

Revisando a Teoria Moderna do Dinheiro e suas Implicações para Países Emergentes.

Caio Vilella¹

Resumo

Regularmente Aba Lerner (1943) é citado como tendo desenvolvido à parte prática da teoria geral de Keynes (1936). A teoria das finanças funcionais de Lerner ganhou novo tratamento com a abordagem mais recente de Wray (1998) e outros autores pós-keynesianos através da Teoria Moderna da Moeda (MMT). Além de revisar esta teoria, o presente trabalho busca elencar as críticas em um grupo de críticas estruturais e outro com sugestões complementares. Em seguida, será apresentado o estado da arte deste debate, elencando não só as respostas de Wray e Kelton [Bell] às críticas, como também os argumentos que ainda precisam ser incorporados. Ao estender a análise da MMT à países emergentes com moedas periféricas no sistema monetário internacional, constatou-se que tais países enfrentariam restrições e consequências as quais nações com moedas centrais não estão expostas, em sua maioria. A partir desta constatação, o presente trabalho elencou uma série de questões que permanecem em aberto a partir do momento em que se incorpora estes argumentos.

Palavras-chave: Teoria Moderna da Moeda; Hierarquia de Moedas; Restrições Externas.

1. Introdução

Um dos pontos da Teoria Geral do Emprego do Juros e da Moeda (KEYNES, 1936) mais controversos entre os pós-keynesianos é o tratamento da base monetária como exógena e a ausência da discussão sobre resultado fiscal durante a obra de 1936. Para entender melhor o tratamento do autor sobre a questão monetária, pós-keynesianos costumam recorrer ao *Treatise on Money* (KEYNES, 1930). A questão da moeda na abordagem keynesiana foi retomada em 1972 pela obra seminal de Davidson: “*Money and The Real World*”. Mais recentemente, seguidores de Hyman Minsky ligados ao *Levy Institute* combinaram a abordagem de moeda pós-keynesiana com a visão chartalista, aproximando-se da abordagem de Lerner (1943), para argumentar a inexpressividade da análise do resultado fiscal quando esta deixa de considerar o nível de emprego.

Se por um lado Davidson construiu uma abordagem keynesiana com foco monetário, Minsky faz uma leitura keynesiana sob olhar da esfera financeira como instabilizadora da economia. Minsky (1986), ao concluir que os ciclos econômicos dificilmente seriam anulados, propõe que o Estado atue como Empregador de Última

¹ Doutorando em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Contato: caio.vilella@ufrj.br

Instância, ofertando emprego com salários abaixo dos salários pagos pelo setor privado, a fim de garantir que todos que procuram emprego, possam encontrar. A questão que surge, então, seria como viabilizar financeiramente o projeto do Estado como Empregador de Última Instância (EUI). Buscando solucionar esta questão, Wray (1998) utiliza o conceito de finanças funcionais de Lerner (1943) para argumentar no sentido de que o Estado não encontraria barreiras aos seus gastos até que o pleno emprego fosse atingido. Para desenvolver esta teoria, Wray parte da abordagem chartalista da moeda. Isto é, o autor enxerga a moeda como criatura do Estado, o qual possui total poder de emitir e pagar dívidas nela denominada. Com isso, surge a Teoria Moderna do Dinheiro (MMT, na sigla em Inglês), a qual busca suprir a ausência de teorias sobre o financiamento do projeto de EUI. Porém, nota-se ausência de preocupação quanto ao aspecto internacional na teoria Wray (1998).

Além das críticas que a MMT tem enfrentado em relação aos seus conceitos teóricos, autores como Prates (2017) e Rochon e Vernengo (2003) denunciam a ausência de abordagem internacional em uma teoria que pretende tratar a “moeda moderna”. Sendo assim, o presente trabalho busca revisitar os principais pontos do debate teórico da MMT e elencar as críticas que já foram respondidas pelos autores e as que ainda precisam ser incorporadas. A organização do debate tem a pretensão de revisitar os principais argumentos e, ao incorporar a crítica, verificar o novo leque de linhas de pesquisas que emanam dos resultados obtidos.

Para atingir os objetivos propostos, o presente trabalho segue dividido em outras cinco seções além desta breve introdução. Na segunda seção, será apresentada a teoria da MMT e seus principais argumentos, seguida por uma seção responsável por expor as críticas estruturais à visão anteriormente apresentada. Em seguida, a quarta seção abordará a crítica complementar, a qual não visa invalidar a teoria, mas, robustece-la com pontos não tratados. A quinta seção será responsável por confrontar a teoria com as críticas e filtrar os resultados teóricos ao incorporar as que são entendidas como válidas. Por fim, a sexta seção traz as considerações finais do autor.

2. Política Fiscal em Nações Soberanas.

Toda a Teoria Moderna do Dinheiro (MMT) está ancorada na visão chartalista da moeda, a qual foi desenvolvida sobre os conceitos originais de Knapp (1924). Para entender suas principais proposições, bem como as críticas, precisaremos rever algumas

visões mais recentes do chartalismo. Dequech (2013) aponta para duas abordagens chartalistas: uma liderada por Davidson (1978) e outra que tem Wray (1998) como seu principal expoente.

O chartalismo, visto como doutrina que estabelece o dinheiro como criatura do Estado, tem sua teoria revisada primeiramente por Davidson (1978). O autor propõe que o Estado, ao definir a unidade de conta na qual os contratos serão firmados com o setor privado, define também a mercadoria que exercerá a função de moeda. Em outras palavras, o poder do Governo determinar a unidade de conta das transações atuais e futuras, seja por meio de leis e/ou através de contratos firmados pelo próprio governo, faz com que os ativos denominados nesta unidade de conta sejam aceitos como os de menor grau de incerteza. Enquanto permanecer a crença na capacidade do Governo em cumprir os contratos firmados naquela unidade de conta, o ativo denominado nesta unidade continuará sendo o de maior liquidez na economia.

De outro lado, Wray (1998) estabelece o dinheiro como criatura do Estado através de impostos, não contratos. De acordo com Wray (1998) o Estado, ao cobrar impostos denominados em uma unidade de conta, gera passivo a ser pago pelos agentes naquela unidade. Assim, as pessoas passam a aceitar dívidas denominadas nesta unidade de conta por acreditarem que outras também o aceitarão (WRAY, 2015, p.47). Em última instância, as pessoas acreditam que dívidas nessa unidade de conta continuarão sendo aceitas enquanto houver tributos - uma dívida em comum a todos - a serem pagos nesta unidade monetária. Entre as duas abordagens chartalistas apresentadas, esta segunda deu origem à MMT e ficou conhecida como “neo-chartalista”, a qual abordaremos detalhadamente a seguir.

Wray (2004) argumenta que a humanidade nunca terá acesso à “verdadeira” origem do dinheiro devido ao fato de seu conceito variar entre diferentes tipos de sociedades. Logo, o que poderia ser visto como dinheiro em uma comunidade, não o seria para as demais. Se nunca saberemos exatamente quando o dinheiro foi criado, qualquer análise que se proponha a ser histórica, partirá de um momento de seu interesse.

Para Wray (2004, p.6), ao tratar a moeda como mercadoria historicamente erigida de sociedades de escambo, o mainstream acoberta e mistifica o processo social que envolve as trocas. Para o autor, esta mistificação termina por tratar o dinheiro como mercadoria “associal”, cuja única finalidade seria reduzir custos e maximizar a utilidade

dos agentes. Wray (2004) argumenta que esta forma de abordagem sobre a origem do dinheiro permite aos seus intérpretes formular que qualquer mercadoria redutora de custos e maximizadora de utilidade pode tornar-se dinheiro, relegando os aspectos sociais e tratando o mercado como autossuficiente para estabelecer as relações de troca, em que o dinheiro seria apenas um véu que as permeiam.

Wray (2004, p.7-12) prefere tratar a origem da moeda através do crédito e do Estado. Nas palavras do próprio autor: *“Those who adopt the credit approach go further, identifying the social nature of the money unit of account and, indeed, the social processes that generate creditors and debtors”* (p.9). Para Wray (2004, p.13-14), mesmo em sociedades primitivas em que não existia nenhuma mercadoria facilitadora de trocas, sempre houve um membro hierárquico superior que definia a unidade de conta na qual as multas e/ou punições deveriam ser “pagas” para o templo, para a corte, para igreja etc. Esta forma de abordagem teórica deriva da análise do crédito em que, mesmo em sociedades rudimentares, era possível observar relação de credor e devedor de multas, impostos, contribuições e outras formas de imposições que captam o caráter hierárquico de dominação na qual o tomador não tem outra opção senão assumir uma dívida com o credor, desmistificando o caráter social da moeda. Nota-se que a relação social de compra/venda durará quanto tempo durar a dívida e não esgota-se com a troca de mercadorias.

Ao determinar a unidade de conta aceita pela sociedade, o Governo, na figura do ente hierárquico mais elevado, contrataria dívida, gerando devedores naquela unidade de conta. Wray (1998, p.4) sugere que no sistema atual existem diversos “itens” que podem ser moeda, mas que a moeda emitida pelo Estado ocupa o lugar de maior importância. *“However, in all modern state money systems, there is a hierarchy of money-things and it is no coincidence that High Power Money (or “fiat” money-things) sits at the top”* (p.4). Em outras palavras, o Governo coloca sua moeda no sistema ao gerar dívida denominada na unidade de conta por ele determinada, ou seja, dinheiro estatal, mas, nem por isso, deixa de existir outras formas de moeda na mesma economia. Ao emitir dívida denominada na unidade de conta nacionalmente aceita, o banco também está criando moeda, deve-se ressaltar, no entanto, que a moeda bancária ocuparia um lugar secundário na relação social hierárquica que o dinheiro representa (WRAY, 1998, p.2).

Baseado nessa leitura da moeda, reverte-se o conceito de que o Governo financiaria seus gastos com arrecadação. Evidencia-se, portanto, que a dívida é que possui

a capacidade de gerar a moeda que pode (ou não) ser coletada pelo Estado na forma de impostos. Essa leitura se mostra compatível com o Princípio de Demanda Efetiva formulado por Keynes (1936, cp.3), o qual estabelece que o gasto deve preceder a renda, nunca o contrário.

Definido o conceito de moeda como dívida - ao invés de uma mercadoria que funcionaria como véu entre as trocas - e apontado que a moeda estatal ocupa lugar central na determinação da unidade de conta nacionalmente aceita, já podemos definir o conceito de moeda soberana. Governo com moeda soberana é capaz de tributar e gastar na moeda por ele emitida. Governo soberano gasta creditando a conta dos bancos comerciais. Nas palavras de Kelton [Bell] e Wray (2009, p.2) “*A sovereign government spends by crediting bank accounts and taxes by debiting those accounts*”. É importante notar que uma característica fundamental de nações com soberania monetária é que sua receita e despesa estão registradas na mesma unidade de conta, unidade essa, a qual o Governo desta nação possui total controle de emissão.

O resultado líquido governamental (déficit ou superávit) apurado ao final de cada dia, representa uma transferência de ativos entre o setor público e o setor privado, assumindo balanço externo equilibrado. Em outras palavras, se ao final de um período, o Governo gastar mais do que arrecadou com tributações, significa dizer que as contas financeiras do setor privado foram mais creditadas do que debitadas, logo, o setor privado terminou o período superavitário às custas de um déficit do setor público- supondo o setor externo com balanço equilibrado. Esse resultado implicará em aumento da riqueza líquida do setor privado que deverá ser alocada em alguma forma de aplicação que pague juros², ou seja, na ausência de outros ativos tão líquidos, títulos de dívida do Governo.

Kelton [Bell] e Wray (2009) chamam a atenção para o fato de que o título público não estaria financiando o déficit do Governo, mas atuando como instrumento de política monetária que evita com que a taxa de juros reduza, dado o aumento de liquidez nas reservas dos bancos comerciais. Repare que o gasto do Governo não precisou ser sancionado pela emissão de títulos, estes últimos aparecem como resultado da

² Não descarta-se a possibilidade do agente reter moeda frente à elevada preferência pela liquidez, mas o fato do agente guardar sua riqueza em forma líquida somente fará que o passivo do BC não aumente, porém, não há razão para esperar mudanças na taxa de juros já que o público possui a quantidade desejada de moeda.

manutenção da taxa de juros aos níveis observados antes do Governo creditar as contas dos bancos comerciais, o que leva Wray (1998, p.6) afirmar que "*taxes drive money*".

De acordo com essa dinâmica financeira pública, não haveria possibilidade de um Governo com moeda soberana não ter capacidade de aumentar seus gastos. Este sempre poderá creditar as contas dos bancos comerciais, que por sua vez, pressionarão a queda da taxa de juros devido ao excesso de liquidez. Para manter a taxa de juros de acordo com a meta que atenda seus interesses, o Governo utilizará os títulos públicos para drenar o excesso de liquidez. Nesse caso, o saldo final do dia corresponderá a um setor privado acumulando mais riqueza líquida e o Governo com mais títulos emitidos.

O próximo passo seria destrinchar a forma simplificada de “Governo” em Tesouro e Banco Central (BC). O pressuposto seria de que o BC, ao estabelecer uma meta inflacionária a ser alcançada, comprometer-se-ia inteiramente com a meta de juros a qual julgasse ser compatível com a inflação desejada, drenando os excessos de reservas bancárias e injetando liquidez de acordo com cada situação (KELTON [Bell] e WRAY, 2002, p.269). Na prática, é improvável que o Tesouro termine cada dia do mês com a mesma quantidade arrecadada e gasta – e não há qualquer garantia para que isso aconteça. Nos dias em que o Tesouro termina com valor de arrecadação menor do que o total de gastos, significa que a conta do Tesouro junto ao BC – Kelton [Bell] e Wray (2002) chamam de *Treasury Tax and Loan* (TT&L) – sofreu débito ao final do período e a conta dos bancos comerciais junto ao BC foi creditada no mesmo montante. Nesta conjuntura, as reservas bancárias ficarão elevadas em relação ao que era desejado pelos bancos comerciais e, como consequência, a taxa de juros no mercado interbancário ficará abaixo da taxa de juros compatível com a meta de longo prazo do BC. Caso, o BC mantenha seu compromisso de atingir a meta de longo prazo, atuará no mercado interbancário ofertando títulos para drenar a liquidez e estabilizar a taxa de juros de acordo com sua meta. Se, ao final do dia, o valor da arrecadação for maior do que o de gastos, o inverso desta operação irá acontecer e o BC deverá injetar liquidez (recomprar títulos) para reduzir a taxa de juros ao ponto desejado. Deixando evidente que os títulos públicos servem aos interesses monetários e não como forma de financiamento público.

Se por um lado os gastos do setor público criam poder de compra no setor privado – Wray (1998) chama de *High Power Money* (HPM) - por outro lado, o pagamento de impostos destrói HPM. Influenciado pela ideia das “Finanças Funcionais” de Lerner (1943), Wray (1998) argumenta que o pagamento de impostos, como supramencionado,

acaba reduzindo a riqueza privada. Um indivíduo, ao pagar impostos, tem sua conta corrente debitada na mesma medida em que seu banco comercial credita a conta junto ao BC, que direciona o montante para a TT&L. Se ao final do período, o volume de arrecadações superar os gastos públicos, o HPM será reduzido no mesmo montante dessa diferença contábil.

Dessa forma, a análise da MMT engendra por caminho equivalente ao das “Finanças Funcionais”, na medida em que enquanto a demanda efetiva permanecer abaixo do pleno emprego, déficits públicos serão desejáveis. Os gastos públicos funcionariam como injeção de demanda desejada em uma economia caracterizada pelo subconsumo, enquanto os tributos significam redução de poder de compra desejado somente perante a incapacidade da oferta atender o excesso de demanda (ou seja, a partir do pleno emprego). Como conclusão dessa análise lógica, o resultado operacional do Governo por si, não tem como ser considerado “positivo” ou “negativo” sem levar em consideração o nível de emprego (LERNER, 1943, p.40).

3. Críticas Estruturais.

A teoria apresentada na segunda seção deste trabalho está longe de ser amplamente aceita na academia e, desde que foi desenvolvida, tem enfrentado críticas estruturais dentro da heterodoxia. Por críticas estruturais, referimo-nos às críticas que apontam inconsistências na construção teórica da MMT e, portanto, tentam invalidar em alguma medida suas proposições. Apresentaremos primeiramente a visão crítica de Rochon e Vernengo (2003) e Gnos e Rochon (2002), posteriormente os questionamentos feitos por Lavoie (2013) e, finalmente, os apontamentos realizados pela escola institucionalista (Orléan, 2007 e Dequech, 2013).

Começando pelas críticas pós-keynesianas (doravante referida apenas como “críticas PK”) que possuem Louis-Phillippe Rochon como fator em comum entre os textos, podemos destacar três críticas que buscam desconstruir tanto a abordagem neo-chartalista, como a MMT: 1) a crítica histórica sobre a origem da moeda; 2) a crítica sobre o papel da moeda bancária e; 3) a crítica sobre a desagregação do Governo em Tesouro e BC.

Rochon e Vernengo (2003, p.60) sugerem que é possível desconstruir o argumento neo-chartalista ao separar historicamente o Estado e o dinheiro: *"If it is possible to separate the theory of money from the theory of the state, the chartalist view also believes*

that money is injected into circulation because citizens demand currency, which the state supplies". A partir desse ponto, os autores recorrem a exemplos históricos de sociedade que contavam com ampla circulação de moeda, mas que não tinham um Estado desenvolvido ou com poder suficiente para tributar na unidade de conta desejada. Através desses exemplos, os autores acreditam na possibilidade histórica de separar a origem da moeda em relação à origem do Estado. Isso os ajudaria a construir evidências de que o neo-chartalismo não seria capaz de explicar a existência de moeda nessas sociedades antepassadas e nem mesmo a moeda como meio de troca entre comerciantes de diferentes nacionalidades, em que cada qual deveria arrecadar impostos para Estados distintos³.

Ao estabelecerem o argumento histórico como base, Rochon e Vernengo (2003) questionam a ideia da moeda ser aceita pela cobrança de impostos. Os autores argumentam no sentido de que, assim como o Tesouro poderia gastar creditando a conta dos bancos, estes últimos também possuem poder indeferido de creditar a conta de seus clientes, os quais poderiam utilizar esse crédito como forma de pagamento. Rochon e Vernengo (2003) sustentam que os bancos também possuiriam poder de emissão monetária, independentemente dos impostos. Ademais, dado que os agentes poderiam utilizar desse "dinheiro" para saldar seus débitos, o volume de circulação da moeda bancária seria grande o suficiente para tornar-se um erro atrelá-la à emissão de moeda estatal. Em última instância, os cidadãos podem pagar impostos com moeda bancária, cabendo aos bancos converterem sua moeda em moeda estatal para saldar o débito com o BC.

A crítica PK sugere que a oferta de moeda seria endógena via emissão de crédito pelos bancos. Logo, a moeda bancária não seria mais secundária, senão protagonista no contexto monetário. Como a moeda bancária pode ser usada para saldar débitos em bancos distintos do que a emitiram, é comum que o saldo bancário termine o dia desequilibrado, isto é, com a emissão de moeda menor do que o volume de depósitos. Em tal situação, cabe ao circuito de compensação interbancário remanejar o saldo positivo dos bancos superavitários para cobrir o saldo negativo dos deficitários. Em casos de iliquidez, em que o crédito fosse interrompido, caberia ao BC atuar como emprestador de

³ Os autores críticos não tomam o devido cuidado de distinguir "moeda" de "divisa", cuidado este que tomaremos ao decorrer deste trabalho. Enquanto à primeira funciona somente como um ativo que possui seu retorno atrelado à liquidez, conforme mostra Keynes (1936, cap.17), a divisa é um ativo que, além do prêmio pela liquidez, é capaz de valorizar-se (ou desvalorizar-se) nominalmente frente à moeda (e.g. via câmbio).

última instância e converter a moeda bancária em moeda do BC, em ambos os casos vemos o que Gnos e Rochon (2002, p.45) chamam de HPM, conceito este, que se estende desde as relações entre BC e bancos comerciais até as relações interbancárias.

Gnos e Rochon (2002) sustentam que os gastos do Tesouro podem estimular a criação, mas, não são HPM. Isto porque, os autores buscam diferenciar o "dinheiro do BC" da "dívida do tesouro". Gnos e Rochon (2002) argumentam que mesmo se o Tesouro creditar a conta dos agentes, isso só ocorrerá perante a leniência do BC, de tal forma que este último deva encarar essa operação como empréstimo para o Tesouro e, só o fará, admitindo títulos públicos como colateral. A partir deste argumento, os autores destacam a importância em separar as figuras do BC e Tesouro, que em muitos países são separados por lei.

Gnos e Rochon (2002) tratam do endividamento público como realizado sobre moeda a qual o Tesouro não tem poder. Ao distinguir a moeda do BC do título da dívida do Tesouro, os autores sustentam que o responsável por emitir HPM seria a primeira entidade, enquanto o ente fiscal estaria apenas acumulando dívida junto ao primeiro. Como consequência, Gnos e Rochon (2002, p.51-53) sustentam que chegará um momento em que os impostos deverão ser coletados para compensar o débito do Tesouro com o BC. É verdade que os impostos destroem HPM, mas o fazem saldando a dívida assumida pelos gastos fiscais. Através desses argumentos, os autores chegam a conclusão de que os impostos, além de garantir a circulação da moeda, garantem também, a emissão de dívida (*ibidem*, p.55).

Lavoie (2013), assim como Gnos e Rochon (2002), propõe um estudo detalhado da relação entre tesouro e BC, ainda que por motivos diferentes dos autores tratados no parágrafo acima. Lavoie (2013) não difere entre moeda da autoridade monetária e título público, porém, defende que a unificação do Tesouro com Bacen pode esconder algumas peculiaridades. Utilizando exemplos como Estados Unidos e Europa, o autor sustenta que, na prática, existem restrições legais que impedem a relação entre Tesouro e BC. Diante da restrição, o primeiro só conseguiria ter acesso às contas dos bancos comerciais junto com a autoridade monetária, por meio do mercado secundário de títulos públicos. Tão logo o gasto fiscal dependa da intermediação do mercado secundário de dívida pública, esta seria necessária para o financiamento destes gastos, diferente do que afirma a abordagem neo-chartalista.

Nessa conjuntura, o mecanismo de gasto alterar-se-ia qualitativamente, mas não quantitativamente. Lavoie (2013) aponta que nesses casos de restrições supracitados, o Tesouro, via emissão de títulos no mercado primário, coordenaria sua política com o BC, o qual atuaria no mercado secundário trocando os títulos emitidos por HPM. Lavoie (2013, p.18) descreve o processo em cinco movimentos: O primeiro movimento, seria Tesouro emitindo títulos no mercado primário, para os bancos comerciais. Durante o segundo movimento, a dívida seria mantida na carteira dos bancos comerciais junto ao BC, reduzindo a reserva líquida e obrigando este a injetar reservas através da compra destes títulos no mercado secundário, conforme o terceiro movimento. O resultado do movimento anterior será a elevação das reservas bancárias. Supondo, adicionalmente, que os agentes reteriam uma parte como moeda e depositariam o restante, além de estabelecer uma taxa compulsória de reservas que os bancos comerciais deveriam manter junto ao BC, chegamos no quinto movimento. Apesar de similar aos movimentos descritos por Wray (1998), Lavoie (2013) enfatiza que, ao separar o balanço do Tesouro do balanço do BC, é possível verificar que os títulos precederiam os gastos em países com a relação entre estes dois entes proibida por lei.

Passando agora para os apontamentos institucionalistas, faz-se necessário reconstituir brevemente a concepção de moeda como instituição. O conceito de moeda institucional advém do fato dos agentes necessitarem de um numerário que os permitam calcular as receitas de sua produção e o custo de seus insumos com base na sua posição relativa no mercado que está inserido (ORLÉAN, 2007). Isto é, o produtor de carros não pode calcular sua rentabilidade em termos de carros produzidos, se estes produtos não o permitirão obter os bens de consumo que desejar. A economia de mercado requer que este produtor de carros afigure sua riqueza em termos dos bens desejados pelo produtor da mercadoria que ele deseja adquirir com a venda de carros. Nesta conjuntura, na ausência de moeda pré-existente (ou perante a descrença na moeda atual), os produtores tentariam determinar qual mercadoria os demais produtores utilizariam para medir o valor da sua produção. No agregado, quando todos os produtores reproduzem esse jogo de adivinhação, perante o conflito para determinar o equivalente geral da economia, surgiria uma mercadoria comumente aceita naquele mercado, isto é, a moeda (DEQUECH, 2013, p.256).

Dentre os aspectos que concedem confiança à moeda escolhida, teríamos: 1) a “confiança metódica”; 2) a “confiança hierárquica” e; 3) a “confiança ética” (ORLÉAN,

2007, p.5). Por “confiança metódica” Orléan (2007) refere-se à confiança obtida através da repetição de determinado comportamento, que ao ser adotado seguidamente pode-se tornar um hábito e reduzir a incerteza do agente que passa a atribuir maior grau de confiança. A “confiança hierárquica” seria aquela conquistada pela garantia de um ente hierarquicamente superior. Já a confiança ética seria oriunda da adesão a objetivos coletivos, ou seja, como os agentes compartilham a crença de que todos têm o mesmo objetivo, aumenta-se o grau de confiança sobre a decisão que envolva tal objetivo. A visão institucionalista sustenta que a moeda emerge, dentre tantos outros objetos candidatos ao posto, ao combinar o compartilhamento destas três confianças entre os agentes.

Dito isso, a moeda emergiria como fruto de conflito entre os interesses dos agentes para eleger qual “mercadoria” funcionaria como métrica de “valor abstrato” (*sic.*)⁴. Nesse ponto, a confiança hierárquica que os agentes depositam sobre o Estado impactaria fortemente a influência deste na decisão dos agentes. Durante o processo de ascensão de uma mercadoria ao posto de “moeda”, cada agente buscaria influenciar a posição dos demais agentes conforme seus interesses. Nesse ponto, o Estado exerceria influência no processo decisório através do seu poder de conceder “confiança hierárquica” à mercadoria, além de gerir os conflitos de acordo com seus interesses (ORLÉAN, 2007, p.8). Em suma, o Estado agiria como se fosse um agente com poder de influenciar fortemente a opinião média dos demais, guiando as decisões. Ainda é possível avançar na interpretação de Orléan quando este parece sugerir que maior será a capacidade do Estado em influenciar a escolha dos agentes, quanto maior for sua soberania: “*Par ailleurs, pour ajouter encore à la complexité du rapport de captation, il ne faut pas perdre de vue que l'État lui-même trouve, dans ce processus de constitution de la monnaie, de nouvelles ressources, symboliques, politiques et économiques, grâce auxquelles sa souveraineté est affermie*” (*ibidem*, p.8).

É importante destacar que existem diferenças sutis quanto a origem da moeda, apesar da visão institucionalista não ser incompatível com a abordagem neo-chartalista, como Orléan (2007, p.10) sugere: “*En effet, comme le souligne à juste titre la pensée chartaliste, fiscalité et unité de compte ont partie liée*”. A divergência, como já destacado,

⁴ A moeda como métrica de valor parece pressupor a equivalência entre preços e valor, ignorando o problema de transformação, o que seria uma inconsistência teórica grave (para esse debate ver: Belluzzo, 1980 e Tavares, 1978).

advém do fato de que a moeda como criatura do Estado seria apenas uma possibilidade para a escola institucionalista. Conseqüentemente, esta última considera a possibilidade dos agentes perderem a confiança na moeda Estatal e migrarem para alguma nova forma de moeda, fato que colocaria o Estado em sérios problemas fiscais. Orléan (2007, p.9-12) cita Alemanha de 1923 e a França de 1926 como exemplos históricos em que a moeda Estatal enfrentou hiperinflação, deixou de servir como moeda por algum período e só retomou suas funções quando conseguiu restabelecer a confiança do público. No caso francês, a reforma monetária mostrou-se desnecessária com a eleição de um Governo que era bem visto popularmente.

Prates (2017) realiza uma completa revisão bibliográfica das críticas acima e, ao pondera-las pelos contra-argumentos da abordagem da MMT, sugere alguns elementos complementares que devem ser levados em conta na análise neo-chartalista que se propõe a formular a teoria moderna do dinheiro. Tais complementariedades são expostas na seção seguinte.

4. Críticas Complementares.

Diferente das críticas expostas na seção anterior, esta seção abordará uma crítica à MMT que não visa questionar seus pressupostos, senão avançar na teoria proposta ao incorporar complexidades presentes na economia. Ao incorporar o contexto atual do Sistema Monetário Internacional (SMI) na análise de Wray (1998), nos defrontamos com divisas que possuem distintos graus hierárquicos, segundo sua aceitação como reserva de valor internacional (DE CONTI et al., 2014)⁵. Conforme De Conti et al. (2014), poderíamos definir o dólar como padrão monetário hegemônico utilizado nas trocas internacionais e:

[...]Em seguida, posiciona-se o euro, que teve importância crescente desde sua criação até a crise atual, sobretudo no exercício privado das funções reserva de valor e unidade de conta. Em um terceiro patamar de importância, encontram-se o iene, a libra esterlina, o franco suíço e – um pouco abaixo – o dólar canadense e

⁵ Por mais que uma moeda tenha sua soberania garantida no espaço nacional, dentro do SMI ela será demanda como divisa conforme os agentes aceitem seu prêmio pela iliquidez. Divisas que estão em graus hierárquicos mais elevados tendem a ter mais liquidez do que divisas emitidas por países de baixo grau hierárquico (PRATES, 2002). A posição hierárquica que o país ocupa no SMI depende de três fatores, segundo De Conti et al. (2014): 1) Dimensão da economia emissora da moeda e sua integração geopolítica; 2) Poder político da nação no cenário internacional e; 3) Voluntarismo político. Para maiores detalhes ver Cohen (1998), Prates (2002), Carneiro (2002) e Belluzzo e Almeida (2002).

o dólar australiano, que exercem algumas funções da moeda na cena internacional, ainda que de maneira secundária. Além dessas, percebe-se que outras moedas podem eventualmente apresentar uso internacional, mas em caráter marginal (ou mesmo excepcional) (p.344).

Quanto mais ao topo na pirâmide hierárquica se encontra o país emissor da divisa, mais esta será aceita e comercializada no âmbito internacional, portanto, maior será sua liquidez⁶. Divisas como o Real, o Peso argentino ou o Peso mexicano, por terem menor aceitação internacional, devem recompensar seu possuidor com um prêmio maior a ponto de incentivá-lo a abrir mão de adquirir unidade extra de dólar em seu portfólio para adquirir Real, por exemplo.

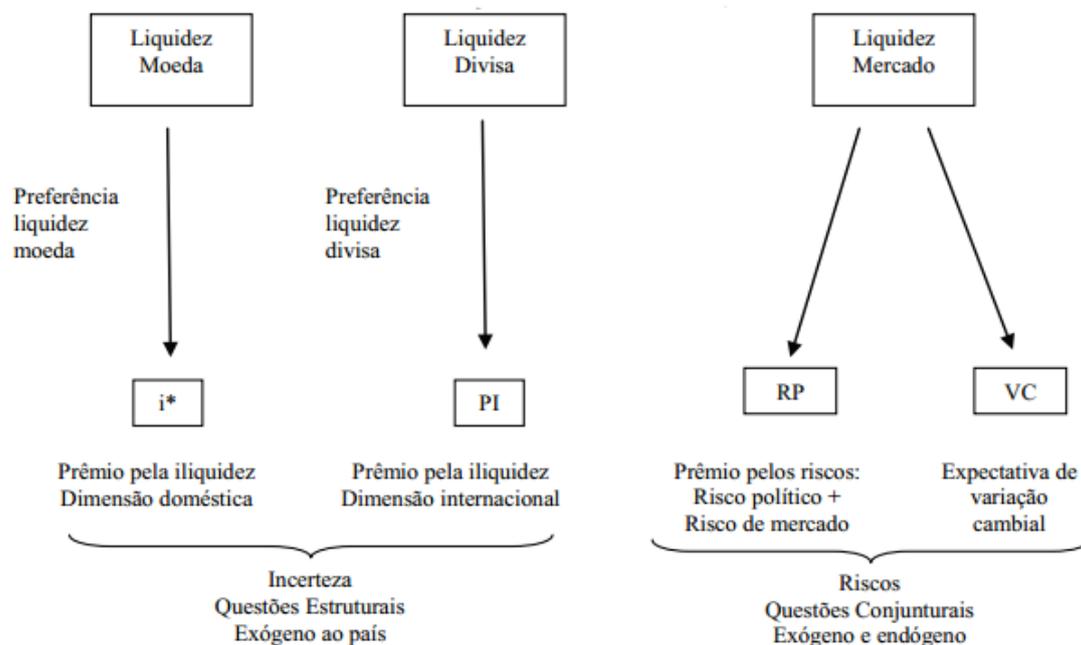
De Conti et al. (2014) sustentam que um país inserido no SMI, terá sua taxa de juros determinada pela taxa básica internacional de juros (i^*), somado ao spread que recompensa o “Risco País” (RP), à variação cambial esperada (VC) e ao prêmio pela iliquidez (PI). A taxa básica de juros seria aquela determinada pelo país de grau hierárquico mais alto, ou seja, a taxa determinada pelo FED. Repare, que para esta taxa, a determinação unilateral dos juros, tal qual exposta pela MMT se aplica. O risco país se refere ao risco político e de mercado, ambos probabilisticamente calculáveis, enquanto o prêmio pela iliquidez tem um componente de incerteza forte que varia de acordo com o apetite ao risco dos agentes em reter divisas de baixa liquidez internacional em seu portfólio. Por fim, a variação cambial esperada além de depender de motivos políticos, também depende do grau de confiança que os agentes depositam em sua previsão em relação ao câmbio. Dito isso, para países periféricos RP, VC e PI serão consideravelmente maior que zero e não há motivos para acreditar que a soma seus efeitos será nula. Isto é, os países periféricos tendem a ter taxas de juros maiores do que países centrais visando manter um diferencial de taxas atrativo ao capital internacional (DE CONTI et al, 2014).

Conforme De Conti et al. (2014, p.359) a determinação da taxa de juros em países periféricos pode ser descrita de acordo com a seguinte imagem:

⁶ Se entendermos liquidez como a capacidade de uma mercadoria metamorfosear-se em outra de forma veloz e sem perda de valor, teríamos que o Dólar seria a divisa mais líquida do SMI, acompanhado logo atrás pelo Euro, lene etc. portanto, a “mercadoria” que emergiria como moeda no SMI.

Figura 1 – Relação entre Juros e Componentes da Liquidez.

Outrossim, a taxa de juros determinada pelos EUA seria completamente exógena



Fonte: De Conti, Prates e Plihon (2014, p.359)

que o fluxo de capital especulativo em busca de rendimentos via taxa de juros não é capaz de mudá-lo significativamente. Nesse caso, o FED enfrentaria pouca ou nenhuma resistência para manter a taxa de juros no patamar que for condizente com seus interesses. Com pequeno grau de imprecisão, poderíamos estender boa parte desta análise para países como Japão, Canadá e Austrália, em que a variação esperada do câmbio, o risco país e o prêmio pela iliquidez são nulos ou próximos de zero.

Por outro lado, se aplicarmos o conceito para países periféricos (e.g. Brasil, México, Argentina etc.) veríamos certas restrições da autoridade monetária fixar a taxa de juros em patamar independente das condições externas. A demanda internacional pelas divisas desses países oscila conforme o fluxo de liquidez internacional de capitais busca rendimentos na periferia (BIANCARELLI, 2010). Em fases de “apetite ao risco” os capitais migram do centro para a periferia em busca de rentabilidade, de tal forma que a ausência do diferencial de taxa de juros poderá tornar-se fator suficiente para excluir uma nação do ciclo de liquidez internacional. Enquanto que a reversão dessa fase seria marcada pela “fuga para a qualidade”, em que a aversão ao risco dos credores internacionais se exagera, fazendo-os recompor sua carteira nos países centrais,

engendrando um movimento de depreciação da divisa periférica. Com esse movimento cíclico em curso, os países enfrentariam três alternativas: 1) permitir a desvalorização cambial e aceitar suas consequências, 2) evitá-la, fazendo uso das reservas internacionais - se possuir montante suficiente - ou 3) elevar a taxa de juros, a fim de evitar a fuga de capital. Repare, que o argumento deixa de ser da “trindade impossível” e passa a ser a “dualidade impossível”, em que dentre câmbio flutuante, controle de capitais e autonomia monetária, a nação de divisa periférica deve escolher o controle sobre apenas uma dessas variáveis (ver Flassbeck, 2001 citado por Prates, 2017).

Considerando o impacto do SMI sobre a taxa de juros dos países periféricos, até que ponto poderíamos manter a análise da segunda seção dada a restrição de autonomia política em países periféricos? Prates (2017) constrói esta análise e defende que se de um lado temos a análise binária em que um país possui ou não moeda soberana, do outro, temos a análise de grau de autonomia para exercer tal soberania. Por mais que um país de moeda soberana não possua restrições internas de fixar a taxa de juros de acordo com seus interesses, o SMI pode exigir diferenciais de juros distintos de acordo com a posição hierárquica ocupada pelo país em tal sistema monetário. Assim, países soberanos com baixo grau hierárquico no sistema internacional teriam seu espaço de política monetária mais restrito do que países sem moeda soberana, mas com divisa líquida, conforme aponta Prates (2017, p.37):

Figura 2 – Relação entre soberania e hierarquia de Moedas.

trabalho considerará alguns pontos estabelecidos e tentará propor caminhos para se avançar na investigação científica ao incorporar críticas que robusteçam a teoria em estudo.

A primeira crítica PK em relação à origem da moeda, não se sustenta sobre a proposta de Wray (1998) uma vez que este descarta a tentativa de determinar historicamente a origem da moeda. Como apontado na terceira seção, Rochon e Vernengo (2003) criticam a abordagem neo-chartalista sobre a origem da moeda com base em exemplos históricos em que a moeda precederia o Estado. Wray (2004) argumenta no sentido de que na ausência do Estado, outro ente em grau hierárquico superior seria o responsável por determinar o que funcionaria como moeda. Ademais, Wray (2004) também desconsidera válido qualquer tratamento histórico sobre a origem da moeda, já que o conceito de dinheiro pode variar entre diferentes sociedades, logo, seria recomendável partir de uma análise teórica e não histórica.

A segunda crítica PK em relação ao papel da moeda bancária certamente não invalida a análise de Wray (1998), vale destacar: orientando de Hyman Minsky na Universidade de Washington em St. Louis, principal teórico pós-keynesiano a tratar de moeda bancária. É verdade que a relação orientador-orientando não garante fidelidade do desenvolvimento teórico do segundo para com o primeiro, mas esse não é o caso de Wray e Minsky. O trabalho de Wray (1998) foca no papel do Estado como garantidor do curso legal de determinado ativo como moeda sem negligenciar, em nenhuma medida, o poder de emissão bancário. Não se trata de argumentar que a moeda estatal possui maior ou menor importância nas transações privadas, mas sim, no fato da ausência de capacidade dos bancos em ser “credor universal”. Em outras palavras, o Estado é o único capaz de emitir uma dívida na mesma unidade de conta para quase todos os membros da sociedade, isto é, a única dívida comum a todo cidadão de uma nação é o imposto ao Estado. Os bancos, por outro lado, não são capazes de forçar todo cidadão a ter dívida a ser paga em uma unidade de conta a sua escolha, logo, isso é que faz o neo-chartalismo tratar a moeda como criatura do Estado e não “criatura bancária”.

Passando para a terceira crítica PK, que se mistura com a crítica feita por Lavoie (2013) e também aceita por Prates (2017), temos o argumento da independência entre BC e Tesouro. Kelton [Bell] e Wray (2002) consideram que mesmo que a independência aconteça *de jure*, ela jamais se manifestará *de facto*, já que as ações do BC e do Tesouro são interconectadas e acontecerão via mercado primário ou secundário, como apontado

na seção dois deste trabalho. No entanto, mesmo após a resposta de Wray e Kelton [Bell], o debate não se esgotou, isto porque, existe uma diferença entre o que os críticos e o que Kelton [Bell] e Wray consideram HPM. Gnos e Rochon (2002) diferenciam “dinheiro do BC” de “dívida do Tesouro”, sendo que apenas o primeiro seria considerado capaz de gerar HPM via crédito no sistema bancário. Para Kelton [Bell] e Wray (2002), dado que existe - e é operacionalmente necessário que exista – uma conta compartilhada pelo Tesouro e BC, em que toda a arrecadação e títulos são mantidos em carteira, não há motivos para segregar “dinheiro do BC” e “dívida do tesouro”, já que seria apenas uma operação contábil entre dois entes governamentais. A compra de títulos pelo BC não se trata da criação de uma dívida nova, senão realocação patrimonial dentro do setor público, logo, ambos podem ser considerados HPM pois são duas faces da mesma moeda (dívida pública). Se o conceito de HPM de Gnos e Rochon (2002) for estendido à títulos emitidos pelo Tesouro, não haveria motivos para separar teoricamente BC de Tesouro. Tal segregação do conceito só faz-se necessária a partir do momento em que não existir uma conta compartilhada entre os dois entes e o BC ficar operacionalmente impossibilitado de comprar títulos do Tesouro no mercado primário e/ou secundário.

A crítica institucionalista é estrutural, mas, não invalida a visão neo-chartalista, como argumentado na terceira seção nas palavras do próprio Orléan (2007). Dequech (2013) também tenta mostrar como a visão institucionalista é compatível com a visão chartalista e neo-chartalista da moeda, desde que ponderadas algumas divergências. Dito isso, o presente trabalho defende a necessidade de incorporar as críticas institucionalistas sem invalidar ou alterar drasticamente os corolários da MMT. Orléan (2007) evidenciou os três canais de transmissão da confiança para a moeda, de tal modo que a “confiança hierárquica”, tão enfatizada pelos neo-chartalistas, deva ser ponderada pela “confiança metódica” e “ética”, fato que nos permite entender mudanças nos padrões monetários nacionais e internacionais. Uma vez que todos os agentes possuam o mesmo objetivo, qual seja: transacionar entre si, o padrão monetário existirá ainda em sistemas hipotéticos sem qualquer ente hierarquicamente superior. Ainda que pragmaticamente não provoque grandes alterações nos corolários neo-chartalistas para economias fechadas, em nome da precisão teórica, este trabalho entende a crítica institucionalista como válida a ser incorporada na visão de moeda que baseará a MMT.

Aplicando a crítica acima ao contexto monetário internacional, teríamos que se todos os países desejassem transacionar entre si utilizando sua própria moeda, o comércio

internacional seria inviabilizado, assim, a “confiança ética” e “metódica” garantiriam o surgimento de algum padrão monetário internacional. Nesse ponto, tanto Rochon e Vernengo (2003) como Prates (2017) questionam que uma teoria com a pretensão de ser moderna, não tenha tratado do contexto internacional, de suma importância ao capitalismo moderno.

Incorporando o papel do setor externo à análise da MMT, teríamos que a confiança hierárquica garantiria ao país internacionalmente hegemônico, o poder de forçar o curso da sua moeda como moeda internacionalmente aceita. Porém, como no âmbito internacional não teríamos impostos, o curso forçado vem do grau hierárquico ocupado pelos EUA no SMI, conforme apontaram De Conti et al. (2014) e Prates (2017). O posto ocupado pelos EUA no SMI seria fruto da combinação de fatores ao longo da história da economia política internacional, os quais o permitiram transmitir ao resto do mundo que a sua mercadoria (dólar) teria as características necessárias para ocupar o posto de “moeda”. Diferente do âmbito nacional, em que o curso da moeda é forçado via impostos, no âmbito internacional, são as três formas de “confiança” destacadas por Orléan (2007) que garantem a demanda por dólar entre todos os demais países. Logo, todos os países que não emitem dólar, têm sua divisa operando como mercadorias pretensas a ser moeda, mas que exercem, somente com algum grau de eficiência, o papel internacional de “moeda”, o Euro, Iene e as demais “moedas” seriam apenas “divisas” no contexto internacional.

No âmbito nacional, temos que países com menor grau hierárquico no SMI teriam sua taxa de juros influenciada pelas condições internacionais, à ele exógena. Dentro da análise de Wray (1998) a única mudança provocada viria do fato de que a taxa de juros passaria a ser exogenamente determinada pelo BC dentro de uma banda, em que o limite inferior seria determinado pelo diferencial mínimo de juros em relação à taxa de juros dos países centrais, aceito como prêmio pela iliquidez do capital internacional. Isto é, os países periféricos devem oferecer, no mínimo, a taxa de juros suficiente para evitar fuga de capitais estrangeiros.

É importante fazer algumas ressalvas para evitar imprecisões teóricas. Primeiro, a taxa de juros não é instrumento para equilibrar a balança comercial. Esta já é equilibrada pela conta de capitais (ou variação das reservas) por definição. A taxa de juros é tão somente um fenômeno monetário utilizado sob certas circunstâncias internacionais para evitar flutuações indesejadas do câmbio e das reservas. Segundo, as premissas básicas da

MMT se mantém ainda que incorporado o conceito de hierarquias, são elas: 1) moeda chartalista e 2) nenhum país com moeda soberana fica impossibilitado de saldar débitos na própria moeda. Senão vejamos, mesmo os países periféricos não se vêm impossibilitados de refinar suas dívidas sob nenhuma circunstância, porém, economicamente as consequências de refinar dívida podem ser mais recessivas do que realinhar a meta da taxa de juros para atrair capital externo. Dado o fluxo de capital internacional negativo, caso a meta de juros perseguida pelo BC não garanta um diferencial de juros em relação aos juros praticados nos países centrais, haverá fuga de capital e desvalorização cambial que pode gerar inflação e efeitos recessivos, se não controlada. Nesse cenário, a política econômica deveria priorizar a estabilidade cambial em detrimento da meta de juros. Por outro lado, em momentos de bonança dos fluxos internacionais na fase de “apetite ao risco”, a margem de autonomia do BC para definir sua meta de juros com base no nível de emprego nacional fica ampliada.

6. Considerações Finais.

O presente texto buscou expor alguns dos principais pontos em debate acerca da Teoria Moderna do Dinheiro, apresentando as críticas a serem respondidas, bem como aquelas a serem absorvidas. Os argumentos apontados por Rochon e Vernengo (2013) e Lavoie (2013) podem ser confrontados com respostas teóricas sem que a direção da pesquisa se altere. Por outro lado, os argumentos apontados pela escola institucionalista, bem como pela vertente da hierarquia de moedas devem ser absorvidos no sentido de analisar as condições gerais da MMT em contexto internacional.

Ao levar a conjuntura internacional em consideração, a livre flutuação do câmbio poderia provocar implicações econômicas indesejadas com serias repercussões não apontadas por Wray (1998). Uma nação periférica enfrenta casos de fuga de capitais que provocam problemas de balanço de pagamentos e/ou desvalorização de sua divisa. Em tais circunstâncias, a autoridade monetária vê-se obrigada a fazer uso de suas reservas internacionais e/ou elevar a taxa de juros doméstica para evitar as consequências mais severas provocadas pela desvalorização de sua moeda. Tal exemplo fica evidente com o choque dos juros de Volker em 1979 e, em menor grau, quando qualquer país emergente enfrenta crises de balanço de pagamentos e provoca crises de liquidez em outros países emergente por simples “efeito contágio”, nesse sentido, o ano de 2018 tem se mostrado um frutífero campo de estudo com o aprofundamento da crise turca e argentina em combinação com a alta de juros do FED. A despeito do volume de reservas internacionais,

o qual pode variar para cada país, a elevação da taxa de juros pode amenizar o impacto da fuga de capitais ao aumentar o prêmio pela iliquidez do agente em reter divisa periférica em seu portfólio. Como argumentado em seções anteriores, a desvalorização da divisa, provocada pela fuga de capitais, pode engendrar uma série de problemas adicionais para a economia doméstica.

Se o argumento desenvolvido até aqui está correto, abre-se uma nova agenda de pesquisa a ser explorada. Dado o dilema da “dualidade impossível” enfrentado por um país periférico, fica necessário auferir o grau de fragilidade externa que cada nação está exposta. Países com maior volume de reservas internacionais podem ter menos problemas em manter a taxa de juros doméstica aos níveis que forem de interesse da autoridade monetária. No mesmo sentido, nações com maior grau de controle de fluxos de capital terão maior facilidade em lidar com fugas de capital. Pensando em soluções estruturais além destas medidas conjunturais apresentadas, poderíamos repensar na atuação do FMI como órgão de compensação financeira supranacional, ou então, sugerir a necessidade de outros órgãos reguladores supranacionais que atuem no sentido de amenizar os movimentos especulativos. Por fim, destaca-se a importância em se pensar na construção de uma divisa supranacional de compensação, algo como o Bancor apresentado por Keynes (1944).

Em todo caso, permanece a questão sobre o grau de autonomia do país em determinar a taxa de juros. Por um lado, é o movimento do fluxo internacional de capital que os colocam restrições severas, enquanto que, por outro lado, é uma decisão do próprio país elevar a taxa de juros para evitar a fuga de capital. Nesse sentido, também é possível verificar um campo de pesquisa que estude os limites que estes países periféricos enfrentam ao perseguir suas metas. Isto é, ao atender as condições internacionais, o país periférico estaria desviando da taxa de juros desejada pelos fatores internos ou seria possível conciliar os fatores internos com o ambiente externo? Além disso, abrir mão do controle da taxa de juros seria menos recessivo do que deixar o câmbio desvalorizar? Se sim, até que ponto?

Todos estes campos de pesquisas podem ser condensados em uma questão remanescente, a saber: Como uma nação com moeda soberana e com baixo grau hierárquico no SMI poderia superar os desafios impostos internacionalmente e o que poderia ser feito para evitar períodos de restrições aos emergentes? No entanto, esta

questão será discutida em outra oportunidade. Por hora, este trabalho fica satisfeito em apenas organizar o debate acerca da MMT dentro de um contexto internacional.

Referências

BELLUZZO, L. G. **Valor e capitalismo**: Um ensaio sobre a Economia Política. Editora Bial, Sao Paulo, Brasil, 1980.

BELLUZZO, L. G; ALMEIDA, J. S. G. de. **Depois da Queda**: A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BIANCARELI, A. A Abertura Financeira no Brasil: um balanço crítico. In.: MARCOLINO, L.C; CARNEIRO, R. **Sistema Financeiro e Desenvolvimento no Brasil**. São Paulo: Atitude, 2010.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em Crise**: A economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp, 2002.

COHEN, B. J. **The Geography of Money**. London, Ithaca: Cornell University Press, 1998.

DAVIDSON, P. **Money and The Real World**. London: Macmillan, 1978.

DE CONTI, Bruno Martarello; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. A Hierarquia Monetária e suas Implicações para as Taxas de Câmbio e de Juros e a Política Econômica dos Países Periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 2, p. 341, 2014.

DEQUECH, David. Is Money a Convention and/or a Creature of the State? The convention of acceptability, the state, contracts, and taxes. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 36, n. 2, p. 251-274, 2013.

FLASSBECK, H. **The Exchange Rate**: economic policy tool or market price? UNCTAD, 2001. (Discussion Paper, n. 157).

GNOS, Claude; ROCHON, Louis-Philippe. Money Creation and the State: a critical assessment of chartalism. **International Journal of Political Economy**, v. 32, n. 3, p. 41-57, 2002.

KELTON [BELL], Stephanie; WRAY, L. Randall. Fiscal Effects on Reserves and the Independence of the Fed. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 25, n. 2, p. 263-271, 2002.

KELTON [BELL], Stephanie A.; WRAY, L. Randall. **Can Euroland Survive?**. Levy Economics Institute of Bard College, 2009. (Public Policy, n.106).

KEYNES, J. M. The Treatise on Money. In.: **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, v. I e II, Cambridge: Cambridge University Press, 1930. (Edition published in 2013).

_____. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: MacMillan. 1936.

_____. Activities 1941-46: The Clearing Union. In: **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, vol. XXV. Cambridge: Cambridge University Press, 1944. (Edition published in 2013).

KNAPP, Georg Friedrich. **The State Theory of Money**. London: MacMillan, 1924.

LAVOIE, Marc. The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: a friendly critique. **Journal of Economic Issues**, v. 47, n. 1, p. 1-32, 2013.

LERNER, A. P. Functional Finance and The Federal Debt. **Social Research**, v. 10, p. 38-51, 1943

MINSKY, H. P. **Stabilizing and Unstable Economy**. Yale University Press, 1986.

ORLÉAN, A. “L’approche Institutionnaliste de La Monnaie: une introduction”[The Institutional Approach to Money: An Introduction]. Mimeo. Paris, 2007.

PRATES, D. M. **Monetary Sovereignty, Currency Hierarchy and Policy Space**: a post-Keynesian approach. Campinas: UNICAMP, Setembro, 2017. (Texto para Discussão, n.315).

_____. **Crises Financeiras nos Países “Emergentes”**: uma interpretação heterodoxa. 2002. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2002.

ROCHON, Louis-Philippe; VERNENGO, M. State Money and The Real World: or chartalism and its discontents. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 26, n. 1, p. 57-67, 2003.

TAVARES, Maria da Conceição de Almeida. **Ciclo e Crise: O Movimento Recente da Industrialização Brasileira**. 1978. Tese (livre-docência) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade de Economia e Administração, Rio de Janeiro, RJ.

WRAY, L. Randall. **Understanding Modern Money**. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.

_____. **Credit and State Theories of Money**: The contributions of A. Mitchell Innes. Edward Elgar Publishing, 2004.

_____. **Modern Money Theory**: A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems. Palgrave Macmillan, 2015.