro dessa economia seja superavitário, caso outro enfrente um déficit. Na verdade, é imperativo: só é possível existir um setor com um superávit quando outro setor se torna deficitário. Desse modo, para que o setor privado da economia, por exemplo, seja superavitário, o governo e/ou o setor externo deve estar em déficit. “Fiscal surpluses suck money out of the economy. Fiscal deficits do the opposite. As long as they’re not excessive, deficits can help to maintain a good economy by supporting incomes, sales, and profits¹⁵⁰”. Portanto, o contrário do que a ortodoxia prescreve, “...quando políticos anunciam que é primordial reduzir o déficit público para aumentar a poupança privada, sabemos que isso é impossível por razões contábeis e não por preferências teóricas¹⁵¹.”

Um eventual superávit público transfere um déficit para o setor não governamental. O problema é que setor privado não consegue sustentar déficits indefinidamente, e eventualmente, não será capaz de pagar as dívidas acumuladas e ainda manter a sua produção em níveis saldáveis. Quando isso ocorre, os gastos diminuem e a economia entra em depressão¹⁵². Déficits governamentais não são imperativos, mas se desaparecerem por muito tempo, eventualmente o setor privado atingirá um limite¹⁵³.

O superávit privado, receitas maiores do que suas despesas, resultará em aumento do estoque de riqueza financeira privada. Essa última se acumulará na forma ou de moedas e notas ou na forma de títulos de dívida pública. Similarmente, isso significa que o Governo aumenta sua dívida. Do contrário, isto é, caso em que o Governo está em superávit, a dívida diminui. Nesse último caso, o setor privado deve operar em déficit e reduzir sua riqueza financeira líquida¹⁵⁴.

Ao retirar a limitação financeira para o gasto do governo, e defender que há evidências lógicas de que gasto governamental aumenta a riqueza do setor privado, a MMT causa certo arrepio em alguns economistas mais conservadores. Entretanto, embora não haja limitação financeira, segundo a MMT os gastos públicos sofrem outros tipos de limitações¹⁵⁵. O gasto pode sim gerar uma pressão inflacionária, caso não haja um

¹⁵⁰ Ibid., p. 42.

¹⁵¹ DALTO *et al.* (2020), p. 34.

¹⁵² KELTON (2020), p. 116.

¹⁵³ Ibid., p. 105.

¹⁵⁴ DALTO *et al.* (2020), p. 31.

¹⁵⁵ KELTON (2020), p. 52.

mapeamento de gargalos e potencialidades entre os diversos setores do mercado. Além disso, pode causar um desequilíbrio de concentração de renda. Portanto, a limitação do gasto é real e não monetária¹⁵⁶.

Até que o pleno emprego seja atingido, déficits podem ser aumentados para permitir que as rendas cresçam e gerem mais poupança líquida. Uma vez atingido o pleno emprego, o dispêndio deficitário gerará renda adicional que provavelmente causará pressões inflacionárias – exceto no caso improvável de que toda a renda adicional represente poupança líquida desejada¹⁵⁷.

Sem a necessidade de financiamento prévio, a criação de políticas públicas e planejamento de investimento ocorrem de maneira menos restrita, e podem ser utilizadas para a perseguição do pleno emprego. Na verdade, de acordo a abordagem das finanças funcionais, desenvolvida por Abba P. Lerner e incorporada pela MMT, todo o gasto, imposto, empréstimo, e ainda toda a criação e destruição de moeda, devem ser consideradas pelos seus resultados na economia e não através de teorias ou doutrinas pré-estabelecidas¹⁵⁸. O governo tem a obrigação de equilibrar não seu orçamento próprio, mas toda a economia, onde o total da renda não é nem excessiva nem diminuta em relação ao produto disponível. Inflação e desemprego são as consequências de desequilíbrios internos, e é dever do governo utilizar os mecanismos que lhe são devidos para prevenir que esses resultados aconteçam. “During a recession, people lose jobs and companies turn off machines and allow them to sit idle. In that environment, spending can safely increase because workers can be rehired, and machines can be brought back online to produce more output¹⁵⁹”. Desse modo, a situação fiscal do governo não deve ser analisada a partir do déficit, mas pela qualidade dos gastos e seus efeitos reais na economia.

In brief, Functional Finance rejects completely the traditional doctrines of ‘sound finance’ and the principle of trying to balance the budget over a solar year or any other arbitrary period. In their place it prescribes: first, the adjustment of total spending (by everybody in the economy, including the government) in order to eliminate both unemployment and inflation, using government spending when total spending is too low and taxation when total spending is too high; second, the adjustment of public holdings of money and government bonds, by government borrowing or debt repayment, in order to achieve the rate of interest which results in the most desirable level of investment; and, third, the printing, hoarding or destruction of Money as needed for carrying out the first two parts of the program¹⁶⁰.

¹⁵⁶ Ibid., p. 49.

¹⁵⁷ WRAY (2003), p. 104.

¹⁵⁸ LERNER (1943), p. 469.

¹⁵⁹ KELTON (2020), p. 60.

¹⁶⁰ LERNER (1943), p. 471.

5.4. Críticas heterodoxas à MMT

Embora a MMT canalize diversas teorias conhecidas, ainda gera certo desconforto entre economistas, tanto heterodoxos quanto ortodoxos. A popularidade da teoria e sua relativa simplicidade podem ser catalizadores do burburinho que esse conjunto de pressuposições tem causado, e aqui serão abordadas algumas das críticas mais recorrentes acerca de seus argumentos. Esta seção não tem a pretensão de abordar exaustivamente as críticas existentes, principalmente visto que esse é um debate contemporâneo.

A MMT avançou muito rapidamente no debate público, alcançando notoriedade inclusive na grande mídia, e recebeu um grande destaque por suas posições potencialmente polêmicas. Dentre seus críticos, alguns economistas acusam a MMT de simplificar e generalizar o debate, o que leva a erros e omissões. Isso ocasionaria um prejuízo para todo o campo heterodoxo, especificamente pós-keynesiano, visto que a MMT se popularizou muito mais do que qualquer outra teoria recente surgida de fora do *mainstream*.

A dissecação das críticas do campo ortodoxo foi desconsiderada neste trabalho pela limitação de tempo e do escopo do conteúdo que aqui foi desenvolvido. Ademais, a maioria das críticas nesse campo normalmente não se limita a MMT, mas a todo o campo de pesquisa pós-keynesiano, incluindo as abordagens anteriores à MMT e adotadas por ela, como as finanças funcionais e a teoria cartalista da moeda. É razoável inferir que as críticas ortodoxas circulam e circularão com muito mais capilaridade, e podem ser encontradas com facilidade na maioria dos debates sobre a MMT.

Desse modo, o trabalho se limitará a algumas críticas heterodoxas, seguindo principalmente o curso de investigação da primeira parte do trabalho, a saber, as críticas com viés marxista e keynesiano (incluindo aqui os pós-keynesianos). Também serão limitadas aos aspectos da MMT abordados no trabalho.

5.4.1. Dinheiro como criatura social e não como criatura do estado

A crítica acerca da concepção da moeda como criatura estatal resgata importantes aspectos do debate abordados na primeira parte deste trabalho, especificamente relacionados à concepção marxista da moeda. Diferentemente da MMT, que enxerga a moeda como criatura do estado, para Marx, ela só ganha importância no capitalismo. Em resumo, para não repetir a longa análise previamente desenvolvida aqui, a teoria do dinheiro de Marx aparece quando este pauta o debate acerca de sociedades mercantilistas, sendo a representação social do valor como tempo de trabalho necessário à produção de mercadorias. O dinheiro como validador social dos trabalhos privados no momento das vendas imprime um enorme papel social à moeda, que se torna indispensável para a inserção social dos indivíduos e organização de todo o processo de produção capitalista. “É precisamente ao ser trocado por dinheiro que o trabalho privado ou particular pode adquirir caráter universal”¹⁶¹.

Na perspectiva marxista, como sabemos, o dinheiro é a manifestação por excelência do valor e, por isso, do capital. Aparece, assim, como fundamental para a operacionalização da dinâmica sistêmica do capitalismo, na medida em que é a partir dele que se inicia o processo produtivo, com a compra de força de trabalho e de meios de produção¹⁶².

De acordo com PARANÁ e MOLLO, a partir desses pressupostos, o papel do Estado é certamente importante, mas se torna limitado, pois não se encontra acima da sociedade, mas é parte dela. O Estado se materializa na gestão – necessária – das mercadorias consideradas “especiais”, no caso, trabalho e dinheiro, dada a relação particular entre valor de uso e valor de troca que nelas se estabelece: a gestão, em particular, do dinheiro não pode ficar a mercê dos agentes privados, pois detém um caráter público de validação e inserção social. A limitação do Estado se manifesta pelo fato de que as relações sociais que o dinheiro representa não podem ser controladas, mas, ao contrário, o próprio Estado se subordina e participa delas, embora com o *status* hierarquicamente superior ao dos agentes privados.

O Estado tem um papel hierarquicamente superior, dado seu caráter público, o que lhe permite intervir nas dinâmicas monetárias, mas esse papel é limitado no sentido de que não pode controlar plenamente a dinâmica social da qual faz parte. O Estado, portanto, não se confunde com essa dinâmica, que envolve a sociedade como um todo, embora dela participe, e não pode, por isso, controlá-la *in toto*¹⁶³.

¹⁶¹ PARANÁ; MOLLO (2021), p. 18.

¹⁶² *ibid.*, p. 17.

¹⁶³ PARANÁ; MOLLO (2021), 26.

Desse modo, os limites do estado permeiam sua participação da sociedade. Porém, ao contrário do que estabelece a MMT, a validação da moeda não depende dele, mas da sociedade como um todo. Inflação e crises cambiais são exemplos de problemas impostos ao controle monetário pelo Estado, pois partem de uma perda de credibilidade e reconhecimento social do dinheiro como equivalente geral.

O dinheiro não é logicamente, então, nem apenas uma criatura do mercado nem do Estado, ou seja, conta com um papel significativo do Estado embora limitado pela influência que os demais participantes da sociedade têm na dinâmica monetária¹⁶⁴.

Uma crítica similar é formulada por COLANDER, que, assim como a MMT, também compartilha da visão creditícia da moeda, porém, discorda da definição de dinheiro como criatura do estado. O dinheiro na realidade é uma criatura da sociedade, que elege uma unidade de conta para organizar suas relações de crédito e débito. Essas relações obviamente envolvem muito mais do que o governo e seus tributos. Para o autor, a evolução desse sistema contábil de obrigações sociais ocorreu de baixo para cima e não de cima para baixo.

So, within this broader “money as a creature of society” narrative, one thinks of a society as a set of obligations that is held together by explicit and implicit accounting systems that keep track of, and balance, the obligations of the agents to one another and to collective organizations that comprise society¹⁶⁵.

Entretanto, a visão de dinheiro como criatura social implica em outro fator de discordância importante, que trata da necessidade de “confiança” dos agentes em relação à moeda utilizada. Para a MMT, como visto na seção anterior, a simples imposição estatal de impostos em determinada moeda é suficiente para que esta eventualmente seja amplamente utilizada em toda a economia, sendo desnecessária a confiança daqueles que a utilizam. Porém, para COLANDER, ao aceitar a teoria creditícia da moeda, a maneira como as relações de crédito e débito são contabilizadas se torna parte de uma “superestrutura subjacente da economia” e, portanto, requer confiança de toda a sociedade. Portanto, o Estado, como regulador desse sistema, deve garantir que não tirará proveito de seu controle sobre esse sistema de contabilidade, e, logo, depende de um grau de confiança social para permanecer desempenhando seu papel. “If people lose faith in

¹⁶⁴ Ibid., p. 22.

¹⁶⁵ COLANDER (2019), p. 122.

the fairness of that monetary system, they lose faith in the economy, and the economy will break down¹⁶⁶”.

5.4.2. Aplicabilidade da MMT em economias periféricas

Uma das conclusões mais importantes da MMT é que o país que possui uma moeda soberana não tem restrições financeiras para seus gastos. O conceito de soberania monetária é precisamente o ponto problemático levantado pelas críticas acerca da aplicabilidade da MMT em países periféricos. Para os defensores da MMT, existem certos requisitos para que um país possa ser considerado soberano monetariamente: ter um governo que possua a soberania para determinar qual é a moeda representativa como unidade de conta oficial; que esse mesmo governo detenha o monopólio de emissão dessa moeda; o governo também deve ter o poder de imposição de obrigações não recíprocas, como impostos, taxas, tarifas, etc.; também deve ter autonomia para realizar pagamentos e transferências ao setor privado¹⁶⁷. Também é pontuado que diferentes regimes cambiais concedem diferentes graus de soberania, pois estão relacionados à promessa de conversão da moeda doméstica em moeda estrangeira ou em metais preciosos.

Para a MMT, o maior grau de soberania se encontra quando, além de todos os requisitos apontados, o país mantenha um regime de câmbio flutuante, pois, desse modo, não há promessa de conversão da moeda nacional em nenhuma outra moeda, algo que, de fato, restringe o grau de liberdade nas decisões de política monetária. “...regimes cambiais que não prometam conversibilidade da moeda estatal preservarão maior grau de soberania monetária enquanto regimes cambiais que prometem conversibilidade reduzem a soberania monetária do país¹⁶⁸.”

Conforme o Governo decida adotar uma promessa de conversão da moeda doméstica em moeda estrangeira e/ou mercadoria estará abdicando de parte de sua soberania monetária. Em sentido amplo, continua sendo emissor de moeda soberana, porém, com menor grau de soberania. Ressaltamos que, nesse caso, trata-se de uma decisão autônoma e soberana, de política macroeconômica, do próprio Governo de realizar tal promessa de conversão¹⁶⁹.

¹⁶⁶ COLANDER (2019), p. 125.

¹⁶⁷ DALTO *et al.* (2020), p. 94.

¹⁶⁸ DALTO *et al.* (2020), p. 102.

¹⁶⁹ *Ibid.*, p. 94.

Quando um país decide adotar um regime de câmbio fixo, o que é, em suma, uma promessa de que a moeda nacional será trocada por um valor fixado pela autoridade monetária, se sujeita a uma necessidade de adquirir a quantidade de moeda estrangeira que sustente a taxa de câmbio estipulada. Assim, o país se insere em uma situação em que precisa de uma moeda que ele próprio não emite, o que ocasiona uma série de restrições externas, principalmente caso esse país tenha dificuldades para a aquisição da moeda estrangeira.

Whatever the intention, the actual results from this package are perverse: when countries sacrifice monetary sovereignty but cannot acquire sufficient foreign currency to defend the target exchange rate, their currency pegs collapse, potentially causing a downward spiral, as governments, businesses, and even households cannot favorably convert domestic currency to repay debts denominated in foreign currency¹⁷⁰.

Desse modo, os economistas que defendem as ideias da MMT explicitamente recomendam a adoção de regimes de cambio flutuante, visto que todo o argumento da teoria depende das prerrogativas que uma moeda soberana possui. A adoção de qualquer outro regime seria uma restrição monetária autoimposta, uma decisão política que sacrificaria a soberania monetária do país, e, por consequência, diminuiria sua autonomia governamental e seu *police space*.

Para os economistas críticos dessa posição, infelizmente as economias periféricas enfrentam algumas restrições de forma muito mais complexa, em relação principalmente às flutuações e instabilidades do câmbio, as quais estão muito distantes de uma restrição autoimposta. Conforme a exposição de BONIZZI, KALTENBRUNNER e MICHELL, a soberania monetária de países em desenvolvimento não é suficiente para transpor as restrições políticas, especificamente dada a posição de suas moedas no sistema financeiro internacional¹⁷¹. As recomendações da MMT se aplicam predominantemente à realidade da moeda americana, que hoje se encontra no topo da hierarquia internacional de moedas, e, desse modo, são de difícil aplicação em economias periféricas.

Inicialmente, para fundamentar a sua crítica, PRATES (2020) retoma as funções da moeda e alega que, além daquelas funções abertamente reconhecidas pela MMT – unidade de conta e meio de pagamento –, a função reserva de valor é essencial para a compreensão do papel da moeda tanto no âmbito nacional como no internacional. “The

¹⁷⁰ KELTON (2020), p. 175.

¹⁷¹ BONIZZI (2019), p. 47.

argument is that the nature of money should cover not only its function as a unit of account and the credit-debt relation but also the function of money as an asset¹⁷².” Essa visão converge com a de DAVIDSON (2019), para quem a moeda não seria guiada por impostos, mas sim por contratos. Para o autor, contratos são instituições criadas para organizar toda a produção orientada para o mercado e oficializa as transações dos débitos e créditos que existem em uma realidade incerta e não probabilizável. Assim, a noção de que a moeda, como reserva de valor, possui a capacidade de carregar valor no tempo, é aquilo que permite que ela se torne a unidade de conta padrão em contratos.

This “time machine” function indicates that money possesses the property of liquidity. The possession of liquidity means that the holder has sufficient money (or other liquid assets that can be readily resold for money in an orderly, organized financial market) to meet his/her contractual obligations as they come due¹⁷³.

PALLEY (2015) também aponta a desatenção dada à função reserva de valor da moeda nas análises da MMT. “However, in addition to accepting the Chartalist explanation of money, Keynes and Tobin also hold that money derives value from its use as a medium of exchange, unit of account, and store of value¹⁷⁴.”

Retomando a análise desenvolvida por PRATES, o *police space* de economias emergentes não é determinado somente pelo grau de soberania monetária, mas sim pela interação entre dois fatores: o grau de soberania monetária e a posição da sua moeda na hierarquia internacional de moedas¹⁷⁵. A posição de uma moeda na hierarquia internacional depende fundamentalmente do seu grau de liquidez, que é determinante para a sua capacidade de desempenhar as três funções da moeda internacionalmente – meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Hoje, a moeda que carrega a essa capacidade sem nenhuma oposição é o dólar americano. Abaixo dela se encontram o euro e, posteriormente, as moedas emitidas por outros países centrais. As moedas na base da pirâmide também podem ser consideradas moedas líquidas, mas com um prêmio de liquidez menor que o dólar, dado que desempenham suas funções apenas parcialmente. Desse modo, como não são utilizadas internacionalmente como unidade de conta ou meio de pagamento, devido à posição de menor relevância internacional de seus emissores, as moedas de países periféricos se tornam majoritariamente reserva de valor,

¹⁷² PRATES (2020), p. 494.

¹⁷³ DAVIDSON (2019), p. 139.

¹⁷⁴ PALLEY (2015), p. 2.

¹⁷⁵ PRATES (2020), p. 495.

desempenhando o papel de ativo financeiro. Para a autora, após a era Bretton Woods, os fluxos de capitais de curto prazo se tornaram subordinados a uma lógica puramente especulativa, com vistas a ganhos com a volatilidade de liquidez dos ativos. Logo, as taxas de câmbio dos países periféricos passaram a ser extremamente voláteis, impossibilitando a dita autonomia monetária concedida pelo regime cambial puramente flutuante a países periféricos, dado que estão sempre lutando com intervenções visando a estabilização de sua taxa de câmbio.

More specifically, the demand for peripheral currencies as short-term investment currencies does not stem from a greater confidence from global investors due to an increase in their liquidity premium, but reflects a lower liquidity preference of these investors. Then, it is necessary to distinguish the demand for a currency with the aim of obtaining speculative gains in the short term from the demand for a long-term store of value (which is the case of central currencies with a higher liquidity premium)¹⁷⁶.

VERGNHANINI e DE CONTI destacam essa limitação das economias periféricas enfatizando a necessidade de essas estabelecerem maiores taxas de juros como prêmio por uma menor liquidez das suas moedas no âmbito internacional, algo que limita inclusive a prerrogativa do banco central em escolher a taxa de juros exogenamente, outra pressuposição da MMT.

(...) only a few currencies are used as means of payments. Therefore, only these currencies are the liquid assets 'par excellence' at the international arena. All other currencies, that we name 'peripheral currencies', are not liquid at the international level, even if they are domestically the most liquid assets. Hence, these peripheral currencies (and the assets denominated in these currencies) have to pay a premium for this 'international illiquidity'. The direct consequence is that bonds denominated in peripheral currencies have a priori higher interest rates, since these rates have to satisfy global investors' exigency to earn a premium for the international illiquidity of these assets¹⁷⁷.

Essa situação se torna um grande desafio para os mercados emergentes, pois submete a política macroeconômica a flutuações especulativas internacionais. Em um momento de grande otimismo, as moedas e ativos de países periféricos tornam-se ativos desejáveis para investidores globais, que se encontram menos avessos a riscos de iliquidez. Já em momentos de contração e preocupação internacional, a preferência pela liquidez causa uma corrida para moedas e ativos mais seguros, resultando em reverses extremamente prejudiciais aos países emergentes. VERGNHANINI e DE CONTI também destacam que, ao verificar a grande relevância que as movimentações especulativas de investidores internacionais têm para países periféricos, fica evidente que

¹⁷⁶ PRATES (2020), p. 503.

¹⁷⁷ VERGNHANINI e DE CONTI (2017), p. 24 e 25.

a suposição da MMT de que a política monetária não está sujeita a nenhuma “disciplina do mercado” não corresponde com a realidade dessas economias. “Not much is needed to cause the ‘flight to liquidity’ movement, considering that financial investments in peripheral countries follow a speculative logic. Any action that goes against ‘market discipline’ and the so-called ‘sound finance’ may lead to selffulfilling prophecy of currency depreciation¹⁷⁸.”

Importante destacar também a significativa dependência existente de economias periféricas de insumos e bens de capital importados, tornando flutuações bruscas da taxa de câmbio extremamente danosas para a inflação e a estabilidade da produção interna¹⁷⁹. PALLEY também destaca essa correlação, citando especificamente o Brasil como exemplo. “The exchange rate is also a critical determinant of inflation, especially in Latin American economies that are highly dependent on imported inputs and capital goods. In countries such as Brazil, it is the exchange rate rather than capacity utilization that is systematically connected to inflation and inflation expectations¹⁸⁰”. Assim, a recomendação de um regime de câmbio flutuante simplesmente não pode ser aplicada a países periféricos, uma vez que a volatilidade do câmbio é demasiadamente instável. Abdicar de tentar estabilizá-la por meio de alguma intervenção é mais danoso que renunciar a uma total soberania monetária.

5.4.3. Limitações políticas e institucionais da MMT e de suas propostas

Por fim, foram levantadas em algumas críticas as limitações empíricas em relação à aplicabilidade das recomendações da MMT. Vários autores apresentam argumentos que enfatizam o caráter utópico de certas pressuposições, especificamente relacionadas às expectativas e aos enquadramentos políticos e institucionais enfrentados pelas economias modernas. “(...) in their pursuit of policy relevance, MMT advocates too often offer apparently simple solutions to complex issues of political economy¹⁸¹.” A própria análise

¹⁷⁸ VERGNHANINI e DE CONTI (2017), p. 25.

¹⁷⁹ PRATES (2020), p. 505.

¹⁸⁰ PALLEY (2015), p. 13.

¹⁸¹ MAYHEW (2019), p. 240.

anterior, que evidencia a limitação da MMT em relação às economias periféricas, pode ser enquadrada como uma visão ilusória acerca da soberania monetária.

Os economistas críticos argumentam que a MMT é uma simplificação das dinâmicas de política monetária, que desconsidera as particularidades da realidade econômica da maioria dos países atualmente. LAVOIE, por exemplo, observa que, nas suposições da MMT, existe a descrição de dois casos distintos: o caso geral e o caso específico. No caso específico há o reconhecimento das particularidades de diferentes países, que podem acarretar em diferenças substanciais nas consequências de suas decisões de política monetária e fiscal¹⁸². Porém, no caso geral, para qual se destinam a maioria dos esforços dos teóricos da MMT, existem simplificações problemáticas. “This second story differs from the first one because it assumes the consolidation of the central bank and the government into a single unit. This story is assumed to apply to all countries that have a ‘sovereign currency’¹⁸³”.

A unificação da autoridade monetária e da autoridade fiscal é um ponto recorrente entre os críticos da MMT. É certo que, ao desenvolver seus argumentos, a MMT considera que o tesouro e o banco central atuam conjuntamente, compartilhando inclusive os mesmos balanços e dos mesmos objetivos. Porém, essa situação não corresponde com a realidade, sendo que a separação das duas autoridades é normalmente de ordem legal e institucional, completamente consolidada e sem absolutamente nenhum questionamento. LAVOIE considera em sua crítica o contra argumento de que a MMT apresenta o caso geral justamente em contraposição à realidade, o que serviria para fundamentar que as justificativas defendidas pela economia *mainstream* sobre as diversas restrições ao gasto público são, na realidade, autoimposições de ordem política e não econômica. Porém, para o autor, os dois casos – geral e específico – deveriam estar claramente diferenciados, para que as recomendações de política econômica não sejam baseadas em suposições irreais, e que as suposições irreais sejam transformadas em proposições de mudanças institucionais, ao reconhecer que não refletem a realidade.

The two cases, the general and the specific, must be clearly differentiated, and in my opinion, the most outrageous statements – such as the government does not need to borrow to spend or the government must run a deficit for the supply of base money to increase, must be left aside when discussing real policy issues. As mentioned earlier, the consolidation of the central bank and the government into a single entity should enter the policy debate as an objective

¹⁸² LAVOIE (2019) p. 183.

¹⁸³ Ibid., p. 184.

to be achieved through institutional change, and not as an actual feature of the economy upon which policy advice could be offered¹⁸⁴.

Outro ponto referente à inaplicabilidade da MMT está na grande dificuldade de aplicação, transformação, alteração e extinção de impostos, taxas e tributações em geral, além das complicações inerentes à autorização para gastos governamentais. Segundo a MMT e a abordagem das finanças funcionais, a política fiscal é a ferramenta utilizada para atingir os objetivos de pleno emprego e crescimento econômico. Porém, alterações em gastos e tributos são institucionalmente mais discricionários que certas decisões de política monetária, e tem um trâmite difícil, que envolve a confiança e o convencimento da população e dos políticos responsáveis pelo uso ou não desses instrumentos. Essencialmente, é muito difícil trabalhar com recomendações que pressupõe a boa vontade e a benevolência de todos os agentes envolvidos. “Policies designed to be implemented by a beneficent well-functioning government are unlikely to work in the real world where politics, not economic theory, drive policy¹⁸⁵.”

It follows that one can hold the position that functional finance provides important theoretical insights (a position I hold), but as an actual real-world policy is highly limited in its usefulness (a position I also hold) The reason is that functional finance (...) has serious practical problems of implementation¹⁸⁶.

COLANDER também faz referência à suposta atuação conjunta do banco central e do tesouro nacional, mas pelo lado do nível de confiança que o governo precisa possuir para conseguir sustentar a estabilidade do sistema monetário. Para COLANDER, a separação entre autoridade monetária e autoridade fiscal existe como uma garantia de responsabilidade governamental, e, portanto, não seria uma imposição dada pela necessidade, mas pela escolha da própria população em troca de sua confiança. Uma das conclusões de PALLEY (2019) é que a aceitação do programa de política fiscal da MMT é implausível precisamente pela falta de elementos comportamentais nas análises de seus defensores¹⁸⁷.

In creating a system in which people have trust in the monetary system, they may well design the system to keep these state financing issues and monetary system issues separate, not because the issues have to be separate, but because in order to get the social contract agreed to, they were chosen to be kept separate¹⁸⁸.

¹⁸⁴ LAVOIE (2019), p. 197.

¹⁸⁵ COLANDER (2019), p. 131.

¹⁸⁶ Ibid., p. 130.

¹⁸⁷ PALLEY (2019), p. 281.

¹⁸⁸ COLANDER (2019), p. 131.

O resultado do intenso debate acerca da validade ou não da MMT pode ser resumido por uma observação de COLANDER, quando afirma que a MMT, assim como tantos outros modelos teóricos econômicos, é fundamental para fornecer fundamentos abstratos e intuições sobre o desenho de políticas econômicas. Porém, não deve ser utilizada como conselheira direta, nem suas conclusões devem ser interpretadas como aplicáveis à realidade. Isso ocorre dado que modelos técnicos não conseguem ser facilmente traduzidos para o mundo real. “The theoretical insights are overwhelmed by political and institutional forces. Economist’s formal models are mechanistic; real-world events are organic¹⁸⁹”.

¹⁸⁹ Ibid., p. 131.

6. SUMÁRIO E CONCLUSÕES

Esse trabalho apresentou um breve resumo de algumas das correntes mais importantes do pensamento econômico, utilizando como tema principal a investigação sobre suas posições acerca da neutralidade e da endogeneidade da moeda.

A primeira parte consistiu em revisitar os grandes arcabouços teóricos fundadores das principais teorias monetárias. No primeiro capítulo foram apresentadas as primeiras concepções acerca do tema, que se iniciam formalmente nos séculos XVIII e XIX, e fundamentaram as concepções ortodoxas e heterodoxas da economia monetária. Foi apontado que a intuição geral à época indicava para uma relação entre emissão de moeda e inflação, e a neutralidade da emissão monetária frente às variáveis reais da economia.

No segundo capítulo, foi apresentado o modelo da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), que fundamenta a ideia de que a moeda não impacta as variáveis reais da economia, sendo totalmente neutra no longo prazo. Para isso, toma como pressuposto a exogeneidade da oferta de moeda e a estabilidade das variáveis de velocidade de circulação e do nível de produto. Nesse capítulo, também foram abordadas as posições de Knut Wicksell e Milton Friedman, dois dos grandes pensadores da corrente neoclássica, que, através de suas contribuições, incorporaram novas intuições no modelo anterior, mas permaneceram sustentando a neutralidade e exogenidade da moeda no longo prazo. Finalizando o percurso das correntes ortodoxas, foi abordada as posições Novo Clássica e Novo Keynesiana, que introduzem em seus estudos as expectativas racionais e a adoção de microfundamentos nos estudos macroeconômicos, sendo que a grande diferença entre as duas correntes está na aceitação da neutralidade da moeda no curto prazo, apesar de concordarem com o longo prazo.

O terceiro capítulo introduz as posições heterodoxas ao debate, iniciando a exposição com a perspectiva marxista acerca do dinheiro e do mercado. O texto afirma que, para Marx, a economia real é monetária e o dinheiro deixa de ser mero meio de troca para se tornar um elemento econômico com uma grande capacidade de afetar a economia real. É tido como organizador das relações sociais, dado que é na conversão da mercadoria em dinheiro que a contradição privado-social é resolvida. O dinheiro é, em última instância, poder social encarnado e valor de troca puro. Desse modo, o impulso para o entesouramento é desmedido por natureza. Também foi levantada a posição marxista

acerca do capital e de como o valor aumentado existente no valor final do processo de produção – o qual remunera o capitalista -, provém do único fator de produção que pode gerar valor por si mesmo: a força de trabalho, o que evidencia o caráter exploratório do sistema. Finalmente, analisou-se que o crédito incentivado pelo desenvolvimento do capital a juros possibilita o adiantamento da produção e potencializa seus resultados, já que antecipa o investimento antes dos lucros. Isso gera um aumento no ritmo e na escala de produção, o que reforça a dissociação entre capital e produção e contamina todo o sistema, tornando-o inerentemente instável.

O capítulo quatro traz as posições de Keynes e dos pós-keynesianos, e introduz a noção de incerteza: o mundo está imerso em um ambiente incerto, mais próximo de acontecimentos imprevistos, do que de situações de risco probabilizáveis. É nesse contexto que o dinheiro, ativo mais líquido de uma economia, se torna desejável por si mesmo. As pessoas desejam reter liquidez para ter segurança e flexibilidade em um mundo de incertezas. Para Keynes, a taxa de juros é o resultado da interação entre a preferência pela liquidez – ou à inclinação para entesourar – e a quantidade de moeda disponível. Desse modo, para que alguém decida investir, por exemplo, a rentabilidade esperada do investimento deve ser maior que sua contrapartida, a taxa de juros. Assim, para Keynes, a taxa de juros não atua para incentivar a poupança, mas, ao contrário, é a grande inibidora de investimento, já que a rentabilidade esperada do capital é decrescente por definição e está imersa em um universo de incertezas. Quando há carência de moeda na economia, devido à preferência pela liquidez dos emprestadores, a contração do investimento que se sucede é o principal inibidor do crescimento. Assim, as variações de oferta monetária – que se torna endógena ao sistema – afetam a economia real de forma contundente, o que contraria a dicotomia ortodoxa entre economia real e economia monetária e a neutralidade da moeda. Por fim, os pós-keynesianos foram apresentados por meio das recentes discussões acerca da endogeneidade da moeda. Foram discutidas as posições horizontalista e verticalista, e a possibilidade de compatibilização entre elas. A partir da endogeneidade, foi abordada a posição de Minsky sobre a instabilidade da economia. Para o autor, a partir de uma maior disposição à expansão monetária, geralmente após um período de ânimos otimistas de seus agentes, a maior exposição ao risco leva, inevitavelmente, à fragilização da economia pelo alto grau de endividamento e crises deflacionárias do preço dos ativos. Assim, a posição do banco central como

emprestador em última instância se torna essencial, além de reforçar a percepção de que a oferta monetária não é passível de controle exógeno.

A segunda parte do trabalho se voltou a explorar exclusivamente uma das mais recentes contribuições nos debates em economia monetária, MMT (Modern Money Theory, que, de certa forma, subverte várias regras e convenções, tornando-se a última das grandes polêmicas no debate econômico recente. Dentre os conteúdos desenvolvidos no texto, também foram apresentadas algumas abordagens heterodoxas incorporadas pela MMT, como a abordagem cartalista da moeda, a abordagem dos balanços setoriais e a abordagem das finanças funcionais.

Seguem as principais conclusões da MMT, apresentadas na segunda parte do trabalho:

1. O governo não precisa de impostos para financiar seus gastos, por justamente ser através de seus gastos que pessoas possuem moeda para pagar impostos.

2. Os impostos e tributos exercem a função inicial de possibilitar provisões de produtos e serviços ao governo, dado que, ao criar a demanda por moeda, o governo incentiva as pessoas a vender seus produtos e serviços em troca da moeda necessária para pagar os impostos. Também servem para retirar moeda da economia e evitar um aumento generalizado de preços, algo que pode ocorrer caso os gastos governamentais pressionem a capacidade produtiva da economia. A tributação também pode ser utilizada como ferramenta de distribuição de renda e de diminuição das desigualdades, através de uma política progressiva de impostos. Por fim, também é utilizada para encorajar e desencorajar certos comportamentos.

3. É através da sua política fiscal que o governo determina o montante de moeda nova, enquanto a principal atribuição da política monetária se torna o controle da taxa de juros de curto prazo. A oferta de moeda é endógena e a taxa de juros é estabelecida exogenamente pela autoridade monetária.

4. Entretanto, sendo o governo o único emissor de moeda, o excesso de reservas só ocorreria através do gasto público, já que a moeda bancária é criada através da provocação do setor privado.

5. A partir dessa visão, ao contrário do que é defendido pelas teorias ortodoxas que afirmam que o financiamento do governo eleva a taxa de juros, o gasto público diminuiria a taxa de juros, caso se transformasse em excesso de reservas.

6. A necessidade de financiamento do governo através da emissão de títulos públicos também não se sustenta: a função principal da criação e venda de títulos pelo governo é enxugar reservas e prover os instrumentos utilizados pelo banco central para a sustentação da taxa de juros.

7. Considerando uma economia fechada, é somente através da atuação estatal como emissor primário de moeda que a riqueza financeira privada pode existir. Mais especificamente, é a atuação deficitária do estado ao criar moeda através de seus gastos que possibilita que as pessoas possam segurar moeda.

8. O gasto pode sim gerar uma pressão inflacionária, caso não haja um mapeamento de gargalos e potencialidades entre os diversos setores do mercado. Além disso, pode causar um desequilíbrio de concentração de renda. Portanto, a limitação do gasto é real e não monetária.

9. O governo tem a obrigação de equilibrar não seu orçamento próprio, mas toda a economia, onde o total da renda não é nem excessiva nem diminuta em relação ao produto disponível. Inflação e desemprego são as consequências de desequilíbrios internos, e é dever do governo utilizar os mecanismos que lhe são devidos para prevenir que esses resultados aconteçam. Desse modo, a situação fiscal do governo não deve ser analisada a partir do déficit, mas pela qualidade dos gastos e seus efeitos reais na economia.

Por fim, o trabalho tratou das críticas à MMT. Dentre seus críticos heterodoxos, alguns economistas acusam a MMT de simplificar e generalizar o debate, o que leva a erros e omissões. As principais críticas se concentram em contestar a posição da moeda como criatura do estado, aos conceitos de soberania monetária e às recomendações de política econômica baseadas em suposições irreais.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BONIZZI, B.; KALTENBRUNNER, A.; J. MICHELL., **Monetary sovereignty is a spectrum: Modern monetary theory and developing countries**. In *Modern Monetary Theory and its Critics*, edited by E. Fullbrook, and J. Morgan. Bristol, 2019.

CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. **As falhas da Modern Monetary Theory (MMT)**. Texto para Discussão, IE/Unicamp, Campinas (SP), n. 403, p. 1-14, jan. 2021;

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **“Moeda, Produção e Acumulação: Uma Perspectiva Pós-Keynesiana”** in Silva, M.L.F., *Moeda e Produção: Teorias Comparadas*. Editora Universidade de Brasília, Brasília, 1992;

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **Sobre a Endogenia da Oferta de Moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa**. *Revista de Economia Política*, vol. 13, Nº 3, 1993;

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007;

CHICK, Victoria, **Macroeconomia após Keynes: Um Reexame da Teoria Geral**. Forense Universitária, Rio de Janeiro, 1993;

COLANDER, D. **Are modern monetary theory lies “plausible lies”?** In *Modern Monetary Theory and its Critics*, edited by E. Fullbrook, and J. Morgan. Bristol, 2019.

DALTO, Fabiano A. S.; GERIONI, Enzo M.; OZZIMOLO, Julia A.; DECCACHE, David; CONCEIÇÃO, Daniel N. **Teoria monetária moderna: A chave para uma economia a serviço das pessoas**. Editora Nova Civilização, 2016;

DAVIDSON, Paul, **“The Post Keynesian school”** in Brian Snowdon, Howard R. Vane - *Modern Macroeconomics - Its Origins, Development and Current State* - E. Elgar, 2005;

FRIEDMAN, Milton. **“The Quantity Theory of Money: A Restatement”**, reprinted in *Studies in the Quantity Theory of Money*, pp. 94-111. Chicago: University of Chicago Press. 1956.

FRIEDMAN, Milton. **A theoretical framework for monetary analysis**. New York, NBER, 1971.

FRIEDMAN, Milton. **O papel da política monetária (1968)**. In: SHAPIRO, E. (Org.). *Análise macroeconômica: leituras selecionadas*. São Paulo: Atlas, 1997, p. 417-433.

HOLT, Richard P. F., “**Post Keynesian School of Economics**” in *An Encyclopedia of Keynesian*, 2ª ed., edited by CATE, Thomas, Cheltenham, UK, Edward Elgar Publishing, 2013.

HUNT, E. K. - **História do Pensamento Econômico**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

JEVONS, William. **The Theory of Political Economy**. Macmillan, 1871.

KELTON, S. **The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People’s Economy**. Londres: Hachette UK, 2020;

KEYNES, John Maynard. “**A Teoria Geral do Emprego**” in *Economia e Ciências Sociais* - Fábio Lucas (org.) Zahar, Rio de Janeiro, 1969;

KEYNES, John Maynard. “**A Monetary Theory of Production**” in J.M. Keynes, *The Collected Writings of J.M. Keynes*, vol. XIII. Macmillan, London, 1973, pp. 408–11.

KEYNES, John Maynard. “**Teorias Alternativas da Taxa de Juros**”, in *Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia*. 3ª ed., Brasília, Ipea, 2010.

KEYNES, John Maynard. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo, Saraiva. 2012;

KEYNES, John Maynard. **The treatise on money**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013. v. I e II.;

LAVOIE, Marc. **Modern Monetary Theory and post-Keynesian economics**, *Real-World Economics Review*, issue no. 89, 2019;

LERNER, A. **Functional finance and the federal debt**. *Social Research*, v. 10 p. 38-51, 1943;

LUCAS, Robert, SARGENT, Thomas. “**After keynesian macroeconomics**”, in *After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment* (1978) Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston, pp. 49–72;

MANKIW, N. Gregory. **New Keynesian Economics**. Econlib. Disponível em: <https://www.econlib.org/library/Enc/NewKeynesianEconomics.html>. Acesso em: 09/2022;

MANKIW, N. Gregory. **Um curso rápido de revisão de macroeconomia**, em *Journal of Economic Literature*, vol. XXVIII (dec/1990), p. 1645-1669, traduzido por T. S. Afanasieff e M. G. Rodriguez, revisto por V. Bastos;

MARSHALL, Alfred. **Princípios da economia: tratado introdutório**. São Paulo, Editora Nova cultural, 1996;

MARX, Karl. **O Capital: crítica da economia política: Livro I: O processo de produção do capital** – São Paulo: Boitempo, 2013;

MARX, Karl. **O Capital: crítica da economia política: Livro III: o processo global da produção capitalista** – São Paulo: Boitempo, 2017;

MAYHEW, Anne; **The sleights of hand of MMT** In *Modern Monetary Theory and its Critics*, edited by E. Fullbrook, and J. Morgan. Bristol, 2019;

MAZZUCHELLI, F. (1985). **A contradição em Processo: o capitalismo e suas crises**. São Paulo, Ed. Brasiliense;

MINSKY, Hyman P. **The Evolution of Financial Institutions and the Performance of the Economy**, *Journal of Economic Issues*, Vol. XX, Nº 2, 1986;

MITCHELL, William; L. WRAY, L. Randall; WATTS, Martin. **Macroeconomics**. Red Globe Press, 2019;

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **A Relação entre Moeda e Valor em Marx**, *Revista de Economia Política*, Volume 11, n. 2, abril-junho de 1991;

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **As Controvérsias Monetárias do Século XIX**, *Ensaio FEE*. 1994;

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **Money Endogeneity: Post-Keynesian and Marxian Views Compared**, *Research in Political Economy* 17: 3–25, 1999;

PALLEY, Thomas. **Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: A Critique of Modern Money Theory**. *Review of Political Economy*, 27(1), p. 1-27, 2015;

PALLEY, Thomas. **Macroeconomics vs Modern Money Theory: some unpleasant Keynesian arithmetic**. In *Modern Monetary Theory and its Critics*, edited by E. Fullbrook, and J. Morgan. Bristol, 2019;

PARANÁ, Edemilson; MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **Dinheiro como relação social: uma leitura do poder monetário do Estado na MMT**. *Economia e Sociedade Jan*, V. 30 N° 1 P. 15 – 38. 2021;

PRATES, D. M. **Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post-Keynesian approach**. Campinas: Unicamp. IE, set. 2017. (Texto para Discussão, n. 315);

PRATES, D. M. **Beyond modern money theory: A Post-Keynesian approach to the currency hierarchy, monetary sovereignty, and policy space**. *Review of Keynesian Economics*, 8(4), p.494-511, 2020;

RESENDE, A. L. **Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2020;

RESENDE, A. L. **Camisa de força ideológica: A crise da macroeconomia**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2022;

SNOWDON, Brian; VANE, Howard R. **Modern macroeconomics: its origins, development and current state**. Edward Elgar Publishing, 2005;

VERGNHANINI, R.; B. M. De Conti, **Modern Money Theory: a criticism from the periphery**, *Brazilian Keynesian Review*, 3(2), p.16-31, 2017;

WICKSELL, Knut. **Lectures on political economy. Volume II: Money**. New York, A. M. Kelley, 1967;

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

WRAY, L. Randall. **Endogenous money: Structuralist and horizontalist, Working Paper**, No. 512, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, 2007;

WRAY, L. Randall. **Modern Monetary Theory. A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems.** 2. ed. New York: Palgrave Macmillan, 2015;

WRAY, L. Randall. **Why Minsky Matters: an introduction to the work of a maverick economist.** Princeton University Press, 2016.