UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

RAFAEL SCARANO AZEVEDO SILVA

Do Monetarismo à Teoria Monetária Moderna: moeda, juros e inflação no Brasil (2015-2021)

CAMPINAS

2021

RAFAEL SCARANO AZEVEDO SILVA

Do Monetarismo à Teoria Monetária Moderna: moeda, juros e inflação no Brasil (2015-2021)

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Newton Gracia da Silva
Pesquisador CERI (IE – UNICAMP).

CAMPINAS

2021

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Luana Araujo de Lima - CRB 8/9706

Si38m

Silva, Rafael Scarano Azevedo, 1998-
Do Monetarismo à Teoria Monetária Moderna : moeda juros e inflação no Brasil (2015-2021) / Rafael Scarano Azevedo Silva. – Campinas, SP : [s.n.], 2021.

Orientador: Newton Gracia da Silva.
Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Moeda. 2. Taxas de juros. 3. Inflação. 4. Política monetária. 5. Política tributária. I. Silva, Newton Gracia da,1990-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações adicionais, complementares

Título em outro idioma: From Monetarism to Modern Money Theory: currency, interest and inflation in Brazil (2015-2021)
Palavras-chave em inglês:
Money
Interest rates
Inflation (Finance)
Monetary policy
Fiscal policy
Titulação: Bacharel em Ciências Econômicas
Banca examinadora:
Newton Gracia da Silva [Orientador]
Roberto Alexandre Zanchetta Borghi
Data de entrega do trabalho definitivo: 10-12-2021

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, ao meu orientador Newton Gracia por toda ajuda, atenção e direcionamento durante a elaboração desse trabalho. Não poderia ter sido melhor orientado.

Agradeço também aos meus familiares, em especial minhas avós – Sylvia e Clarita -, minha mãe – Paola -, meu pai – Hernani - e meus irmãos – Nani e Pedro - por todo o apoio na graduação e em toda minha vida.

Agradeço aos professores, com os quais pude ter aula nesses enriquecedores anos de UNICAMP, por todo o conhecimento que pude adquirir.

Agradeço, também, à minha namorada Yasmin, por toda a cumplicidade; ao meu amigo Sérgio pela ajuda na reta final desse trabalho; e agradeço, finalmente, aos meus grandes amigos da república Catedral, por todos esses anos de amizade que fizeram a experiência da universidade ainda mais incrível.

EPÍGRAFE

“Vivo em minha própria casa,

Jamais imitei algo de alguém

E sempre ri de todo mestre

Que nunca riu de si também”

(Friedrich Nietzsche)

RESUMO

SCARANO, Rafael. **Do Monetarismo à Teoria Monetária Moderna: moeda, juros e inflação no Brasil (2015-2021)**. Orientador: Newton Gracia da Silva. Ano: 2021. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas/SP, 2021.

O trabalho apresenta e questiona os principais fundamentos do chamado Novo Consenso Macroeconômico a partir das interpretações monetaristas e novo-clássicas da teoria e política econômica. A partir desse quadro teórico, analisa-se o Regime de Metas de Inflação, bem como, a sua crítica, por meio de fatos estilizados do período pós Crise de 2008 até a Crise de 2020. A macroeconomia de Keynes e a Teoria Monetária Moderna são utilizadas como referencial teórico para o estudo desses fatos e evidências empíricas, especialmente política monetária e fiscal. Esse quadro teórico é utilizado para fazer uma leitura crítica da política econômica no Brasil entre 2015 e 2021, indicando e apontando que existem alternativas à estagnação do PIB, inflação (medida pelo IPCA) e desemprego dos fatores de produção (ociosidade).

Palavras-chave: moeda; taxa de juros; inflação; política monetária; política fiscal.

ABSTRACT

SCARANO, Rafael. **From Monetarism to Modern Money Theory: currency, interest and inflation in Brazil (2015-2021)**. Orientador: Newton Gracia da Silva. Ano: 2021. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas/SP, 2021.

The work presents and questions the main foundations of the so-called New Macroeconomic Consensus from monetarist and new-classical interpretations of economic theory and policy. From this theoretical framework, the Inflation Targets Regime is analyzed, as well as its critique, through stylized facts from the period after the 2008 Crisis to the 2020 Crisis. Keynes' macroeconomics and Modern Monetary Theory are used as a theoretical framework to study of these facts and empirical evidence, especially monetary and fiscal policy. This theoretical framework is used to make a critical reading of economic policy in Brazil between 2015 and 2021, indicating and pointing out that there are alternatives to GDP stagnation, inflation (measured by the Brazilian CPI) and production factors' unemployment (idleness).

Keywords: currency; interest; inflation; monetary policy; fiscal policy.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – O Hiato do produto na economia brasileira. Índice (PIB Efetivo de 2010) e hiato do produto em percentual 41

Figura 2 – Taxa meta SELIC (% a.a.) no Brasil desde 2015 42

Figura 3 – Crescimento do PIB real; IPCA acumulado; câmbio comercial compra (média anual). 2015 até 2021 – projeção Focus (2021) 43

Figura 4 – A evolução da taxa de desocupação (2015 até agosto de 2021) 49

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Indicadores fiscais, taxa de inflação e taxa de câmbio no Brasil de 2010 a a 2020 44

INTRODUÇÃO **10**

1 Os fundamentos teóricos do Novo Consenso Macroeconômico **12**

1.1 A taxa natural de desemprego 12

1.2 A curva de Phillips 13

1.3 As expectativas adaptativas e as ilusões monetárias 14

1.4 A inflação como fenômeno monetário 15

1.5 O Regime de Metas Monetárias 16

1.6 Os novos clássicos e a revolução das expectativas racionais 18

1.6.1 A moeda superneutra 19

1.7 O Regime de Metas de Inflação e os neokeynesianos 19

2 O Novo Consenso Macroeconômico e o Regime de Metas de Inflação . 22

2.1 As equações fundamentais do NCM 22

2.2 O Regime de Metas de Inflação 23

2.3 Crise e esgotamento do Novo Consenso Macroeconômico 25

3 A Teoria Monetária Moderna: moeda, juros e inflação **29**

3.1 A moeda endógena e seu surgimento **29**

3.2 A inflação como limite **33**

4 A política monetária no Brasil atualmente e a criação de moeda em um país soberano monetariamente **38**

4.1 A crise conjuntural e sanitária no Brasil entre 2015 e 2021 ..... **40**

4.2 O contracionismo fiscal **43**

4.3 Possível saída: déficit, superávit e garantia do emprego **45**

CONSIDERAÇÕES FINAIS **49**

REFERÊNCIAS **50**

INTRODUÇÃO

O Regime de Metas de Inflação (RMI), que embasa as decisões de política econômica dos *policy makers* em grande parte do mundo, sofre com limites que ficaram claros, principalmente, após a crise de 2008 e, aliado a essa, a utilização de políticas monetárias não-convencionais, tais como *Quantitative Easing* (QE) ou flexibilização quantitativa promovida pelo Federal *Reserve* (FED).

A crise de 2008, e posteriormente a crise sanitária causada pela pandemia do COVID-19, em 2020, explicitaram como as premissas base do RMI comportam-se Grande parte dos países, como os EUA e o Brasil, viveram momentos de baixas taxas de juros e grandes estímulos monetários. As consequências desse processo contrariaram o que era previsto pela visão tradicional.

O RMI é a expressão instrumental do chamado Novo Consenso Macroeconômico (NCM, do acrônimo em inglês), repertório teórico que surgiu no final do século XXI. Variadas correntes da história do pensamento econômico compuseram esse referencial, porém para nossa análise, serão priorizadas a contribuição da escola monetarista e da escola novo clássica.

Para tal, a partir de Friedman (1956, 1968), Modenesi (2005) e Cardim et. al. (2007), serão reconstituídas as bases teóricas para o modelo monetarista, novo clássico,e do novo consenso macroeconômico. As hipóteses da moeda neutra; das expectativas racionais e da taxa natural de desemprego serão discutidas a fim de explicitar como essas compõem o referencial do NCM e do RMI.

Posteriormente, o NCM e o RMI serão analisados de maneira mais assertiva por meio de Arestis et. al. (2005) e as três equações que compõem o instrumental serão expostas. Equações essas que relacionam taxa de desemprego, expectativas, hiato do produto e inflação. O NCM será analisado criticamente a partir de uma série de textos: a partir deBlyth (2013) e Saraiva et. al. (2019), do ponto de vista conjuntural, com as limitações desse modelo; e a partir de Lara Resende (2017; 2020), Wray (1998, 2015) e Kelton (2020) pela perspectiva da *Modern Monetary Theory*, ou Teoria Monetária Moderna (MMT).

A MMT será utilizada como uma maneira descritiva a respeito de como funciona o financiamento de um Estado que emite sua própria moeda. Ao entendermos as contribuições da MMT, há uma sorte de possibilidades abertas e

novas perspectivas para a política econômica.

A partir de Serrano e Pimentel (2017) será feita a relação entre essa problemática e o Estado brasileiro; assim como a situação específica desse no período entre 2015 e 2021. Entendemos que, nesse período, há uma linha muito clara de política econômica muito embasada no NCM e na Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP).

Finalmente, a partir da MMT, será feita a crítica da visão convencional que impera no debate a respeito da situação fiscal do país. A interpretação consensual, embasada na visão do NCM será colocada em conflito com a exposição a respeito da MMT. Essa última teoria contrasta o orçamento público em relação ao orçamento privado; os déficits e os superávits entre o setor público e o setor privado. Contrasta, também, a relação de poder entre setor público e setor privado: não é o primeiro que é financiado pelo segundo, como dado no *mainstream*.

Analisaremos dados conjunturais brasileiros para, a partir disso, entendermos o porquê a perspectiva do NCM estar em crise e porque a MMT pode ser uma maneira mais assertiva para embasar a política monetária e a política fiscal do Brasil – um país com soberania monetária.

1. OS FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

Modenesi (2005, cap.3) faz uma reconstrução das raízes do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) e vai buscar nos Monetaristas - liderados por Milton Friedman e nos Novos Clássicos - liderados por Robert Lucas Jr. - as principais influências desta abordagem da teoria e política macroeconômica.

1.1. A taxa natural de desemprego

Nos monetaristas, segundo Modenesi, a questão fundamental é a taxa natural de desemprego. Essa, segundo Friedman (1968), é taxa de desemprego que equilibra o mercado de trabalho – entre os agentes que ofertam trabalho e os que demandam trabalho -, isto é, o ponto ótimo onde os agentes estão maximizando suas funções utilidade. A formação dessa se dá por fatores estruturais e institucionais de cada país – ou seja, fatores reais – e, na ausência de intervenções de política econômica, a taxa de desemprego se iguala a ela. Temos aí a tradição *wickselliana*[1] de usar o termo "natural" como no sentido de estrutural e institucional em contraposição ao cenário de intervenções monetárias – não naturais. (FRIEDMAN, 1968; MODENESI, 2005)

A taxa natural de desemprego é composta pelo chamado desemprego voluntário e o desemprego friccional. O desemprego voluntário ocorre quando o trabalhador acha mais vantajoso gastar suas horas no lazer do que em uma ocupação: o salário tem um nível de utilidade menor em relação ao lazer. O desemprego friccional ocorre no momento em que um indivíduo está "entre empregos", ou seja, mudando de um para outro novo. Há diversas questões em um processo de mudança de ocupação: questões de processo seletivo, períodos de decisão, e até mesmo a mobilidade geográfica de uma mudança de estado ou município. Todas essas questões intermediárias que naturalmente causam um hiato entre um desligamento e uma contratação compõem o desemprego friccional. (CARDIM DE CARVALHO et. al., 2007, cap.9)

A taxa de desemprego natural é, de um ponto de vista microeconômico, um

[1] Knut Wicksell (1851-1926). O autor entende como "naturais" fenômenos que eram resultantes de processos institucionais. A taxa de juros natural, para o autor, era o ponto de equilíbrio no longo prazo. Adam Smith (1726-1790) já entendia os fenômenos econômicos da primeira revolução industrial como "naturais", inclusive a remuneração de cada fator produtivo.

ponto ótimo, no qual os agentes e as empresas estão maximizando suas utilidades, tal como na teoria neoclássica tradicional. Sem intervenções de ordem monetária, a taxa de desemprego da economia converge para a taxa natural. Ou seja, intervenções monetárias no sentido de alterar o nível de atividade são indesejadas, visto que o ponto ótimo é resultado da ausência de intervenções de ordem monetária, as quais provocariam “distúrbios monetários” na visão monetarista. (CARDIM DE CARVALHO et. al., 2007, cap.9)

Essa ideia contraria a visão dominante antecedente, inspirada na macroeconomia de John Maynard Keynes, conhecida como síntese neoclássica, a qual supõe que existe desemprego involuntário causado por falta de demanda efetiva e alocação ineficiente do mercado. As crises são vistas como resultado das falhas do sistema, da incerteza e dos *animal spirits* dos empresários, ou seja: há a suposição de instabilidade no sistema econômico e não há essa convergência para um estado de equilíbrio da taxa de desemprego (KEYNES, 1936). Essa visão vigorou no pós-guerra, principalmente na forma da teoria pós-keynesiana e de suas diversas correntes (consideradas igualmente heterodoxas) e foi substituída pela doutrina monetarista de Milton Friedman: em condições normais no mercado, não há desemprego por ineficiência desse.

O mercado é soberano, e esse ponto da taxa natural configura um equilíbrio Pareto eficiente. Se o Estado tenta diminuir a taxa de desemprego abaixo do nível natural, há inflação; se o Estado por algum motivo deseja mais desempregados, há deflação. A simples tentativa de abaixar a taxa de desemprego abaixo da taxa natural já supõe emissão de moeda, o que causa inflação.

> Em resumo, na ausência de ilusão monetária, o nível de desemprego se iguala à taxa natural. Caso a inflação supere as expectativas, o nível de desemprego se reduz abaixo de sua taxa natural. Se a inflação ficar abaixo das expectativas, o nível de desemprego corrente oscila em torno da taxa natural de desemprego; e as flutuações econômicas resultam de erros expectacionais, decorrentes da criação de inflação-surpresa por parte das autoridades monetárias. (MODENESI, 2005, p.65)

1.2. A Curva de Phillips

Esse *trade-off* entre inflação e desemprego foi apresentado inicialmente por William Phillips (1958). Phillips observou uma relação inversa entre os salários nominais W e o nível de desemprego u. Isso perdeu credibilidade ao longo do tempo

pelo fato dessa relação empírica não ter tanta sustentação – parecia ser um caso singular da história britânica. A equação 01 abaixo expressa o *trade-off* identificado, originalmente, por Phillips:

$$W = f(u) \quad (01)$$

Sendo que W representa os salários nominais e u a taxa de desemprego ao longo do de certo período

Porém, essa relação foi aprofundada e incrementada empiricamente por Milton Friedman (1968). O autor deu origem à chamada “curva de Phillips aceleracionista”. E no seu modelo, a relação entre desemprego e inflação dos salários nominais foi substituída pelo índice de preços da economia (taxa de inflação) e a taxa natural de desemprego. Além disso, foi incluído o componente das expectativas de inflação, visto que essas impactam tanto o nível de preços quanto o nível de emprego nesse modelo.

$$P_t = a(u_n - u_t) + P_t^e \quad (02)$$

Sendo P_t o nível de preços da economia, u_n a taxa natural de desemprego, u_t a taxa de desemprego corrente nessa economia, e P_t^e as expectativas de inflação futura.

Para Friedman, essa relação é uma tendência de curto prazo que não pode ser mantida no longo prazo – não se pode confundir alta taxa de inflação com taxa crescente de inflação:

> To state this conclusion differently, there is always a temporary trade-off trade-off between inflation and unemployment; there is no permanent trade-off. The temporary trade-off comes not from inflation per se, but from unanticipated inflation, which generally means, from a rising rate of inflation. The widespread belief that there is a permanent trade-off is a sophisticated version of the confusion between "high" and "rising" that we all recognize in simpler forms. A rising rate of inflation may reduce unemployment, a high rate will not. (FRIEDMAN, 1968, p.11)

1.3. As expectativas adaptativas e as ilusões monetárias

Friedman (1968) revela, também, que esse *trade-off* vem da inflação que não pôde ser antecipada pelos agentes. Isso ocorre por conta de outro pressuposto do modelo monetarista: as expectativas adaptativas. A “hipótese das expectativas adaptativas” diz que os agentes formam suas expectativas baseados em informações e experiências do passado. É a formação *backward looking* das expectativas. Não é a informação imediata que forma as expectativas e direciona as decisões, e sim as

informações de experiências passadas.

Pelo fato de os agentes formarem suas expectativas baseados no passado, e não nas informações disponíveis no presente, é possível que haja surpresas nesse percurso expectacional. Em um cenário de estabilidade das expectativas, se há emissão de moeda de forma não transparente, os agentes podem interpretar isso como um aumento dos salários reais; porém, dado que o nível de preços está maior, pelo fato do estoque monetário ter aumentado, o aumento nos salários só ocorreu de forma nominal.

Essa percepção equivocada dos agentes (notadamente, os trabalhadores) leva a uma maior oferta de trabalho por parte dos mesmos, e então a taxa de desemprego fica abaixo da taxa natural. Esse processo é chamado de ilusão monetária. Porém, esse processo não pode ser mantido no longo prazo, a não ser que ocorram ilusões monetárias em sequência; e isso é improvável, tendo em vista que os agentes se adaptam e aprendem com seus erros. No fim das contas essa elevação do nível de emprego só se dá no curto prazo, enquanto no longo prazo o desemprego oscila de volta para sua taxa natural e o nível de preços fica num patamar maior – resultando em inflação.

Em suma, essa elevação do estoque de moeda leva a uma diminuição no curto prazo do nível de desemprego, que em um cenário de estabilidade estava em seu nível da taxa natural. Entretanto, se os *policy makers* visarem essa elevação de curto prazo, a fim de estimular o produto e o emprego, terão de surpreender os agentes com um nível de expansão monetária cada vez maior, visto que esses aprendem com os erros e os níveis de estoque de moeda do passado. Aí reside um incentivo perverso para a emissão cada vez maior de moeda para alcançar objetivos de curto prazo que não podem ser mantidos – já que a economia sempre converge para seu nível de emprego natural. No fim das contas, existe uma diminuição do bem-estar geral, visto que o nível de preços está maior, e o nível de emprego inalterado.

1.4. A inflação como fenômeno monetário

A inflação é, portanto, um fenômeno monetário, ela tem suas raízes em uma maior quantidade de moeda circulando na sociedade. Friedman (1956) formalizou isso com uma retomada da teoria quantitativa da moeda, que tem a seguinte equação:

$$MV = PT \text{ (03)}$$

Sendo a base monetária M, a velocidade de circulação V, o preço das transações, P, e T o total dessas transações.

Com a velocidade de circulação constante, e a demanda de moeda dependendo da renda permanente – que é a renda em uma perspectiva de longo prazo dos agentes -, esses fatores ficam relativamente estáveis. A instabilidade de preços, portanto, é causada pelo fator monetário; e a inflação é vista puramente como um fenômeno monetário, causada pela oferta de moeda acima do que a economia demanda. (MODENESI, 2005, p.84-88)

Friedman tinha isso claro como uma relação empírica e de causalidade na economia, ou seja, as variações na base monetária têm influência direta nos níveis de preços:

> ...there is perhaps no other empirical relation in economics that has been observed to recur so uniformly under so wide a variety of circumstances as the relation between substantial changes over short periods in the stock of money and in prices; the one is invariably linked with the other and is in the same direction; this uniformity is, I suspect, of the same order as many of the uniformities that form the basis of the physical sciences. (FRIEDMAN, 1956, p.20)

1.5. O Regime de Metas Monetárias

Visto que o nível de emprego converge para seu nível natural, ou seja, não é possível que o Estado consiga a manutenção do nível de desemprego abaixo da sua taxa natural após uma situação de ilusão monetária - que só tem efeitos no curto prazo – não há espaço, dentro do modelo monetarista, para políticas estatais que visem combater o desemprego ou incitar o crescimento econômico pela via da emissão monetária. A política monetária ganha o papel principal – o da estabilidade de preços – e a política fiscal fica completamente subjugada à primeira.

Para a política monetária “estabelece-se como regra uma meta da expansão da base monetária (ou para os meios de pagamento) igual à taxa de crescimento do produto interno bruto (“PIB”), como descreve Modenesi (2005) a respeito de Milton Friedman (1968). A oferta de moeda tem de acompanhar a demanda agregada; se há descolamento entre esses dois componentes, haverá instabilidade de preços: se há muita (pouca) oferta de moeda para uma dada demanda, há inflação (deflação).

A ideia de Friedman é que a evolução na oferta de moeda siga precisamente

a evolução da demanda agregada. É o chamado Regime de Metas Monetárias; no qual a autoridade monetária, o Banco Central, visa aumentar a base monetária na mesma proporção do PIB. É um regime que foi adotado em vários países na década de 70 e baseia-se na ideia de que a política monetária tem de ser feita por meio de metas rígidas e bem claras ao público que tenham como objetivo central a estabilidade de preços. Políticas discricionárias e com objetivos de mudar algum agregado além do que o mercado comporta não têm espaço. (FRIEDMAN, 1968; MODENESI, 2005)

As políticas discricionárias, isto é, aquelas sem regras e que seguem objetivos deliberados pelos *policy makers*, não tem validade porque a moeda é neutra para os monetaristas do tipo I (Friedman e a escola de Chicago): ela não afeta as variáveis reais da economia, pois trata-se de um simples meio de pagamento – um ativo como qualquer outro, que está sujeito a lei da oferta e demanda -, e os preços são considerados altamente flexíveis. Além disso, essas têm problemas de inconsistência temporal, ou seja, demoram para ter seus efeitos na economia:

> The reason for the propensity to overreact seems clear: the failure of monetary authorities to allow for the delay between their actions and the subsequent effects on the economy. **They tend to determine their actions by today's conditions-but their actions will affect the economy only six or nine or twelve or fifteen months later.** Hence they feel impelled to step on the brake, or the accelerator, as the case may be, too hard. (FRIEDMAN, 1968, p.16. grifo nosso)

A economia não deixa muita margem para ação dos *policy makers* no longo prazo muito em função dos preços serem altamente flexíveis, como vimos. Mesmo que ocorra uma ilusão monetária, a correção vem por meio do mecanismo de preços – gerando inflação, por exemplo. Por mais que no curto prazo os preços tenham um certo atraso (*delay*), eles são altamente flexíveis, porque a moeda é entendida enquanto um ativo como qualquer outro – que tem um preço definido por sua escassez e sua procura. (FRIEDMAN, 1956, 1968)

O fato de os preços serem altamente flexíveis e o fato da emissão monetária não afetar as variáveis reais – produto, renda, emprego, entre outras - de uma economia, levou os monetaristas a ficarem conhecidos pelo conceito da neutralidade da moeda. Neutro, nesse sentido, quer dizer que a moeda é algo que não interfere nas variáveis reais; não consegue causar mais do que distorções nos preços – não consegue aumentar o nível de emprego, por exemplo -; mesmo que no curto prazo essa neutralidade não seja tão certa no próprio modelo – vide as ilusões monetárias.

1.6. Os novos clássicos e a revolução das expectativas racionais

A partir dessas ideias é que surgem os monetaristas do tipo II liderados por Robert Lucas, como denomina Modenesi (2005, p.139), seguindo a classificação de James Tobin. Esses, que também ficaram conhecidos como novos-clássicos, herdam uma série de questões da tradição monetarista original: com destaque para a taxa natural de desemprego, a flexibilidade dos preços, a neutralidade da moeda, e a interpretação do processo inflacionário como sendo de origem estritamente monetária. Os monetaristas do tipo II veem o mercado com preços altamente flexíveis tanto no curto quanto no longo prazo, dessa forma o mercado sempre tende a se equilibrar, tendo a taxa natural de desemprego como seu ponto máximo de equilíbrio e maximização das utilidades – de forma semelhante ao que pensavam os monetaristas.

Uma das diferenças mais fundamentais para o seu pensamento reside na questão das expectativas. As expectativas são racionais para a teoria novo-clássica: os agentes, com toda a informação disponível no momento, tomam a decisão mais correta ou ótima para maximizarem sua utilidade no momento da decisão. Os agentes usam as informações disponíveis para a tomada de decisão, além das informações do passado – como no modelo monetarista. John Muth (1981) foi o precursor da revolucionária hipótese das expectativas racionais, e formalizou matematicamente a ideia de que as expectativas subjetivas dos agentes a respeito de uma certa variável coincidem com a esperança matemática objetiva dessa variável. (MODENESI, 2005)

Os agentes utilizam toda a informação que têm disponível a respeito do passado e do presente para formarem suas expectativas. Esse modelo de formação expectacional não apenas descreve o funcionamento correto da economia, mas também é compartilhado igualmente por todos os agentes. Como o ambiente de informação não é completo – com variáveis que ainda podem ser introduzidas -, é possível e natural que aconteçam erros; porém esses erros são incorporados no futuro pelos agentes nas suas futuras formações de expectativas. Logo, a esperança matemática do erro é zero na formação das expectativas de acordo com a racionalidade da teoria novo-clássica.

A informação, como vimos, não é completa, porém, é simétrica – todos os agentes têm acesso a essa informação igualmente. Ou seja: na média, as expectativas coincidem com a realidade; com essas variáveis que induzem ao erro sendo incorporadas como erros aleatórios pelo modelo.

$$P_t^e = P_t + e \quad (04)$$

Com P_t^e sendo o nível de preços esperado, P_t sendo o nível de preços, e e a variável erro.

1.6.1. A moeda superneutra

Nessa linha, a moeda tem uma exacerbação no seu caráter neutro: é "superneutra". Tanto no curto quanto no longo prazo os preços são altamente flexíveis, logo uma emissão de moeda logo já é absorvida pelos preços, sem impacto em variáveis reais. Isso acontece porque os agentes entendem a relação da emissão de moeda para a transmissão de preços, e logo que reagem aumentando salários e preços – isso não quer dizer necessariamente que os agentes conheçam as razões econômicas para tal, mas conhecem as causas e consequências. Nesse sentido, espera-se que, na média, o erro seja nulo no processo de formação das expectativas, i.e, os agentes podem não conhecer o futuro, mas, com toda certeza, conhecem qual é o modelo que descreve a economia corretamente e, assim, formam as suas expectativas (racionalmente) com base no modelo "certo" e conhecido igualmente por todos.

É muito improvável a ocorrência de fenômenos como as ilusões monetárias, diferente do que pensava Friedman – monetarismo do tipo I -, e não há a possibilidade de haver ilusões monetárias sucessivamente ao longo do tempo, dado que os agentes aprendem a evitá-las. Dessa forma, toda tentativa de elevar o emprego além de sua taxa natural será inócua e terá, forçosamente, um viés inflacionário claro.

> As hipóteses introduzidas pelos novo-clássicos são suficientemente revolucionárias e têm algumas implicações radicalmente distintas dos resultados previstos pelo monetarismo tipo I. Enfim, algumas qualificações devem ser feitas quanto às semelhanças entre a teoria de Friedman e a de Lucas. A combinação das hipóteses da taxa natural de desemprego e dos postulados que explicam o comportamento da oferta agregada gera dois principais resultados do modelo novo-clássico: (i) a proposição de ineficácia da política monetária (*policy ineffectiveness proposition*); e (ii) a inconsistência temporal (ou dinâmica) da política monetária e o viés inflacionário. Esses resultados estão intimamente relacionados entre si [...] (MODENESI, 2005, p.158)

1.7. O Regime de Metas de Inflação e os neokeynesianos

Dessa forma, a proposição de política econômica dos monetaristas do tipo II é diferente da proposição monetarista de Friedman. Esses defendem o Regime

Monetário de Metas de Inflação, com um Banco Central sólido, idôneo e, principalmente, independente de interesses políticos, capaz de fazer uma comunicação assertiva com os agentes a respeito da emissão de moeda e das expectativas de inflação. A política monetária deve ser ditada por regras e sem espaço para discricionariedade, visto que políticas visando estimular a demanda e o emprego forçosamente são ineficientes, visto que a moeda é superneutra - as políticas resultarão em inflação, já que não há *trade-off* entre desemprego e inflação.

Políticas discricionárias e não ditadas por regras não são benéficas para a sociedade, visto que têm viés inflacionário - pelo fato da flexibilidade dos preços e da eficiência do mercado - e além disso tem questões temporais entre a sua elaboração, aplicação e seus efeitos - inconsistência temporal. Então é precisamente isso que resta no âmbito da política econômica: ela deve ser ditada por regras muito claras e com transparência na sua condução, visto que os agentes têm de fazer suas decisões baseados nas informações que têm disponível - então essa informação tem de ser de fácil acesso e compreensão. A ideia, em suas bases, é simplesmente assegurar um ambiente com estabilidade de preços para a tomada de decisão por parte dos agentes, que dessa forma maximizam suas utilidades e consequentemente a utilidade do todo; um ambiente com políticas discricionárias que têm viés inflacionário deprimem a utilidade do todo uma vez que os preços relativos são distorcidos - e dessa forma a informação é distorcida, fazendo com que as melhores decisões não sejam efetivamente tomadas.

A diferença entre as proposições dos monetaristas e dos novos clássicos reside justamente nas diferenças na visão das expectativas em seus modelos: uma vez que a questão central para os novos clássicos são as expectativas racionais, é central a necessidade de coordenação dessas expectativas, visto que o movimento dos preços é dado por elas. Vem daí a importância do banco central independente coordenando as metas de inflação de forma transparente. Em um ambiente estável, as expectativas vão sendo paulatinamente coordenadas a fim de atingir a estabilidade de preços. O viés inflacionário vem justamente do oposto disso: a ruptura das expectativas a fim de tentar influenciar variáveis reais.

O objetivo final nos monetaristas é precisamente o mesmo: a estabilidade de preços. Porém, para atingi-lo o meio é outro: as metas monetárias revelam que para os monetaristas a questão central é realmente tomar as rédeas da emissão de moeda. A emissão de moeda tem de estar precisamente alinhada com a demanda por

ela – visto que a moeda é um bem como qualquer outro, que se ofertado em demasia perde seu valor. A independência do Banco Central também é importante, mas esse Banco Central terá atuação menos nas expectativas e mais na base monetária. (MODENESI, 2005)

Além disso, o Regime de Metas de Inflação também está ligado à teoria neokeynesiana. Os economistas dessa escola do final do século XX deram seguimento nesse debate iniciado pelos monetaristas e pelos novos clássicos; porém introduziram alguns preceitos que vinham das ideias keynesianas, como a ideia da incerteza, da imperfeição do mercado e da assimetria de informação.

É uma corrente do pensamento econômico que vai de encontro às ideias novo clássicas, visto que o mercado intrinsicamente não leva a uma equilíbrio pareto eficiente; porém os neokeynesianos ainda repousam na ideia de que o Estado deve agir somente para salvaguardar os interesses da iniciativa privada; e a proposição continua sendo o Regime de Metas de Inflação como instrumental para a política econômica.

2. O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

A proposição do Modelo de Metas de Inflação consolidou-se com o debate neokeynesiano, e logo tornou-se consenso entre vários países - incluindo o Brasil. O Regime de Metas Monetárias foi testado nos anos de 1970, porém não teve bons resultados,porque ficou claro que era muito difícil controlar a base monetária; além do fato da velocidade de circulação da moeda ser altamente instável. (MODENESI, 2005)

2.1. As equações fundamentais do NCM

Arestis et. al. (2005) retrata os principais postulados e premissas do consenso na macroeconomia que se solidificou a partir do fim dos anos 80, o chamado Novo Consenso Macroeconômico. Esse conjunto de premissas que virou consenso no debate econômico é descrito por três equações, e essas balizam o Modelo de Metas de Inflação.

$$Y_t^g + a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t\left(Y_{t+1}^g\right) - a_3[R_t - E_t(P_{t+1})] + s_1 \quad (5.1)$$

$$p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + s_2 \quad (5.2)$$

$$R_t = (1 - c_3)\left[RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2(p_{t-1} - p^T)\right] + c_3 R_{t-1} + s_3 \quad (5.3)$$

A primeira trata do hiato do produto - que é a diferença entre o produto real de uma economia e o produto natural dessa, ou seja, é a variável que mostra o quanto a demanda está aquecida, distante de seu patamar não inflacionário - sendo determinado pela expectativa de hiato do produto futura, o hiato do produto passado e a taxa de juros. A segunda equação é uma curva de Phillips com a inflação sendo determinada pela expectativa de inflação futura e o hiato do produto. E a terceira equação é a chamada regra de Taylor, que é uma regra para a condução da política monetária que relaciona a taxa de juros com a expectativa de inflação futura, o hiato do produto e o desvio da inflação da sua meta.

Fica claro, portanto, que a inflação é um fenômeno causado pelas expectativas e pelo hiato do produto; e o único instrumento proposto para combatê-la é a taxa de juros, que serve como um desestimulante da demanda agregada.

Existe um *trade-off* entre inflação e desemprego - e além disso existe uma taxa natural de desemprego, que deve ser preservada para fins de estabilidade. Política que têm como objetivo elevar o nível de renda e emprego são inócuas, visto que a moeda não afeta as variáveis reais no longo prazo. E caso os *policy makers* tentem surpreender as agentes com política discricionárias surpresas, isso trará desconfiança por parte dos agentes em relação aos que elaboram as políticas.

2.2. O Regime de Metas de Inflação

A solução para os problemas apresentados anteriormente é, portanto, a elaboração de políticas delimitadas com regras bem estabelecidas que visem somente a estabilidade, como o Regime de Metas de Inflação. Visto que somente a iniciativa privada consegue estimular variáveis reais, resta à iniciativa pública manter um ambiente estável e saudável que dê confiança e tranquilidade para os agentes, firmas e famílias estabelecerem suas relações. Eis o papel da política monetária:

> Monetary policy is the determinant of the rate of inflation through the effect of the interest rate on demand and on expectations, and in the long run the inflation rate is the only macroeconomic variable that monetary policy can affect. Monetary policy cannot affect economic activity, for example output, employment and so on, in the long run. The achievement of the longrun objective of price stability should take place at a minimum cost in terms of the output gap (deviation of actual from potential output) and deviations of inflation from its target". (ARESTIS et. al., 2005, p.10)

Para tal, no Regime de Metas de Inflação, é estabelecida uma meta para a evolução dos preços - que em geral é representado por algum índice geral de preços, no caso do Brasil, o IPCA - e os diretores do Banco Central do Brasil e membros do Comitê de Política Monetária (COPOM) utilizam a taxa de juros a fim de atingir essa meta de inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

No momento que os preços estão evoluindo de forma indesejada, a taxa de juros é alterada a fim de impactar a demanda agregada e ancorar as expectativas.Se os integrantes do COPOM enxergam pressões altistas sobre os preços, agem coma elevação da taxa de juros; e caso entendam que a inflação está em níveis baixos, agem em com um corte de juros.

A taxa de juros é esse instrumento para impactar o nível de preços uma vez que impacta diretamente a demanda agregada – segundo essa visão do chamado Novo Consenso Macroeconômico. Elevações da taxa de juros tendem a deprimir a demanda agregada, enquanto cortes na taxa de juros tendem a estimular a demanda

agregada. (ARESTIS et. al., 2005; MODENESI, 2005)

Existem várias maneiras de entender esse mecanismo. A tradicional interpretação keynesiana é um deles: a taxa de juros é comparada pelo empresário com a eficiência marginal do capital no momento de investir. Ou seja, com a taxa de juros alta, em geral os investimentos são desestimulados, e em consequência o produto também, visto que o investimento é um dos componentes do produto – inclusive o componente autônomo, segundo essa escola.

Outro canal é a maneira monetarista de ver a questão: quando a taxa de juros aumenta, a moeda, que é um bem substituível, é preterida em relação aos títulos públicos. Visto que essa liquidez foi drenada para os títulos, a quantidade de moeda na economia diminui, fazendo com que seu valor aumente.

A interpretação do NCM repousa na ideia de que a taxa de juros impacta o hiato do produto uma vez que elevações dos juros levam a alterações intertemporais no consumo, e dessa forma ela deprime o produto no curto prazo. Essa interpretação reforça, mais uma vez, a neutralidade da moeda no longo prazo, visto que o consumo é substituído por um período de tempo. (SARAIVA et. al. , 2019)

A questão é mais complexa que isso, e Arestis (2005) faz algumas críticas a essa relação delimitada de forma tão pétrea no NCM. Os autores dessa linha, por exemplo, não cogitam que as maiores taxas de juros levam a um maior custo do financiamento que pode ser repassado para a sociedade levando a uma inflação de custos. (ARESTIS et. al, 2005)

No quesito operacional a questão da taxa de juros é bem simples no Modelo de Metas de Inflação, a definição dela segue a chamada regra de Taylor. Basicamente a taxa de juros depende do nível de preços atual e do esperado; da taxa de juros de equilíbrio e do hiato do produto. O principal instrumento para controlar a inflação - medida pelo produto e pelos preços - é a taxa de juros, no Brasil denominada como SELIC. Caso a inflação esteja acima da meta, são feitas elevações até a estabilização dessa; caso esteja abaixo da meta, são feitos corte até a remada dos níveis esperados de inflação. Essas elevações ou cortes são feitos em uma proporção maior do que o nível de desequilíbrio do nível de preços.

Além disso, outra via importante de estabilização dos preços no Regime de Metas de Inflação é a questão da coordenação das expectativas. O Banco Central, por meio das alterações na taxa de juros e da comunicação com o público, dá indícios de qual trajetória espera para os preços. Em um ambiente de transparência

institucional e credibilidade da do Banco Central, as expectativas dos agentes convergem para a expectativa da autoridade monetária a respeito da inflação.

2.3. Crise e esgotamento do Novo Consenso Macroeconômico

Em suma, essas ideias, que deram origem ao regime de metas de inflação, repousam na ideia que a política monetária tem limites muito bem delimitados – dada a natureza da moeda e das expectativas dos indivíduos. Os limites ficam ainda menores para a política fiscal, que fica completamente subjugada à política monetária. (ARESTIS et. al, 2005; LOPREATO, 2006)

Todavia, como mostra ampla bibliografia, o NCM também tem limites muito definidos. Diversos autores como Wray (1998, 2015), Lara Resende (2017, 2020) e Arestis (2005) alertam para os limites desse modelo, no que diz respeito aos limites que ele impõe à política fiscal, à interpretação do conceito de moeda que ele tem como fundamento, e à simplificação que há na relação entre taxa de juros e inflação.

No início dos anos de 1990, já havia uma via ainda mais peculiar da política fiscal. A denominada Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP) de Eric Leeper, Christopher Sims e Michael Woodford, desenvolvida na primeira metade da década de 1990, entendia que todo gasto estatal é causador de inflação e inócuo em termos reais. Essa ideia é herdeira de elementos da equivalência ricardiana e da tradição Novo Clássica. A moeda é neutra, as expectativas são racionais, e elevações no gasto público são logo entendidas pelos agentes, que interpretam que o Estado será obrigado a aumentar os impostos ou emitir moeda no futuro, para cobrir o suposto gasto deficitário. (WOODFORD, 1994)

O desequilíbrio orçamentário estatal é o elemento chave para o processo inflacionário: se o Estado gastar mais do que arrecada, haverá emissão monetária que por si só é causadora de inflação. Além disso, os agentes entendem essa emissão monetária por parte do Estado como causadora de inflação e de aumentos na taxa de juros; e não ofertam mais trabalho, tampouco aumentam a produção: a emissão é inócua em termos reais.

Além disso, há outra interpretação do mecanismo da taxa de juros: a taxa de juros é o elemento que onera a dívida pública após o seu resultado primário. Ou seja, se a taxa de juros aumenta, a dívida do Estado aumenta, o que faz com que a inflação aumente também: a inflação anda na mesma direção da taxa de juros. Em suma, a taxa de juros deixa de ser um elemento deflacionário –como estava descrito

na regra de Taylor -, transforma-se em um elemento inflacionário.

Outro elemento que pode contribuir com esse fator é o fato de elevações nos juros indicarem um processo inflacionário para os agentes. Visto que os agentes estão familiarizados com a ideia de que essa taxa é um elemento de controle da inflação. Logo, elevações na taxa de juros podem levar a maiores expectativas de inflação que podem levar, com efeito, a uma maior inflação. (LARA-RESENDE, 2017)

Esse argumento da mudança do caráter da taxa de juros nunca teve boa aderência na academia e na opinião pública. Parecia óbvio que a taxa de juros era um instrumento deflacionário, e foi usada para esse fim durante o final do século XX e início do XXI.

O Modelo de Metas de Inflação teve boa aderência e efetividade na maioria dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. No Brasil não foi diferente, e desde o final dos anos noventa até os dias de hoje o MMI é a referência de política monetária. Porém, principalmente desde a grande recessão de 2008-2009, esse regime teve suas premissas enfraquecidas de forma muito clara.

A experiência do *Quantitative Easing*, processo que ficou conhecido assim pelo fato de países, principalmente os EUA, terem adotado políticas monetárias, com o balanço dos Bancos Centrais aumentando em proporções bem acima do que era esperado, a fim de ampliar a liquidez de todo o sistema econômico imediatamente, evitando mais falências, corridas bancárias e inadimplência generalizada.

Esse processo conjuntural de combate a crise econômica revelou, dentre tantas coisas, que a inflação é um fenômeno bem mais complexo do que fruto do resultado de emissões monetária e baixas taxas de juros.

Nos momentos pós crise, de baixo nível de consumo e investimento, as taxas de juros próximas a níveis de zero aliadas com a emissão monetária pela via de compra de ativos financeiros pelos bancos centrais não tiveram a capacidade de começar um processo inflacionário que era desejado pelas nações nesse contexto de depressão. Era uma situação além da descrita por Keynes como uma armadilha da liquidez[2]: quando a taxa de juros chega a níveis muito baixos, ela não tem mais como estimular o produto. O modelo de metas de inflação que era ancorado em bons embasamentos conjunturais acabava por ter contradições com a realidade.

[2] Problemática do *zero lower bound*: limite para a ação da política monetária, quando as taxas de juros ficam próximas a níveis nulos e os bancos centrais não conseguem mais estimular a demanda agregada por meio de cortes na taxa juros.

A inflação parece ser um fator que não tem uma relação muito clara com a emissão monetária, contrariando a retomada da TQM por Friedman (1956). A moeda não parece ter uma relação tão clara com o nível de preços. A base monetária, de 2008 até 2021, aumentou de forma hiperbólica, mas o mundo ainda vive um contexto de inflação baixa.

Parece ser, com efeito, o caso de a teoria econômica convencional não ter correspondência com a realidade. Existem interpretações, inclusive, que colocam a inflação como um fenômeno indeterminado, com um mesmo hiato do produto tendo diversos pontos de inflação possível. O único determinante do nível de preços é o componente expectacional. (LARA-RESENDE, 2017)

A taxa de juros, o principal instrumento da política monetária, que já tinha certa controvérsia teórica com a TFNP, começa a ter uma certa controvérsia prática: países que mantém taxas de juros em níveis reais negativos não conseguem estimular a demanda agregada e nem têm processos inflacionários relevantes em curso.

O RMI não foi capaz de prevenir a crise de 2008-2009, porque não tinha dentro de si mecanismos para regular o mercado financeiro, e nem consegue sair dessa crise com os mecanismos que tem como instrumento – como a taxa de juros.

Os artifícios de saída da crise deixaram claro dois pontos antes subentendidos: em meio a uma crise financeira o Estado tem de garantir a liquidez, porque de outra forma o sistema financeiro colapsaria, e mais do que ter de garantir, ele tem como fazê-lo, visto que o Estado tem plena capacidade de emitir sua própria moeda; e além disso deixou claro que a emissão de moeda não é, por ela mesma, uma causadora de inflação.

Mark Blyth (2013) descreve criticamente as políticas que sucederam a crise de 2008-2009: o FED – o Banco Central estadunidense – por meio da compra de ativos financeiros, salvaguardou diversos bancos que, de outra forma, entrariam em default em decorrência da crise. Esse processo levou a um endividamento estatal gigantesco, visto que havia a necessidade da compra desses ativos em troca de liquidez para os bancos privados. Ativos esses que não são do interesse dos bancos centrais: “The price of not allowing it to fail was to turn the Federal Reserve into a “bad bank” (chock-full of bad assets that were swapped for cash to keep lending going)”. (BLYTH, 2013, p.6)

Há injeção de liquidez na economia na forma de reservas bancárias pela aquisição de ativos financeiros pelo FED. As premissas de política monetária do RMI

tornam-se meramente teóricas. A economia global entra em um cenário de baixas taxas de juros, alto endividamento estatal, alto nível de desemprego e estagnação do produto.

Essa experiência foi valiosa para demonstrar que não há relação definida entre base monetária e inflação; e tampouco entre endividamento público e inflação. Os países responderam de diferentes formas às políticas do QE, até porque tem uma estrutura financeira distinta: os EUA têm o monopólio da emissão da reserva de valor internacional, o dólar; enquanto os países europeus da zona do euro estão sujeitos a um controle centralizado da emissão de sua moeda. (BLYTH, 2013, cap. 1)

O entendimento que se embasava na TQM não teve correspondência com a realidade; e tampouco as políticas do NCM foram praticadas nesse contexto, o que faz com que seja necessária uma visão crítica da questão da moeda, dos juros e da inflação; de como esses componentes relacionam-se; e de como deve ser a política monetária e fiscal de países que emitem suas próprias moedas.

3. A TEORIA MONETÁRIA MODERNA: MOEDA, JUROS E INFLAÇÃO

Nesse contexto do imperativo das Metas de Inflação e da restrição orçamentária do Estado, a Teoria Monetária Moderna surge como um contra-argumento muito poderoso e contra intuitivo: a moeda não é um simples facilitador de trocas, e não surgiu espontaneamente no mercado para esse fim; Estados soberanos que emitem suas próprias moedas não têm restrição orçamentária; a moeda definitivamente não é neutra; e esse arcabouço que compõe o Novo Consenso Macroeconômico está, de forma prática e empírica, ultrapassado; embora encontre apoio político e institucional no Brasil por meio de profissionais de diversas áreas, da mídia especializada e, por vezes, de organizações governamentais, que alardeiam para os perigos do "risco fiscal", da "insolvência", da "dominância fiscal" e, principalmente, da inflação causada por excesso de moeda proveniente do gasto público. Reforçando esse sentido, destacam-se os trabalhos de Mansueto e Salto (2016) e Giambiagi (2020); além de diversos artigos e notícias compactuando com a ideia de que o déficit público é um problema – ou *per se*.

O que nessa pespectiva desestimularia o investimento, para muitos economistas, ainda é a questão o déficit fiscal. A crise sanitária de 2020 criou a necessidade da abertura de precedentes para o uso do gasto estatal como instrumento de seguridade social; mas dessa forma, acabou elevando as taxas de juros longas de todos os títulos do Tesouro Nacional – nessa perspectiva desestimulando o investimento privado. (JÚNIOR; GIAMBIAGI, 2021)

3.1. A moeda endógena e o seu surgimento

A moeda, como coloca Wray (1998) surge na realidade como uma "criatura estatal" - nas palavras de Keynes. É a chamada abordagem cartalista da moeda:

> In the Chartalist approach, money is a creature of the state; at least in the case of modern money, examples of stateless money are hard to come by. I The state defines money as that which it accepts at public pay offices (mainly in payment of taxes). This has important policy implications. Once the state imposes a tax on its citizens, payable in a money over which it has a monopoly of issue, it can influence the value of that money by setting the conditions under which the population can obtain it. (WRAY, 1998, p.18)

A moeda é um título, um *token* que indica que o seu portador tem créditos para com o Estado; é um crédito em um sistema monetário que segue a lógica das partidas dobradas em sua essência. Wray (1998) vai buscar na antropologia

justificativas para a sua visão, e encontra diversos casos emblemáticos que mostram que a moeda surge com uma imposição do Estado em receber impostos. A visão da moeda surgindo espontaneamente como facilitadora de trocas está bem delimitada no senso-comum e na teoria econômica - por exemplo, no próprio Robert Lucas Jr. (1983), mas não tem sustentação histórica.

Existem evidências antropológicas de que pedaços de barro, no caso da Babilônia, ou talhas de madeira na Inglaterra e Europa (no inglês, *tallies*) que eram usados como registros de créditos e débitos:

> Some of the earliest records of tallies come from Babylonia, on clay shubati ('received') tablets; these indicated a quantity of grain, the word shubati, the name of the person from whom received, the name of the person by whom received, the date, and the seal of the receiver or of the king's scribe (when the king was the receiver). (WRAY, 1998, p.41)

A moeda é endógena, criada pela atividade do sistema econômico, e é essencialmente uma unidade de valor do sistema econômico que é emitida pelo Banco Central por meio das reservas bancárias. Diferente do que pensava Friedmancom seu Regime de Metas Monetárias, não é possível controlar a base monetária deuma economia complexa - e de fato essa tentativa fracassou. “A moeda é endógena,pois é o aumento da despesa agregada que força a expansão da moeda, e não a expansão da moeda que provoca o aumento da demanda agregada”. (LARA- RESENDE, 2020, p.66)

A endogeneidade da moeda significa que embora o Estado seja soberano em sua emissão, o mercado é soberano em sua demanda: a quantidade de moeda demandada pelo mercado tem de ser ofertada pelo Estado; de outra maneira a economia sofreria uma crise de iliquidez. Não é possível imaginar um cenário no qual um indivíduo vá até um banco pedir um empréstimo e o banco em questão recuse a transação por falta de reservas – ele pode, é verdade, recusar por uma questão de risco de crédito.

O desenho do sistema se dá com uma hierarquização de passivos financeiros: a moeda usada pelas famílias e empresas é um passivo dos bancos comerciais; a moeda usada pelos bancos comerciais é um passivo do banco central - que estão sujeitos a passivos governamentais. O sistema monetário contemporâneo está baseado nessa pirâmide de passivos.

O Banco Central funciona como um “*lender of last resort*”, ou seja, é a instituição que empresta dinheiro a uma certa taxa definida pelos seus comitês - taxa

de juros básica da economia - aos outros bancos; da mesma forma que esses bancos emprestam dinheiro as famílias, empresas e agentes. O Banco Central, está, portanto, no topo dessa cadeia da hierarquização dos passivos.

> "Assim como pessoas físicas, jurídicas ou governos mantêm depósitos à vista em uma instituição financeira, através da qual realizam pagamentos e recebimentos, inclusive fazendo aplicações financeiras, os bancos, de forma equivalente, possuem contas-correntes no Banco Central, através das quais recebem débitos e créditos das demais instituições financeiras, do Tesouro Nacional e do próprio Banco Central. Em outras palavras, é por este tipo de conta – chamada "conta de reservas" – que as instituições financeiras realizam operações entre si e com a autoridade monetária. " (CARDIM et al., 2007, p.181)

Os bancos comerciais têm o poder de criar base monetária simplesmente com uma "tecla em seus balanços", ou como coloca Wray (2015), com uma canetada ou teclada (do inglês, *penstroke* ou *keystroke*). Os bancos comerciais têm o banco central assim como os indivíduos tem os bancos comerciais. E há, sempre, a possibilidade de oferta dessas reservas. Porém, há uma certa necessidade definida de reservas bancária para os bancos fecharem sua atividade diária de transferência entre si.

Ele pode ter essas reservas na sua própria tesouraria e ou no seu depósito compulsório; mas se não tiver, ele terá de demandar reservas de outros bancos, no mercado interbancário, ou em última instância terá de demandar para o Banco Central. Esses saldos têm de ser administrados, como descrito:

> A princípio, os saldos positivos e negativos dos bancos são zerados de modo natural através de transações interbancárias, já que a manutenção de um saldo líquido positivo representaria um custo de oportunidade que poderia ser eliminado através da realização de empréstimos aos bancos deficitários. (CARDIM et al., 2007, p.181)

A questão colocada por Cardim e Carvalho et. al. (2007) explicita isso: não faz sentido para um banco que tem excesso de reservas fechar o dia com esse excesso. O excesso de reservas representa um custo de oportunidade, visto que o banco poderia emprestar esse dinheiro no interbancário e ser remunerado por isso. Ter reservas entesouradas não confere nenhuma segurança extra, visto que o banco pode a qualquer momento tomar reservas do "emprestador de última instância" - o Banco Central.

A taxa de juros funciona como o preço das reservas bancárias; é a taxa que os bancos pagam se precisam de reservas bancárias para fecharem seu balanço diário; e é tarefa do Banco Central fixar essa taxa e atuar para mantê-la com a venda

e recompra de títulos públicos.

Na realidade, a Teoria Monetária Moderna é antes de tudo uma descrição de como funciona o gasto do Estado que tem sua própria emissão de moeda. Em regra, gasto estatal gera injeção de moeda no sistema: gasto público é emissão de moeda; e demanda de reservas bancárias pelos bancos também é; não há qualquer controle da base monetária, uma vez que ela é uma variável endógena.

A realidade é, com efeito, contra intuitiva. O gasto dos governos antecede a receita desses por meio de impostos. Todo gasto pelo Estado, em um primeiro momento, cria base monetária. Posteriormente há a entrada de receitas por meio dos impostos ou pelo financiamento pelos títulos públicos. Mas, em suma, o governo não precisa do dinheiro dos contribuintes para gastar; na realidade são os contribuintes que precisam do dinheiro do governo para suas atividades e pagamento de impostos. (WRAY, 1998, 2015; KELTON, 2020)

Como descrevem Serrano e Pimentel (2016) para o caso brasileiro, o Tesouro e o Banco Central têm uma conta vinculada para gastos públicos. E nessa conta os gastos entram como débitos e os impostos e outras receitas como créditos. A questão que contraria o senso-comum é que os gastos são feitos antes do recebimento de impostos. Seria impossível casar completamente os gastos e receitas do governo; de forma que para gastar o governo tivesse que arrecadar antes. Então o que acontece é que, para todo débito de dívida estatal há um crédito de caixa - emissão - até que no final do exercício as contas são fechadas. As contas estatais não são semelhantes à de uma família porque o Estado tem o poder de emissão de sua própria moeda e, principalmente, pela natureza do Estado no sistema econômico e social, a qual é completamente distinta de um indivíduo ou empresa, tornando a metáfora um equívoco sociológico e político sobre a origem e natureza do Estado moderno´, na história e na atualidade.

O processo de criação e destruição de base monetária é descrito por Franklin Serrano e Kaio Pimentel como:

> Assim, quando o governo gasta, há um débito no saldo da conta única do Tesouro no Banco Central e um crédito na conta corrente de quem recebeu esse pagamento do governo. Na prática, como o BC se relaciona com os bancos comerciais, há um crédito na conta de reservas bancárias da instituição de quem recebeu o pagamento do governo. Quando o setor privado paga impostos ao governo, há o movimento contrário, um crédito no saldo da conta única do Tesouro e um débito na conta de reservas bancárias da instituição de quem está pagando impostos ao governo (DE REZENDE,2009). Sempre que há diferenças entre gastos e as receitas do

> governo, o saldo da conta única é afetado e isso impacta a base monetária. (SERRANO e PIMENTEL, 2016, p.6)

Os títulos públicos não são um instrumento para financiar gasto; e sim um instrumento que auxilia a manutenção da taxa básica de juros. Quando há (falta) excesso de reservas no sistema, há uma pressão (altista) baixista na taxa de juros, então o Banco Central tem de agir a fim de (recomprar) vender títulos para (estimular) drenar essa liquidez do mercado bancário.

Os títulos públicos são, em essência, uma maneira de criar um tipo de "dinheiro que rende juros". Isso faz com que se organize um mercado financeiro de financiamento ao redor do mercado de títulos públicos. É importante oferecer para a sociedade uma maneira de abdicação do consumo em prol do "dinheiro que rende juros". (KELTON, 2020)

Dessa forma, como descrito no texto de Serrano e Pimentel (2016), o Estado brasileiro - e outros com soberania monetária - não tem restrição monetária. É simplesmente errada a afirmação que o dinheiro pode acabar. E além disso, fica claro que a base monetária é criada e destruída - por meio de emissões reservas bancárias e impostos - diariamente em um processo endógeno e recorrente; portanto não existe controle da base monetária; e é infundada a tentativa de controlar a inflação por meio do controle da base monetária.

3.2. A inflação como limite

A inflação é, de fato, a verdadeira restrição para o gasto estatal, e não a moeda em si: o governo pode gastar até o ponto onde a economia suporta. Caso o nível de atividade chegue perto ou ultrapasse os limites da capacidade de produção da economia, e o nível de emprego já esteja próximo do pleno emprego, pode haver uma inflação de demanda, visto que a demanda estará em um nível muito alto, fazendo com que a estabilização se dê pelo mecanismo do aumento de preços. (WRAY, 1998, 2015; KELTON, 2020)

A inflação, que é objeto de estudo de André Lara Resende (2020) é um fenômeno que vem das expectativas; de uma pressão exagerada da demanda agregada; de choques de oferta e choques cambiais. Não é tão simples como "mais moeda gera mais inflação".

Ao assumirmos que o Estado não tem restrição financeira e que a inflação,

ao contrário da visão de Friedman (1956), não é um fenômeno monetário, há uma grande janela de atuação estatal pela via da política monetária e política fiscal.

Países que utilizam um arcabouço que tem como premissa um conceito de inflação ancorado na Teoria Quantitativa da Moeda, como vimos. E o único instrumento de combate à inflação torna-se a taxa de juros de curto prazo. Como a taxa pela qual os bancos pagam pelas reservas bancárias pode ser o único instrumento de combate ao processo inflacionário?

O autor mostra que a demanda agregada tem uma baixa sensibilidade à taxa de juros, que é o único instrumento que o Estado tem para atuar contra a inflação. Na verdade, a inflação tem um componente inercial muito forte que faz com que essa seja muito difícil de controlar em um momento de instabilidade. Um aumento dos juros pode até ser prejudicial por onerar muito a dívida pública:

> Quando o banco central fixa a taxa básica de juros acima da taxa de crescimento, além de comprometer a sustentabilidade da dívida pública, provoca a redução do investimento e uma queda de bem-estar. (...) o consenso não vê alternativa, considera que a taxa de juros pode ter que ficar acima da taxa de crescimento para manter a inflação sob controle. A visão cartalista da MMT compreende que o excesso de demanda deve ser necessariamente controlado através da política fiscal. (LARA RESENDE, 2020, p.89)

Diferente do RMI, a taxa de juros não é mais o instrumento para controle do nível de preços e de atividade da economia. A política fiscal, em conjunto com a política monetária, retoma protagonismo. Gastos podem estar dentro de uma estratégia anticíclica ou podem abrir espaço para os investimentos privados: são muito bem-vindos - até porque um déficit no setor público implica em um superávit do setor privado. (WRAY, 2015)

Para a MMT, a taxa de juros tem outro caráter, a inflação causas distintas e Estados soberanos em sua emissão monetária não têm restrição financeira. Todas essas questões contrariam o consenso que havia sendo praticado na economia com o NCM. Outro ponto explorado de forma diferente pela MMT é a questão tributária.

Os tributos tinham um caráter muito claro de financiar o Estado, pelas teorias que tinham com genealogia o monetarismo. É importante para a população em geral a ideia de que os contribuintes financiam o Estado, e por isso podem cobrar o Estado por seus serviços. É uma ideia que faria sentido se o orçamento estatal funcionasse como um orçamento doméstico; no qual não está dado o emissor de moeda, mas somente os que usam a moeda.

Para a MMT, os impostos têm diversas funções. A política fiscal retoma protagonismo justamente porque os gastos reencontram espaço dentro da ideia de que não necessariamente geram inflação, caso estejam dentro de um contexto que os absorva; e os impostos tem diversas funções. Funções essas primordiais para o estabelecimento do próprio conceito da moeda.

A moeda, como vimos, é uma criatura estatal que surge a partir de uma imposição do Estado por meio de impostos. Não é, como estava descrito na visão monetarista, uma intermediadora de trocas que surgiu espontaneamente. O surgimento e a aceitação de uma moeda dependem forçosamente de uma ação estatal, que é o primeiro organismo a aceita-la. O Estado cria a necessidade do trabalho e das atividades remuneradas pelo fato dos indivíduos terem de pagar seus impostos. (WRAY, 1998; KELTON, 2020)

O Estado tem interesse, principalmente, nos bens que os indivíduos estão produzindo e trocando a fim de conseguirem o montante para o pagamento dos impostos. Não é o Estado que precisa da moeda – que ele criou e tem o monopólio da produção – e sim os indivíduos que precisam da moeda para pagar seus impostos, consumir e poupar. Os impostos fizeram esse papel inicial de coordenar os esforços e atenções para essa moeda, que será aceita dentro dos limites do Estado que a emite.

Além disso, os recursos provenientes dos tributos são importantes para outra série de fatores: a questão tributária, se aplicada da maneira correta, pode contribuir para uma distribuição de renda nos moldes que o Estado almeja. Pode ser feita uma política de taxação dos mais ricos para uma equalização do nível de renda; e pode ser feita a tributação de itens que o Estado queira que haja uma diminuição do consumo – como bens prejudicais a saúde, como cigarros. (KELTON, 2020)

Uma política de reforma tributária pode ter vários determinantes e finalidades. Visto que a população de menor renda consome uma parcela maior de sua renda, uma diminuição da carga tributária para essa população pode ter um impacto maior no produto do que uma isenção na população com maior renda.

A política fiscal, portanto, torna-se um campo no qual há a necessidade de um estudo minucioso de cada componente tributário, visto que cada um desses impacta a renda de diferentes formas. O aumento da carga tributária pode servir como instrumento de combate à inflação, visto que pode levar a um desaquecimento da demanda agregada; porém, caso seja feito um aumento tributário descuidado, esse

pode levar a um aumento da inflação pelo componente dos custos – visto que os empresários podem repassar esses custos para os consumidores. (KELTON, 2020)

A MMT, então, abre um precedente poderoso de política econômica ao trazer de volta ao centro do debate público a questão fiscal. A política fiscal, desde a revolução monetarista e das expectativas racionais, tinha ficado completamente subjugada à política monetária; e a política monetária estava restrita a cortes ou elevações na taxa de juros.

Há pontos onde não há *trade-off* entre desemprego e inflação. É possível diminuir a taxa de desemprego e fazer a manutenção da taxa de inflação no mesmo período. Períodos pós crise demonstram isso, como o período pós crise de 2008. (KELTON, 2020)

Nesses pontos nos quais não há *trade-off* entre desemprego e inflação, o Estado pode atuar para diminuir o nível de desemprego e estimular a demanda agregada sem ter contrapartidas nos níveis de preços. Se há esse espaço para atuação: para empregar um número maior de indivíduos e estimular o produto; fica claro que o ponto anterior não era um ponto de maximização geral da utilidade.

A ideia do NCM, com raízes monetaristas e NC, repousava na ideia de que há um nível de desemprego natural estrutural e que há um *trade-off* permanente entre o nível de preços e a inflação; e que, no longo prazo, os efeitos reais de uma diminuição de desemprego seriam inócuos, deixando somente o nível de preços mais elevado. (MODENESI, 2005)

Para a MMT, quando há capacidade ociosa na economia, há espaço para a diminuição do desemprego sem aumento de preços. Há espaço para aumento da utilidade do todo. Há espaço, em suma, para uma elevação do bem-estar geral pela via da política econômica – como combinação entre política monetária e fiscal. As possibilidades não estavam sendo consideradas em sua total potência. (KELTON, 2020)

A política monetária e a política fiscal ganham protagonismo novamente como instrumentos capazes de impactar as variáveis da economia. Não é mais o caso de somente garantir a estabilidade de preços para, dessa forma, estabelecer um ambiente no qual os agentes possam maximizar suas utilidades: a utilidade não está no seu ponto ótimo sem a atuação do Estado. É a ideia keynesiana de falta de demanda efetiva e desemprego involuntário.

O fato do Estado poder incorrer em déficits é benéfico, visto que déficits

públicos levam a superávits privados. É necessário que o Estado incorra em déficits, principalmente em momentos e estagnação produtiva, para que o setor privado tenha possibilidade acumular superávits. A emissão de moeda – pelo Estado – sugere déficit; e esses são necessários para o setor privado poder investir e gerar um superávit privado. É uma questão, fundamentalmente, contábil.

Há um descasamento entre o que demanda o mercado e o quanto ele pode ofertar. E há capacidade ociosa de fatores como capital e trabalho que podem levar a economia a um patamar melhor para todos os indivíduos. (KELTON, 2020)

A proposição máxima e ideal para a MMT seria que o Estado garantisse o trabalho de toda a população que quisesse trabalhar, numa política que levaria a sociedade ao pleno emprego. O Estado ofereceria um salário base mínimo para que os agentes prestassem serviços básicos para ele. Os salários oferecidos nas demais atividades do setor privado seriam esse salário base com algum prêmio adicionado; da mesma forma que os títulos públicos têm um rendimento que serve como base para todo mercado financeiro, e os demais produtos e ativos oferecem um prêmio adicional em relação a taxa de juros.

Dessa forma, em momentos de crise, o governo contrataria os desempregados e dessa forma proporcionaria um estímulo para manter o nível da demanda agregada em um momento que ele, naturalmente, declinaria. Quando a situação caminhasse para a normalização, esses trabalhadores seriam contratados novamente para o setor privado e o ciclo econômico seria suavizado em seus momentos de expansão e recessão.

Essa política não pressionaria a inflação, visto que em momentos de crise há muita capacidade ociosa, então essa contratação de trabalhadores e o consumo desses não pressionariam a demanda agregada em relação a oferta agregada dessa economia. (KELTON, 2020; WRAY, 1998)

4. A POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL ATUALMENTE E A CRIAÇÃO DE MOEDA EM UM PAÍS SOBERANO MONETARIAMENTE

A questão de que o “dinheiro não pode simplesmente acabar” é muito mal compreendida atualmente no Brasil. Como pudemos ver, um país que emite sua própria moeda não tem restrição financeira; logo o financiamento dos seus gastos federais é independente da tributação *a priori*.

> Acreditar que o problema do gasto público está em garantir o seu financiamento é uma superstição que provoca dois tipos de equívocos igualmente perniciosos. Primeiro, acreditar que não se pode gastar sem contrapartida de receitas, mesmo quando os gastos são justificados. Segundo, acreditar que, se o financiamento está garantido, o problema foi resolvido. Enquanto o primeiro equívoco mantém o governo de mão atadas diante do desemprego, da capacidade ociosa, da deterioração da infraestrutura, da falta de saúde, de saneamento e de segurança pública, o segundo leva a crer que basta vincular receitas no orçamento para que o problema esteja solucionado. O Brasil de hoje é a combinação desses dois equívocos. (LARA RESENDE, 2020, p.120)

O modo pelo qual o sistema econômico é financiado é o equívoco fundamental para essa má compreensão. De um ponto de vista monetário, o gasto público federal é totalmente independente da tributação antes, durante ou depois; até porque não seria possível conciliar temporalmente, mesmo que os impostos não destruíssem as reservas.

É impossível haver a simultaneidade e equivalência entre os gastos e as arrecadações do Estado em uma economia complexa. Atualmente, as economias são pautadas pelo crédito e por uma complexidade financeira que nada têm relação com o financiamento de uma família. (KELTON, 2020)

A crença – sem embasamentos na realidade – que o Estado tem de financiar-se por meio dos impostos é uma narrativa que faz sentido no “senso-comum” uma vez que leva os agentes a crerem que têm um protagonismo no financiamento do Estado, mas essa ideia não encontra sustentações na realidade – todo gasto pressupõe emissão primária de moeda, e os impostos, em contrapartida, removem essa moeda de circulação posteriormente. (SERRANO; PIMENTEL, 2017)

Os fatos vão em um sentido contrário a essa visão: no Brasil, o Tesouro Nacional tem uma conta com o Banco Central na qual os seus gastos ficam registrados como débitos e os impostos como créditos; porém essa conta mantém-se deficitária a maior parte do tempo, visto essa lógica de funcionamento na qual os gastos precedem e independem da tributação, haja vista a persistência dos déficits nominais – indicando que não há falta de dinheiro mesmo com o resultado fiscal negativo.

É por conta dessa descrição do sistema que podemos concluir que o Estado brasileiro não tem restrição financeira. Ora, se o gasto vem antes da arrecadação, não é necessário que haja um financiamento *a priori* para os gastos estatais, ou seja: o dinheiro não pode, com efeito, acabar; a capacidade de gasto e emissão monetária estatal é ilimitada.

Dessa forma, os limites para o orçamento estatal não estão dentro do orçamento em si – como é o caso de uma família, um agente ou uma empresa -, e sim na lógica das consequências que o gasto desmedido pode ocasionar. Nesse sentido, a consequência mais central é a inflação. (KELTON, 2020)

A inflação nesse caso é a inflação causada pelo aquecimento da demanda acima das capacidades da economia – da oferta dos fatores de produção. É a inflação causada pelo componente do hiato do produto – que é basicamente a diferença entre o produto efetivo de uma economia e seu produto potencial. Quanto maior o hiato, maior a pressão da demanda sobre a oferta de bens; e maior a possibilidade de inflação.

Vale indicar que, até nos estudos, cuja "... base é o modelo neoclássico de crescimento, posteriormente aperfeiçoado para incluir o estoque de capital humano e a sua dinâmica", os quais permitem o cálculo dos hiatos do produto, e são desdobramentos da teoria macroeconômica convencional, existem indícios fortes de desocupação dos fatores (ou subutilização) na economia brasileira. ” (JUNIOR; GIAMBIAGI, 2020, p.12)

De acordo com os autores:

> Embora o nível de desocupação da força de trabalho tenha terminado alto em 2020, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria (ocupação do estoque de capital fixo), calculado pela FGV, avançou rapidamente com recuperação da economia no segundo semestre de 2020, atingindo 79,9% em janeiro de 2021, maior patamar desde novembro de 2014 (80,3%) e acima da média histórica do indicador. Essa dinâmica pode ser justificada pelo baixo nível de investimentos nos últimos anos, quando a depreciação do capital foi maior que o investimento bruto, resultando em uma redução da capacidade instalada – como mostrado anteriormente. Como hipóteses base para a simulação deste artigo, supõe-se que o hiato do produto fique que entre -6% e -4%, em média, em 2021. (JUNIOR; GIAMBIAGI, 2020, p.12)

A figura a seguir faz mais uma concessão à teoria macroeconômica convencional, com o intuito de demonstrar que, até mesmo nesse pensamento, já não existe o pressuposto do pleno emprego que sustenta a visão quantitativista de que a

inflação é um fenômeno monetário, isto é, um excesso de moeda procurando poucos bens numa economia fechada. Logo, as importações também não poderiam conter qualquer pressão inflacionária, pois existiria moeda demais e os preços tenderiam a subir no ritmo da escassez dos bens e serviços. (FRIEDMAN, 1956; MODENESI, 2005, BLYTH, 2013)

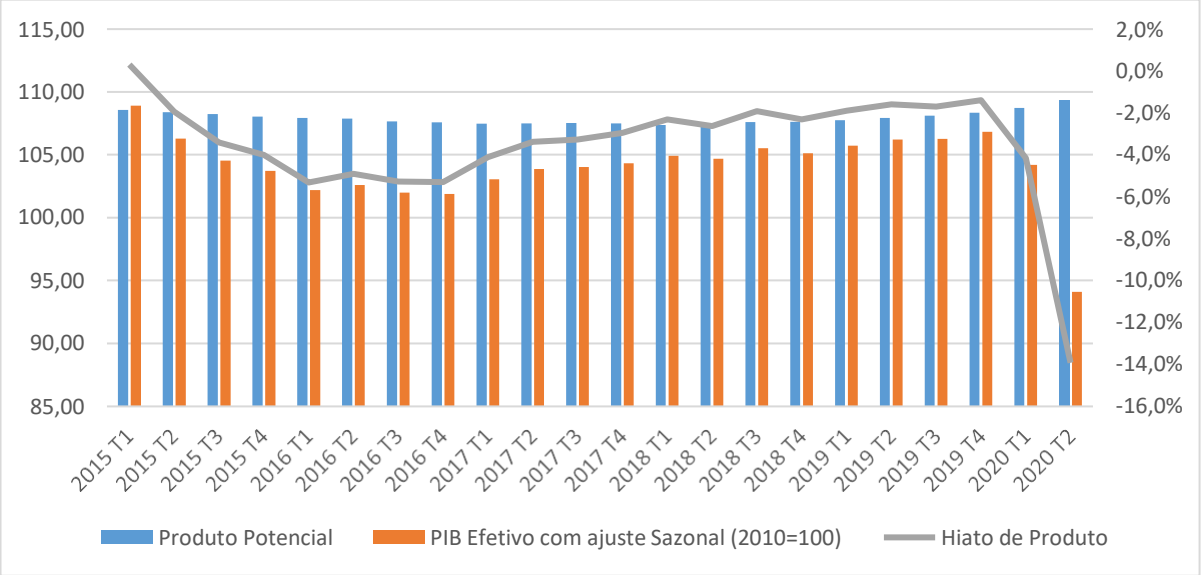

Figura 1: O hiato do produto na economia brasileira. Índice (PIB Efetivo de 2010) e hiato do produto em percentual.
Fonte: IPEA (2020); Elaboração própria (2021)

De qualquer maneira, fica evidente que a economia brasileira se encontra muito distante de produzir todos os bens e serviços que a sua capacidade permite e as pessoas precisam, tais como educação, saúde, cuidados domésticos, infraestrutura física e, principalmente, alimentos acessíveis na atual conjuntura. Há escassez real de produtos e bens; enquanto, na realidade, não há escassez de moeda e nem de capacidade para produzir grande parte desses bens internamente.

4.1 A crise conjuntural e sanitária no Brasil entre 2015 e 2021:

Nos últimos anos, no Brasil, dois movimentos interessantes aconteceram: os juros convergiram para seu patamar mínimo na história em 2% a.a. em 2020; na linha da tendência global do QE; porém aliado a isso a política fiscal foi completamente renegada, e diversos projetos e política que congelam investimentos estatais foram aprovados. Em especial destaca-se a Emenda Constitucional nº95/2016, a qual

limitou a expansão do Orçamento Geral da União por vinte anos – deixando seu crescimento atrelado somente à inflação. Essa emenda ficou conhecida como PEC do “teto de gastos”; justamente pelo fato de estabelecer um limite definido para os gastos públicos.

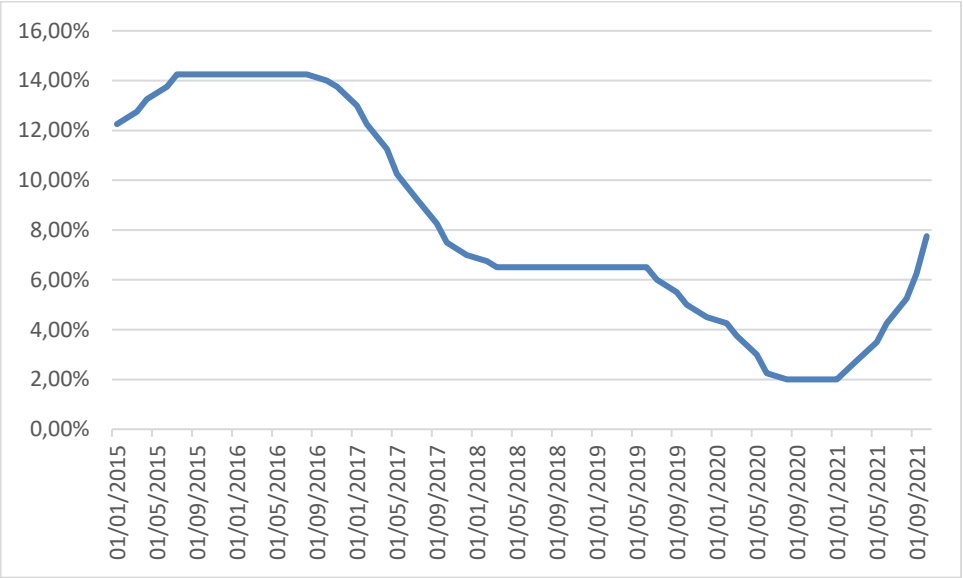

Figura 2: Taxa meta SELIC (% a.a.) no Brasil desde 2015

Fonte: BACEN (2021a)

O Brasil entra no cenário da crise sanitária causada pelo COVID-19 - a partir de meados de março de 2020 - com uma década de crescimentos anuais muito modestos ou de recessões; apesar desses estímulos monetários via diminuição da taxa de juros nominal – e taxas reais negativas. Em contrapartida, o país tem uma taxa de desemprego alta, produto estagnado e gargalos de produtividade; mesmo assim, são aprovadas a partir da segunda metade da década passada, diversas políticas que congelam investimentos estatais, na esperança de controlar os déficits públicos para, desse modo, abrir espaço para a iniciativa privada.

A tentativa de estímulo por meio da diminuição das taxas de juros e controle do orçamento público não produziu os efeitos reais esperados. No contexto da crise sanitária esses efeitos ficaram ainda mais exacerbados: houve uma grande depressão no nível do produto, e o principal instrumento para o estímulo ao consumo e ao investimento – a taxa de juros – não conseguiu exercer influência significante sobre a atividade.

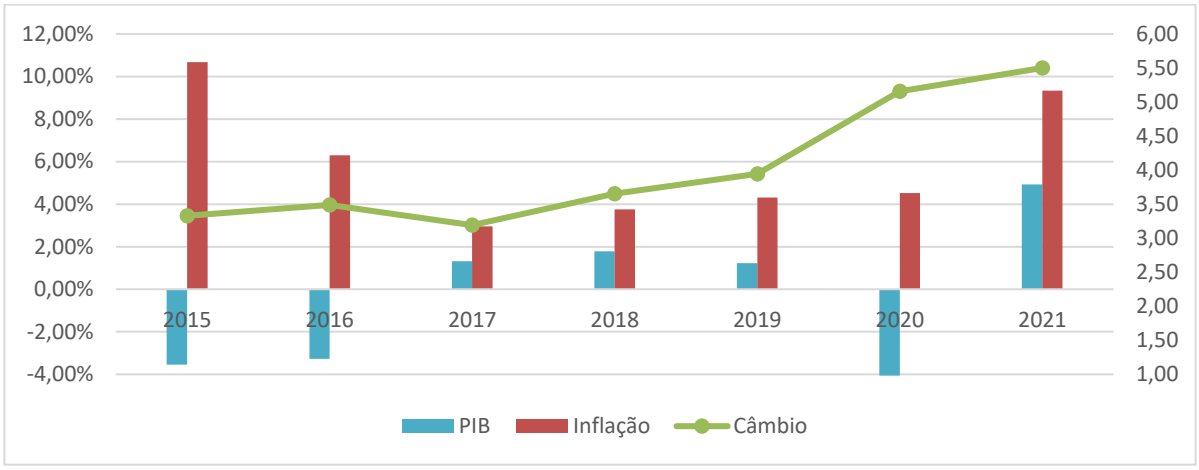

Figura 3: Crescimento do PIB real; IPCA acumulado; Câmbio comercial compra (média anual). 2015 até 2021 (projeção Focus)
Fonte: IBGE (2021ac); FOCUS (2021); BACEN (2021a)

A partir da Figura 3, podemos ver que, desde 2015, há um cenário claro de recessão e mesmo assim é sugerida, na maioria dos canais do *mainstream*, contrações de ordem fiscal. A inflação, de fato, teve picos em 2015 e novamente no ano de 2021; mas não parece ser o caso de uma inflação por sobreaquecimento da demanda – pela via do hiato do produto -, visto a trajetória de constante distância entre o produto potencial e o produto efetivo desde 2015, assim como está exposto na Figura 1.

O arcabouço instrumental do Banco Central para lidar com o hiato do produto e ao mesmo tempo o aumento da inflação é contraditório; e no fim das contas a decisão foi por aumentar a taxa de juros – para tentar controlar a inflação e o câmbio. Porém, com esse contexto, ficou renegado o estímulo ao produto. Isso reforça ainda mais os limites práticos desse modelo, conforme discutimos anteriormente: a taxa de juros é um instrumento poderoso, porém contraditório e complexo demais para ser o único instrumento do Banco Central.

Dentro da perspectiva da preocupação com as contas públicas, exposta na TFNP – que está muito presente no debate atual -, por exemplo, esse aumento da taxa de juros pode ser muito maléfico para o aumento da dívida estatal e para a dinâmica da inflação.

Porém, o Brasil vem acumulando déficits no setor público há vários anos, e juntamente com esse processo vem se instaurando um cenário de baixo crescimento e inflação controlada – com alguns picos em 2015 e em 2021, mas por questões que

parecem não estarem ligadas à demanda.

O país vem acumulando déficits primários – e quando não primários, nominais – pelo menos desde 2010, e não há nenhum mal nisso. A regra é, de fato, que o Estado atue na sua posição privilegiada de emissor de moeda nesse contexto de estagnação econômica. Tentativas de controle dos gastos públicos nesse contexto pós crise financeira de 2008 e crise sanitária do COVID-19 são inócuos e, como vamos ver, difíceis de manter: o sistema econômico demanda moeda nesses contextos, e o Estado tem de garantir essa liquidez: tem de garantir toda a liquidez que o sistema demanda.

Ano	Receita	Despesa	Res. primário	Res. nominal	IPCA acumulado (12 meses)	Câmbio (BRL/USD)
2010	20,2%	18,2%	2,0%	-1,2%	5,91%	1,76
2011	18,9%	16,8%	2,1%	-2,0%	6,50%	1,67
2012	18,7%	16,9%	1,8%	-1,3%	5,84%	1,95
2013	18,7%	17,3%	1,4%	-2,1%	5,91%	2,16
2014	17,7%	18,1%	-0,4%	-4,7%	6,41%	2,35
2015	17,4%	19,4%	-2,0%	-8,6%	10,67%	3,33
2016	17,4%	19,9%	-2,6%	-7,6%	6,29%	3,49
2017	17,5%	19,4%	-1,9%	-7,0%	2,95%	3,19
2018	17,6%	19,3%	-1,7%	-6,1%	3,75%	3,65
2019	18,2%	19,5%	-1,3%	-5,4%	4,31%	3,94
2020	16,2%	26,1%	-10,0%	-13,6%	4,52%	5,16
Set/2021	17,6%	18,9%	-1,3%	-5,4%	10,25%	5,28

Tabela 1: Indicadores fiscais, taxa de inflação e taxa de câmbio no Brasil de 2010 a 2020.

Fonte: Elaboração própria (2021); TESOURO NACIONAL (2021); BACEN (2021b); IBGE (2021a)

4.2 O contracionismo fiscal

Mesmo com esse contexto de hiato do produto, a ideia preponderante no debate econômico brasileiro ainda é a ideia de contracionismo fiscal – fazer com que o resultado do setor público se torne positivo - para equilibrar as contas públicas e inverter essa trajetória explicitada na Tabela 1.

Essa ideia do contracionismo fiscal nesse tipo de contexto, respaldada em livros como Giambiagi (2021), repousa na ideia de que o equilíbrio orçamentário é uma condição intrínseca ao crescimento econômico, a estabilidade de preços e à

própria solvência do Estado – em última instância.

O debate brasileiro, nos últimos anos, convergiu muito para a responsabilização do déficit fiscal como causador dos problemas do país. A presidente Dilma Rousseff sofre o *impeachment*, em 2016, com a justificativa de ter usado do artifício das pedaladas fiscais para fraudar a situação das contas públicas da União.

Nesses últimos anos, com episódios como esse; e posteriormente com a PEC do teto de gastos, instaurou-se um ambiente institucional completamente avesso o uso da máquina pública para intervenção nas variáveis reais da economia.

A criação do Instituto Fiscal Independente (“IFI”), no final de 2016, reflete essa preocupação de vários âmbitos da sociedade em relação à dívida pública.

Felipe Salto e Mansueto Almeida (2016), demonstram o diagnóstico que coloca a responsabilidade fiscal no centro da prioridade de política econômica do governo. Em suma, é necessário e urge o ajuste fiscal para garantir a retomada da confiança e do crescimento econômico. Nesse mesmo ano Felipe Salto integra o IFI como um de seus mais proeminentes membros.

A visão exposta em Giambiagi (2021), é semelhante e aprofundada por mais cinco anos de acúmulo de déficits: respalda-se na ideia de que o desequilíbrio orçamentário do Estado é ruim por si só. Visão que, intrinsecamente, entende que o orçamento estatal tem de obedecer às mesmas regras e diretrizes do orçamento de uma família – *household*.

Pela ótica do mercado, se o Estado atua por meio do gasto, a percepção é negativa em termos de risco, porque acredita-se que o Estado pode ter problemas de solvência; e dessa forma as taxas de juros de longo prazo sobem, forçando o Banco Central a elevar a taxa de juros. O Estado fica de mãos atadas em termos de política fiscal - e esse é um importante instrumento anticíclico que acabou sendo renegado com essa dinâmica da centralidade da política monetária. (LOPREATO, 2016)

Esse arcabouço de política monetária com elementos de várias correntes de pensamento do século passado é o modelo de metas de inflação. Ele tem como determinantes ideais fundadores monetaristas e novo clássicos. A questão da dominância da política fiscal vem da ideia de que o Estado pouco pode atuar a fim de estimular as variáveis reais do sistema econômico: política discricionárias não têm espaço por conta do seu viés inflacionário e inconsistência temporal.

Há, no debate atual, a correspondência clara entre gasto e inflação como resultado da ação estatal na economia. Essa ideia tem raízes na Teoria Quantitativa

da Moeda (Friedman, 1957) e em fatores que remetem a Teoria Fiscal do Nível de Preços (Woodford, 1994). Há o receio da quantidade de moeda gerar inflação, pelo fato da moeda ser vista como uma mercadoria qualquer, que tem um decréscimo no seu valor quando há muito oferta. E além disso, há a crença de que desequilíbrios orçamentários estatais fazem a moeda desvalorizar por efeito da percepção futura de que o Estado aumentará a taxa de juros e os impostos.

A ideia de que o equilíbrio orçamentário por si só é uma condição benéfica para o sistema econômico é resultado das escolas econômicas que exploramos nas outras seções – com sua representante mais explícita a TFNP -, e prova-se enganosa quando entendemos a questão contraditória entre superávits públicos e déficits privados; e esse tipo de medida no caso brasileiro pode aprofundar ainda mais a crise que o país vive, com várias sequências de recessões e crescimentos baixos, conforme exposto no Gráfico 3.

4.3. Possível saída: déficit, superávit e garantia do emprego:

Há um cenário claro de estagnação produtiva na década, e mesmo depois de uma década de acúmulo de déficits nominais, as ações de política econômica vão em via de uma retomada de acúmulo de superávits fiscais e controle restrito do gasto público.

O país, porém, não está em um contexto de demanda aquecida, no qual gastos estatais poderiam estimular a demanda acima da capacidade da economia doméstica, levando à inflação.

Dessa forma, é possível – e indispensável -, dentro das perspectivas da MMT, que o gasto público – por meio da emissão de moeda – seja usado para fins de política anticíclica.

É completamente infundado, dentro dessa perspectiva, o medo de que o gasto público possa gerar inflação nesse contexto, uma vez que o setor privado está completamente cercado de capacidade ociosa – hiato do produto - e incerteza: a iniciativa privada precisa que o Estado incorra em déficits para conseguir acumular um maior superávit e dessa forma encadear um crescimento do investimento privadoe do consumo. Posteriormente, quando o investimento privado e o consumo estiveremem níveis maiores, o gasto público seria tirado de cena, para dessa forma acomodar a demanda agregada em um nível que não pressione os preços.

A visão exposta em Giambiagi (2021) e em Salto e Mansueto (2016)

respalda-se na ideia de que o desequilíbrio orçamentário do Estado é ruim por si só. Visão que, intrinsecamente, entende que o orçamento estatal tem de obedecer às mesmas regras e diretrizes do orçamento de uma família – *household*.

Lara Resende, quando vai tratar da visão dominantes a respeito do tema, diz que:

> O déficit público é visto como um dos principais problemas: “No Brasil, o déficit público, liderado pelo seu maior componente, o déficit da Previdência, é considerado o principal obstáculo a ser superado, sem o que a economia não será capaz de sair do atoleiro em que se encontra desde 2015 (LARA RESENDE, 2020, p.58).

Se trouxermos as questões que a Teoria Monetária Moderna nos elucida a respeito da natureza da inflação e dos juros, essas preocupações brasileiras não têm tanta sustentação na realidade.

Quando entendemos que o Estado brasileiro, que é uma nação soberana na emissão de sua própria moeda, entendemos que o Estado não tem restrição financeira, e o dinheiro não pode simplesmente acabar. (Serrano e Pimentel, 2016) Dessa forma, fica claro que a decisão de atuar com políticas de estímulos à demanda agregada, em meio a uma pandemia que atuou como um grande “cisne negro” incidente sobre o nível do produto, é simplesmente política.

O receio que tais medidas possam gerar inflação também repousa numa interpretação distante da realidade - que se baseia na ideia de que emissão de moeda causa inflação. Quando entendemos que a inflação é um fenômeno bem mais complexo que uma emissão monetária acima do crescimento da demanda agregada - concepção monetarista. Em um momento de recessão econômica, e *lockdown*, seria muito importante a atuação do Estado no estímulo a demanda; visto que o setor privado estava cauteloso por conta do ambiente de incerteza. Nesse caso, um déficit público leva a um superávit privado; e a busca por um superávit primário poderia agravar ainda mais o quadro:

> The other thing to be recognized is that a budget surplus is not something to be celebrated as an accomplishment - it falls out of an identity, and is indicative of a private sector deficit (again, except in the case of a country that runs a current account surplus).Unlike the sovereign issuer of the currency, the private sector is a user of the currency. It really faces a budget constrait” (WRAY, 2015, p. 213)

Superávits do setor público levam, necessariamente, a déficits no setor privado. Esse tipo de medida pode fazer sentido em um cenário de pressão do hiato

do produto sobre a capacidade instalada, mas como vimos, nos dados apresentados nos gráficos, esse não é o caso da conjuntura brasileira pós 2015 – que teve o caso ainda mais acentuado com a crise sanitária que teve início em 2020.

Nesse tipo de conjuntura que vivemos, seria de suma importância que o setor público incorresse em déficits, para dessa forma o setor privado conseguir ter superávits. E, para tal, o Estado teria de emitir moeda em um primeiro momento, visto que todo gasto estatal gera uma injeção de moeda no sistema econômico. (KELTON, 2020)

É o setor privado que depende do setor público: isso acontece justamente pelo fato do setor privado ser um organismo que usa a moeda; enquanto que o setor público cria a moeda. Não é o setor privado que financia o setor público por meio dos impostos, é o setor público que financia o setor privado por meio da moeda; e posteriormente retirar uma parte dessa moeda de circulação por meio dos impostos. Há uma inversão de poderes e de causalidade. (WRAY, 1998; KELTON, 2020)

Além disso, no caso dos títulos públicos, a função é outra vez mal interpretada: esses não são uma alternativa para o financiamento do Estado; e sim uma alternativa para a moeda – para o setor privado.

Os títulos são uma alternativa de moeda que rende juros; são um importante instrumento para a gestão de balanço e de caixa para os bancos privados. É uma alternativa, dentro da ótica da política monetária, para que os bancos consigam lidar com o custo de oportunidade de terem liquidez em caixa.

Nunca deveria ser um problema, para uma nação com soberania financeira, vender seus títulos a uma taxa de juros fixada por essa própria nação. O risco de *default*, na verdade, não existe. E a taxa de juros é fixada de forma arbitrária e sua manutenção é feita por meio da venda e recompra desses títulos.

Por fim, em um cenário de necessidade de ação estatal a fim de garantir o nível de emprego e o nível de atividade, os teóricos da MMT sugerem a política de garantia do emprego por meio do emprego de todas os indivíduos que querem trabalhar a um dado salário base. (WRAY, 1998)

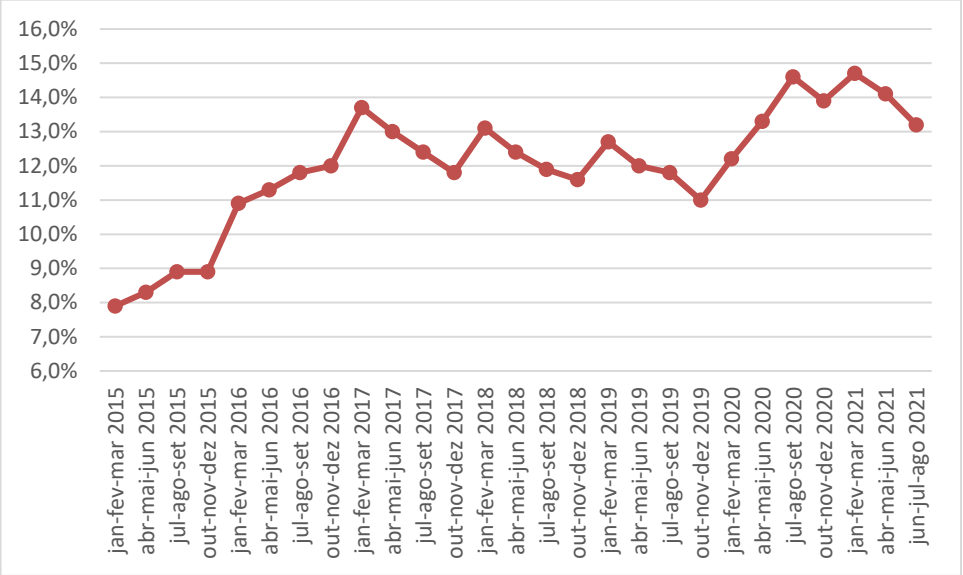

Figura 4: A evolução da taxa de desocupação (2015 até agosto de 2021)
Fonte: IBGE (2021b)

A ideia seria que o Estado garantiria um salário base a todos que tivessem o interesse em trabalhar. Dessa forma, o Estado contrataria esses desempregados e empregaria em atividades básicas como manutenção de serviços públicos e coisas do tipo. O setor privado, então, empregaria seu pessoal com um salário acrescido de um prêmio sobre esse valor.

Dessa forma, o Estado financiaria, por meio do déficit, esses indivíduos que de outra forma estariam desempregados. Essa política garantiria algum nível de renda mesmo em tempos de crise; e dessa forma garantiria o nível de consumo. Com o tempo, o nível de investimento privado seria normalizado e esses empregados pelo Estado nessa política seriam paulatinamente transferidos para o setor privado.

Em um outro momento do ciclo econômico, quando o setor privado estivesse em um superávit, o Estado poderia incorrer em superávits sem problemas para o nível de produto e investimento do setor privado; e dessa forma a retomada do equilíbrio fiscal do setor público – nesse caso de fato algo necessário para o não pressionamento da capacidade instalada e da demanda agregada – não seria danosa para a economia. É uma política anticíclica em essência; que em momento mais otimistas do ciclo não levaria a pressões inflacionárias; e poderia, em momentos de vale do ciclo, suavizar os impactos sociais. (WRAY,1998)

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Há, de fato, uma crise conjuntural por parte dos preceitos do NCM. O *QE* explicitou isso de forma muito clara. Além disso, a crise sanitária causada pela COVID-19 nos mostrou que, com efeito, não existe escassez de recursos financeiros dentro dos limites de um país que emite sua própria moeda: os limites não estão dentro da própria emissão de moeda, e sim ancorados a outras questões, como fatores institucionais, políticos e inflacionários.

Esse momento terá um bom “laboratório” de doutrinas econômicas. Veremos como se comportam, de fato, a inflação, os juros e todos os outros componentes macro e microeconômicos quando entramos em um cenário de anos de juros globais baixos e estímulos monetários, por parte dos EUA.

A MMT, ainda muita mal interpretada no debate econômico, terá de estabelecer-se para, talvez, no futuro também passar pelo processo do falseamento. O NCM parece de fato ter muitas contradições; e em geral, na ciência, as doutrinas vão sendo testadas, falseadas e aprimoradas.

Como vimos, com efeito a MMT tem dois respaldos muito claros: a questão lógica de conseguir descrever como é criada e destruída a base monetária em um país soberano; e por outro lado, tem justificativas muito pétreas tais a não eclosão de uma hiperinflação mundial após as políticas do *QE.*

O que é atrativo nessa teoria é, como em tantas outras descobertas da ciência, o fato de suas conclusões serem contra intuitivas. Não há restrição financeira para um Estado soberano; um Estado soberano não tem um limite cartesiano para o seu endividamento; a moeda, na verdade, é mais unidade de conta do que meio de troca e os gastos não são financiados pelos impostos.

Causa estranheza, de fato, assim como foi motivo de espanto quando se percebeu que a moeda não precisaria ter lastro metálico. As novas descobertas vão deixando para trás velhos preconceitos que camuflavam o verdadeiro leque de possibilidades.

Se, na verdade, temos menos restrições do que imaginávamos, talvez seja possível fazer, de fato, políticas econômicas que elevem o bem-estar do todo, e usem toda a sorte de instrumentos que temos para tal.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, M; SALTO, F. **Finanças Públicas:** da contabilidade criativa ao resgateda credibilidade. São Paulo: Editora Record, 2016.

ARESTIS, P; BADDELEY, M; MCCOMBIE, J. (Org.). **The New Monetary Policy:** Implications and Relevance. London: Edward Elgar, 2005

BACEN, BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de juros básicas – histórico**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros. Acesso em 6 nov. 2021.

_____. **Estatísticas fiscais**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais. Acesso em 6 nov. 2021b.

_____. **Taxa de câmbio - R$ / US$ - comercial - compra - média - R$.** Acesso em 6 nov. 2021c.

_____. **Relatório de Mercado - FOCUS**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/05112021. Acesso em 6 nov. 2021d.

BLYTH, M. **Austerity:** the history of a dangerous idea. Oxford University Press, 2013.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. et. al. **Economia Monetária e Financeira:** teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

FRIEDMAN, M. **Studies in the Quantity Theory of Money.** The University of Chicago Press, 1956.

_____. **The role of monetary policy**. The American Economic Review, v. 69, n. 1, p. 1-17, 1968.

GIAMBIAGI, F. **Tudo sobre o déficit público:** o Brasil na encruzilhada fiscal. Rio de Janeiro: Alta Books Editora, 2021.

IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo**. Disponível em: https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas. Acesso em 10 nov. 2021a.

_____. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua mensal**. Disponível em: https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9173-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-trimestral.html?=&t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=desemprego. Acesso em 5 nov. 2021b.

_____. **Produto interno bruto (PIB) a preços de mercado: variação real anual**. Disponível em: http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx. Acesso em 3 nov. 2021c

IPEA. **Visão Geral da Conjuntura, Carta de Conjuntura nº 48**, Dimac/Ipea. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2020/10/visao-geral-da-conjuntura-8/. Acesso em 6 nov. 2021.

KELTON, S. **The Deficit Myth**. Public Affairs New York, 2020.

LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. **O papel da política fiscal:** um exame da visão convencional. Campinas: Unicamp. IE, 2006.

MODENESI, A. M. **Regimes monetários:** teoria e a experiência do real. Editora Manole Ltda, 2005.

LARA-REZENDE, A. **Consenso e Contrassenso:** por uma economia não dogmática. Portfolio Penguim, 2020.

_____. **Juros, moeda e ortodoxia –** Teorias monetárias e controvérsias políticas. Portfolio Penguim, 2017.

SARAIVA, P; PAULA, L. F; MODENESI, A. Da grande moderação a grande recessão: algumas considerações acerca da construção e revisão do novo consenso macroeconômico a partir da crise de 2007-2008. **Geosul,** Florianópolis, v.34, n. 70, p. 261-285, 2019.

SERRANO, F; PIMENTEL, K. Será que “Acabou o Dinheiro”? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 21, n. 2, 2017.

SOUZA JÚNIOR, J. R. C.; GIAMBIAGI, F. Recuperação econômica e fechamento gradual do hiato: um exercício de consistência de médio e longo prazos. Rio de Janeiro: Ipea, 2021. (**Texto para discussão n. 2690).**

TESOURO NACIONAL. **Boletim do Tesouro Nacional**. Disponível em: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-resultado-do-tesouro-nacional-rtn/2021/9. Acesso em 1 nov. 2021.

WOODFORD, M. **Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy**. Econ Theory 4, 345–380, 1994.

WRAY, L. R. **Understanding modern money**. Books, 1998.

_____. **Modern money theory:** A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems. Springer, 2015.