

Notas sobre ‘As Falhas da Modern Monetary Theory’ de Ricardo Carneiro

Notes on ‘The Flaws in Modern Monetary Theory’ by Ricardo Carneiro

Fabio Henrique Bittes Terra*

Resumo

Esta nota comenta o artigo ‘As Falhas da Modern Monetary Theory’ escrito pelo Professor da Unicamp Ricardo Carneiro, e publicado nesta *Brazilian Keynesian Review*. Debatem-se concordâncias e discordâncias com o cerne do artigo bem como avançam-se alguns pontos não tratados por ele, mas que se julgam relevantes numa apreciação das falhas da *Modern Monetary Theory*.

Palavras-chave: Modern Monetary Theory; Moeda; Financiamento Público.

Abstract

This note comments the article ‘Failures of the Modern Monetary Theory’ published by Professor Ricardo Carneiro (Unicamp) in this *Brazilian Keynesian Review*. Agreements and disagreements with Carneiro’s paper are shown. Moreover, some points not dealt with by him, but that I understand are crucial to assess some failures of the *Modern Monetary Theory*, are advanced here.

Keywords: Modern Monetary Theory; Money; Public Financing.

* Professor da UFABC e do PPGE-UFU. Pesquisador CNPq. E-mail: fhbterra@gmail.com

1. Nota introdutória

Nesta nota comento o artigo ‘As Falhas da Modern Monetary Theory’ publicado nesta *Brazilian Keynesian Review* pelo Professor Ricardo Carneiro (Unicamp). A intenção do texto de Ricardo Carneiro é apresentar duas falhas da Modern Monetary Theory (MMT), quais sejam, por um lado, uma falha de cunho teórico: a concepção de moeda adotada pela MMT; por outro lado, uma lacuna de cunho propositivo atinente ao financiamento da proposição de política fiscal da MMT.

Para tanto, esta nota tem três seções. A primeira seção traz a primeira falha apontada por Carneiro sobre a concepção de moeda da MMT. Nesta falha o autor faz, no fundo, duas críticas: (1) à forma pela qual a MMT teoriza a função reserva de valor da moeda. Neste ponto creio que Carneiro não tenha razão na crítica. A outra crítica é sobre (2) a parca discussão da MMT acerca da moeda bancária e suas repercussões sobre a economia. Neste ponto Carneiro tem razão, não por a MMT desconsiderar a moeda bancária, o que ela não faz, mas pela pouca ênfase que dá ao papel dela no ciclo econômico. Neste debate aproveito para apontar aquilo que vejo como a maior falha da concepção de moeda da MMT: confundir uma das origens da moeda com a razão pela qual *uma* moeda é *a* moeda nacional ao longo do tempo. Nesta discussão gasto a maior parte desta nota. Na segunda seção comento a segunda falha apontada por Carneiro, com a qual tenho concordância, sobre os limites ao financiamento público como visto pela MMT. Na terceira seção faço considerações finais.

Discussões teóricas normalmente não são amistosas, e quem milita no pós-keynesianismo sabe que as críticas à MMT não são bem recebidas por vários de seus apoiadores. Carneiro tem o mérito de ser justo: reconhece o valor da MMT, destaca seus pontos positivos, a sua validade circunstancial (em momentos particulares do ciclo econômico), e considera os benefícios que sua ascensão trouxe ao debate econômico. Ademais, suas críticas à MMT são fundamentadas e apresentadas de forma elegante. Seguirei o mesmo caminho.

2. A primeira falha: a concepção de moeda da MMT

A primeira das críticas de Carneiro, que concerne à concepção teórica de moeda da MMT, se desdobra em duas. Uma refere-se à MMT, na leitura de Carneiro, dar pouca relevância à função reserva de valor da moeda. Outra envolve a MMT desconsiderar que a moeda privada (isto é, a moeda bancária, criada de forma endógena pelos bancos) é central no ciclo das economias monetárias da produção.

Sobre a primeira das críticas de Carneiro, não é precisamente correto dizer que a MMT negligencia o papel da moeda enquanto reserva de valor. A produção teórica da MMT decorre justamente do uso da moeda como reserva de valor: quando o indivíduo demanda moeda para entesourar, ou seja, manter riqueza na forma de moeda, ele não demanda bens e serviços. Contudo, a produção destes bens e serviços foi o fato gerador do emprego e da renda na sociedade. Por sua vez, o produtor quando investiu, empregou, e produziu, esperava vender seu produto. Não o fazendo, ele resta com prejuízo enquanto quem recebeu a renda e a poupou fica com moeda na mão.

Logo, a demanda por moeda dos indivíduos significa insuficiência de demanda efetiva por produtos. A insuficiência de demanda desestimula a produção e o emprego: afinal, para o produtor, para que continuar produzindo se ele não vendeu? Nestas condições, *ceteris paribus*, a economia entra em ciclo descendente. Qual a solução? Para a MMT, a solução são as finanças funcionais de Lerner (1943), claro que com roupagem moderna dado o meio século que separa a sua proposição original nos anos 1940 da emergência da MMT no final dos anos 1980 e ao longo dos anos 1990.

Ou seja, a MMT não negligencia o papel da moeda como reserva de valor bem como desenvolve proposições de política econômica justamente para lidar com os problemas causados quando se demanda moeda como reserva de valor. Carneiro esboça a crítica à demanda por moeda como reserva de valor para argumentar a forma pela qual a preferência pela liquidez importa na demanda por moeda *vis-à-vis* a demanda por outros ativos. Essa noção será relevante na exposição que Carneiro faz tanto da sua segunda crítica à concepção de moeda para a MMT quanto na falha que ele aponta na forma pela qual a teoria enxerga os limites ao financiamento público. Contudo, a MMT dá relevância à função reserva de valor da moeda.

A segunda das críticas de Carneiro à natureza da moeda para a MMT envolve a ênfase que esta teoria dá à moeda como criatura estatal ao passo em que, de fato, a moeda é também criada pela ação do sistema bancário. Carneiro inclusive resgata o estruturalismo monetário pós-keynesiano, tão caro a Hyman Minsky, para mostrar como o ciclo de financiamento bancário condiciona o ciclo econômico. A MMT reconhece obviamente a criação bancária de moeda, mas dá pouca ênfase a isso e ao que disso pode vir, por exemplo, a teoria da instabilidade financeira de Minsky (1986, 1992). Sobre isso não tenho maiores comentários, estou de acordo com o autor. Repita-se que a crítica é questão de ênfase: a MMT reconhece, mas pouco enfatiza, o papel relevante que a preferência pela liquidez bancária e, por conseguinte, a criação endógena de moeda têm sobre o ciclo econômico em suas fases de *boom* e inflexão.

Em suma: compreendo que a primeira crítica feita por Carneiro é mais relevante ao argumento que o próprio autor desenvolve do que seja uma falha da MMT. Com a segunda crítica tenho acordo, ressaltando que se trata de uma questão de menor ênfase dada pela teoria à moeda bancária *vis-à-vis* a maior importância dada por ela à moeda estatal *stricto sensu*, ofertada pelo gasto público e destruída via tributação.

A meu ver, a crítica a ser feita à MMT sobre a natureza da moeda envolve o fato de ela não ser *tax-driven*: a moeda é convencional. O gasto público ofertante de moeda e o posterior uso dessa moeda ofertada para pagamento de impostos, eis o *tax-driven money*, é uma das formas pelas quais a moeda circula na economia, ou seja, sua origem. Mas, não é a lógica *tax-driven* que cria a convenção na moeda e, logo, não são os impostos que fazem uma moeda continuar a ser moeda ao longo do tempo.

A moeda entra em circulação por diferentes caminhos, que em termos modernos se chamam fatores condicionantes da base monetária. Gastos públicos colocam moeda em circulação e impostos a destroem, como diz a MMT. Contudo, por que uma moeda permanece como moeda ao longo do tempo? Por se usa o Real no Brasil desde julho de 1994, ou seja, há 27 anos (este artigo é de 2021), e nos 27 anos entre 1967 e 1994 o Brasil teve 6 moedas? O país cobrava imposto neste

período, em sua própria moeda, mas por que várias moedas não permaneceram sendo moeda?

A moeda não é *tax-driven*, a moeda é convenção e entenda-se por convenção uma crença socialmente disseminada. Assim, usa-se moeda como unidade de conta de contratos à vista (de onde vem sua função meio de troca) e a prazo (por isso ela é reserva de valor) por se confiar socialmente que aquela moeda é mantenedora da riqueza das pessoas. Se a sociedade não confia que a moeda é capaz de reservar riqueza, ela a troca rapidamente por outros ativos que ela acredita que preservarão riqueza. A experiência brasileira com o Cruzado Novo é icônica neste sentido (Terra, 2019). Perceba-se: o aumento de preço das coisas pode ter várias causas, uma delas pode ser justamente a luta pela preservação da riqueza quando se acredita que a moeda é incapaz de fazer tal preservação. Aliás, não foi este o segredo do sistema bimonetário do Plano Real?

Pois bem, se a convenção não descende da cobrança de impostos na moeda nacional, qual a fonte da confiança que cria a convenção em certa moeda? Keynes (1936[1964], capítulo 17) fez o que os autores que o precederam não conseguiram: explicou por que a convenção na moeda se mantém fazendo-a moeda ao longo do tempo. Ele explica que a moeda tem algo que nenhum outro ativo (inclusive financeiro) possui, elasticidades de produção e substituição negligenciáveis. Explico de forma breve. Elasticidade de produção negligenciável quer dizer que a oferta de moeda é limitada. Mas, diferente do que afirmam os crentes na Teoria Quantitativa da Moeda, Keynes não entende a oferta de moeda limitada em termos absolutos, mas em termos relativos: ao quê? Eis a elasticidade de substituição negligenciável: mudanças no preço da moeda não a fazem ser trocada por outros ativos que a substituiriam enquanto moeda. Logo, a demanda por moeda é contínua, é constante – e não se entenda por contínua/constante um mesmo número ao longo do tempo, leia-se a demanda por moeda ser regular/contínua enquanto unidade de conta, meio de troca, e reserva de valor de uma sociedade.

Em síntese: a moeda se convencionou moeda ao longo do tempo pois sua oferta é controlada em relação à demanda por ela. Esse controle não é feito via tributação, embora esta exerça efeitos no volume de moeda em circulação, por ser um fator

condicionante da base monetária. Quem regula a oferta de moeda relativamente à demanda por ela são os bancos centrais.

Para que se entenda que o controle da oferta de moeda não significa apenas restringir sua produção, exemplifico: nas crises de 2008 e de 2020-2021 a demanda por moeda para precaução aumentou bruscamente, pois expectativas ruins acerca do futuro incitaram maiores preferências pela liquidez. Neste contexto, o que fez o Federal Reserve (Fed) e outros bancos centrais de países avançados? Políticas de balanço e de empréstimos de liquidez, como compra de ativos em larga escala, concessão de liquidez, *quasi-debt management*, para justamente colocarem moeda em circulação relativamente à extrema demanda por ela. A lógica: se o objeto de desejo é moeda, se a tenha. Na prática, isso será visto de outra forma: evitando-se queda do preço dos ativos financeiros. Porém, por que os ativos estão com preço em queda? Pois, no desejo por moeda, investidores vendem ativos para trocá-los por moeda. O que o Fed fez: atendeu o desejo (demanda) das pessoas por moeda ofertando-a para comprar os ativos. Por sinal, nesta circunstância tem-se um momento de particular validade da lógica da MMT, sendo que para as finanças funcionais, a maior oferta de moeda deveria financiar sobretudo o lado real da economia, o que faz bastante sentido.

Em sentido contrário: em *boom* econômico, as pessoas não querem moeda nas mãos, querem ativos financeiros, imobiliários, e de capital, que gerem renda e/ou ganho de capital. O que fazem os bancos centrais? Sobem os juros, isto é, reduzem a oferta de moeda, sinalizando que ela agora estará mais escassa e que os agentes precisam então considerar o custo mais alto de acessá-la caso precisem.

Isso é a velha política monetária, e ela é a responsável por convencionar a moeda como moeda no tempo: controlar a oferta de moeda (elasticidade de produção) relativamente à demanda por ela (elasticidade de substituição)¹. Esse papel é tão relevante que o juro básico, ou seja, o preço da moeda, é o preço referência da

¹ Tcherneva (2006), proeminente autora da MMT, argumenta que a tributação poderia ser o meio de ajustar o volume circulante de moeda a bem de se manter a confiança nela. Contudo, a tributação é custo básico de produção, que se alterado na velocidade com que a oferta e a demanda por moeda mudam, ela inviabilizaria negócios.

economia, usado para fazer com que os demais preços tenham variação bem comportada (inflação controlada). Por isso os bancos centrais o controlam e o mantêm estável por certo período de tempo, independente do regime monetário adotado.

A Teoria Geral do Emprego, do Juro, e da Moeda é um livro sobre economia monetária, veja-se pelo título. A sua lógica é simples, o emprego depende do investimento (Teoria Geral do Emprego...), que depende da eficiência marginal do capital e da taxa de juros. O que é taxa de juros? A recompensa por ser abrir mão da liquidez (Teoria Geral do Emprego, do Juro...). O que mira a preferência pela liquidez? A moeda. Por quê? Porque a moeda tem aquilo que nenhum outro ativo na economia tem e, assim, ela tem confiança social e é convencionada moeda sendo então usada para cotar contratos (unidade de conta) e, logo, como meio de troca e reserva de valor. Por que a moeda continua moeda? As elasticidades negligenciáveis de produção e substituição (completa-se a Teoria Geral do Emprego, do Juro, e da Moeda). Para Keynes, moeda é convenção e, enfim, convenção decorre da política monetária.

A lógica *tax-driven* pode, no limite, ajudar de forma coadjuvante na manutenção da demanda por moeda. Neste particular também ajudam os contratos de salários serem monetários, o custo de vida ser mantido estável ao longo do tempo em termos monetários, e existirem inúmeros contratos monetários diferidos. Contudo, não é a moeda ser *tax-driven* que explica a convenção em determinada moeda.

Entendo, portanto, que a MMT confunde a questão da origem da moeda com a manutenção da moeda enquanto moeda. Acredito que essa crítica é a que mais cabe à concepção da moeda da MMT, pois, por não ser a moeda *tax-driven*, coloca-se um limite, que na falta de um nome melhor chamarei de ‘restrição de confiança’, ao que o Estado pode fazer com sua moeda devido à forma pela qual a sociedade confia e convencionada a moeda estatal enquanto moeda socialmente aceita e usada.

3. A segunda falha: a proposição de política econômica

Carneiro, após ter debatido a concepção de moeda para a MMT, tece a sua segunda crítica, desta vez à política econômica empregadora de última instância proposta pela teoria. Essa proposição da MMT baseia-se na lógica de que as finanças públicas devem ser qualificadas pelo que funcionam e não pela posição fiscal, isto é, pelo que hoje se chama de qualidade de seus fundamentos. Por sua qualidade ser medida pelo que a política funciona, ela é chamada de finanças funcionais.

Já debati a razão de ser desta proposição: preencher, via gasto público, financiado via dívida e/ou moeda, a diferença entre produto (oferta) e demanda, ou seja, a poupança. Este preenchimento ocuparia a ociosidade de oferta da economia e assim seria empregadora, levando a economia ao pleno emprego. A MMT advoga que até o ponto de pleno emprego, isto é, enquanto houver elasticidade de oferta, a ação empregadora estatal pode ocorrer sem causar danos à economia.

A discussão de Carneiro centra-se na dívida pública como forma de financiamento de eventuais déficits públicos, e tem como foco que alastradamente a MMT negligencia que as expectativas dos agentes podem entender que, nas palavras de Minsky, “não há nada de especial na dívida do governo, e uma fuga da dívida do governo pode ocorrer” (1986, p. 302). Não apenas a dívida pública tem demanda certa para a MMT, mas também os juros cobrados pelos agentes que a demandam estão sob vasto controle público. Carneiro tem razão em problematizar a posição da MMT neste particular.

Na prática, bancos centrais controlam a taxa de curto prazo. Eles conseguem fazer isso por serem os emissores de reservas. Assim, se no mercado interbancário doadores de recurso cobrarem mais do que a taxa do banco central, é mais oportuno tomar reservas com ele, que as produz a qualquer tempo. Se a taxa do interbancário cair em relação à do banco central, é oportuno doar reservas a ele. Logo, por lógica de mercado, o banco central marca o juro curto. Tudo isso acontece no mercado monetário, cuja composição de carteira das instituições financeiras que lá estão serve para equilibrar liquidez e casar balanço no curtíssimo e curto prazo.

Já o mercado de dívida pública para financiamento do governo e para administração da dívida pública é parte do mercado de capitais e tem maturidade

mais longa do que os contratos do mercado monetário. A composição de carteira dos agentes neste mercado tem objetivo de aplicar poupança a bem da valorização da riqueza. Essa escolha não precisa ser por compor portfólio com títulos públicos, a depender da relação risco *versus* retorno que os agentes perceberem que eles ofertam. Podem ser escolhidos ativos reais, outros ativos financeiros, inclusive dívida pública emitida por outros países, a depender de como a preferência pela liquidez dos agentes precificar a dívida pública doméstica. Não é o Estado que define o que os agentes perceberão na relação risco-retorno da dívida pública: são as expectativas dos próprios agentes que definem.

Há pouca ênfase da MMT, sobretudo de seus autores americanos, sobre a possibilidade de a escolha dos agentes não ser pela dívida pública doméstica, o que faria os juros longos terem comportamento errático e volátil. Nestes casos, fica obscuro o que a MMT proporia, pois ela não considera válida que juros maiores decorram de os agentes julgarem que o Estado está em fragilidade financeira. Bem, mas os agentes podem julgar assim, e vira e mexe julgam, fazendo pressões altistas sobre os juros longos por precificarem mais arriscada a dívida pública de longo prazo.

Em tese, toda a curva de juros da dívida pública poderia ser controlada pelo banco central, pois não há *player* capaz de concorrer com quem emite moeda para demandar títulos. Porém, na prática tal controle pode trazer os seguintes efeitos colaterais caso os agentes não validem a curva de juros da dívida pública praticada pelas autoridades monetárias do país: (1) não existência de demanda voluntária pela dívida, (2) saída de capitais domésticos e estrangeiros do país, com graves efeitos cambiais, sobretudo em moedas não conversíveis no sistema monetário e financeiro internacional, (3) inflação de ativos e, no extremo, bolhas financeiras, caso os agentes busquem em massa outros ativos financeiros domésticos, e (4) inflação, mesmo sem pleno emprego dos fatores de produção, caso os agentes convertam sua poupança em rápida demanda por produtos, ativos imobiliários e reais. Carneiro debate (1), (2), e (3), ressaltando o contexto financeirizado do capitalismo moderno.

Mas, e se não houver demanda por títulos públicos destinados ao financiamento do déficit público? Bem, para a MMT sempre há possibilidade de emissão monetária. Contudo, daí o debate volta à razão pela qual moeda é

convencionada moeda ao longo do tempo e às elasticidades que explicam essa questão.

Por fim, diga-se de passagem, na prática há países em que o gasto público não pode acontecer em *overdraft*, entre eles o Brasil. Ou seja, o Tesouro Nacional brasileiro não pode gastar sem que tenha recurso em caixa previamente. A receita tributária e por operação de crédito vêm antes de o gasto acontecer. No caso extremo, suponha-se que se zerou a Conta Única do Tesouro por déficits excessivos não integralmente financiados por operações de crédito via dívida pública: *shutdown*.

4. Considerações finais

Seja pelas falhas apontadas por Carneiro, seja pelas que aponto, o problema de fundo e crucial da MMT, presente em todas as falhas apontadas, é como ela lida com expectativas. Há um voluntarismo grande da teoria com relação às expectativas dos agentes, seja no tratamento que dão à capacidade de financiamento público, nos juros que se cobram da dívida pública, na natureza da moeda, na capacidade de a demanda pública motivar a demanda privada. Confiança, convenção, expectativas, são todos elementos abstratos e subjetivos, e assim são volúveis, como Keynes (1936[1964]) insistiu. A condução deles não é unilateral, é um jogo entre Estado e sociedade. Não por menos Keynes não foi amistoso com Abba Lerner ao comentar suas finanças funcionais, afirmando que “*it’s the art of statesmanship to tell lies but they must be plausible lies*” (Colander, 1984, p. 1574).

Referências

- Colander, D. (1984), Was Keynes a Keynesian or a Lernerian? *Journal of Economic Literature*, XXII, 1572-1577. <https://www.jstor.org/stable/2725382>.
- Keynes, J. M. (1936[1964]), *The general theory of employment, interest and money*. Nova York: HBS.
- Lerner, A. (1943), Functional finance and the federal debt. *Social Research*, 10 (1), 38-51. <http://www.jstor.org/stable/40981939>.

- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an unstable economy*. New Heaven: Twentieth Century Fund Report.
- Minsky, H. (1992), *The financial instability hypothesis*. *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, (74), The Jerome Levy Economics Institute: Annandale-on-Hudson.
- Tcherneva, P. (2006), Chartalism and the tax-driven approach to money. In P. Arestis; M. Sawyer (org.) *Handbook of alternative monetary economics*. Cheltenham: Edward Elgar, p.69-86.
- Terra, F. (2019), A política fiscal pós-keynesiana. In C. Feijó; E. Araújo (org.) *Macroeconomia moderna: lições de Keynes para economias em desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Elsevier, p.57-67