

# **Modern Money Theory: uma avaliação da literatura crítica**

Newton Gracia da Silva<sup>1</sup>  
Simone Silva de Deos<sup>2</sup>

## **Resumo**

Desde a publicação do livro *Understanding Modern Money*, de L. Randall Wray, em 1998, emergiu uma ampla literatura sobre moeda chartalista, soberania monetária, nexos fiscal e monetário, análise de balanços setoriais, financiamento dos gastos do governo, déficit público, tributação e pleno emprego. Nesse período, várias críticas foram endereçadas tanto ao trabalho seminal de Wray quanto à literatura que, na sequência desse, procurou desenvolver e complementar a abordagem que passou a ser conhecida como Modern Money Theory (MMT). O objetivo principal deste ensaio é revisar os principais trabalhos críticos à MMT publicados nos últimos vinte anos. Todavia, adverte-se que o presente trabalho não tem a pretensão de esgotar a vasta literatura publicada no período, limitando-se aos artigos que foram mais amplamente citados, oriundos de publicações em periódicos acadêmicos. Trata-se de uma pesquisa em estágio inicial que busca contribuições para analisar, numa próxima fase, a natureza das críticas à MMT e sua relação com o desenvolvimento da teoria econômica heterodoxa no período em tela.

Palavras-chave: Modern Money Theory; Teoria econômica; Crítica.

# **Modern Money Theory: an assessment of critical literature**

## **Abstract**

Since “Understanding Modern Money” was published, by L. Randall Wray, in 1998, a wide literature on chartalist currency, monetary sovereignty, fiscal and monetary nexus, analysis of sectoral balance sheets, financing of government spending, public deficit, taxation and full employment was developed. During this period, several criticisms were addressed both to Wray's seminal work as well as to the literature which, following this, sought to develop and complement the approach that came to be known as Modern Money Theory (MMT). The main objective of this essay is to review the main critical contributions to MMT that were published in the last twenty years. However, present paper does not intend to exhaust the vast literature which was published in the period, limiting itself to the articles that were most widely cited, published in academic journals. This essay represents an early stage research that seeks contributions to analyze, in a next phase,

---

<sup>1</sup> Doutorando em Economia no Instituto de Economia (IE) da Unicamp e pesquisador do (IE-Unicamp).

<sup>2</sup> Professora Livre Docente do Instituto de Economia da Unicamp, pesquisadora do CERI (IE-Unicamp) e membro do Grupo de Estudos “Neoliberalismo, Subjetivação e Formas de Resistência (IEA-USP).

the nature of criticisms on MMT and its relationship with the development of heterodox economic theory in the period under review.

Key-words: Modern Money Theory; Economic Theory; Review.

## INTRODUÇÃO

*Understanding Modern Money*, publicado em 1998 por Randall Wray, é uma obra seminal, que apresenta as raízes do que seria denominado, mais tarde, de neochartalismo ou Modern Money Theory (MMT). O livro é o trabalho mais difundido de Wray até o presente, tendo recebido, até março de 2020, 1282 citações em trabalhos indexados pelo Google Scholar. Seu escopo abrange i) uma discussão sobre a origem histórica e a natureza da moeda; ii) uma análise sobre como a moeda é, contemporaneamente, criada e destruída, e iii) uma proposição de política econômica que se desdobra da análise, que é a do empregador de última instância. De forma geral, o texto se apoia na história e na teoria para sugerir que é possível obter pleno emprego com estabilidade de preços. A ideia essencial parte de uma releitura de Keynes e das finanças funcionais, seguindo a trajetória pós-keynesiana-minskyana, para propor uma política de pleno emprego que utiliza a própria mão-de-obra como um estoque regulador capaz de reduzir a instabilidade financeira de uma economia capitalista e erradicar o desemprego.

Desde a publicação do livro seminal de Wray, em 1998, emergiu uma ampla literatura sobre moeda chartalista, soberania monetária, nexos fiscal e monetário, análise de balanços setoriais, financiamento do governo, déficit público, tributação e desemprego. Paralelamente, várias críticas foram endereçadas tanto ao trabalho de Wray quanto à literatura que, na sequência desse, procurou desenvolver e complementar a abordagem que passou a ser conhecida como Modern Money Theory (MMT).

O objetivo do presente ensaio é identificar e agrupar as críticas à MMT em cinco categorias, seguindo, preferencialmente, uma ordem cronológica. Após essa breve introdução, a **primeira** seção apresenta um conjunto de ideias chave para a compreensão do livro de Wray (1998), tais como a moeda chartalista, o entendimento da “moeda guiada por tributos”, a noção de soberania monetária e a abordagem dos balanços (ou saldos) setoriais da economia. A **segunda** seção introduz o leitor à literatura crítica produzida entre 1998 e 2018, e não irá se ocupar dos desenvolvimentos teóricos e empíricos da MMT, bem como das réplicas aos autores que contribuíram criticamente. As **considerações finais** avaliam brevemente a evolução da crítica à MMT e indicam alguns caminhos para o leitor buscar o estado da arte nesta discussão acadêmica.

## 1 A MODERN MONEY THEORY: UMA SÍNTESE

Randall Wray, na obra seminal de 1998, argumenta que o pleno emprego e a estabilidade de preços não são metas incompatíveis, tal como sugere o Novo Consenso Macroeconômico. De fato, o autor pensa numa política capaz de levar ao pleno emprego permanente no mercado de trabalho, ao mesmo tempo em que assegura a estabilidade de preços. Tal sugestão de política pública surge de uma minuciosa pesquisa histórica e antropológica que aparece, em linguagem simples e resumida, juntamente com uma releitura da teoria monetária de Keynes, a partir da discussão sobre o que é a moeda moderna e qual a sua origem. Deste modo, Wray (1998) consegue se afastar do imbróglcio teórico e doutrinário entre os monetaristas e keynesianos, de toda as matizes, sobre a taxa natural de desemprego. O autor, por certo, também se mantém bastante distante das revisadas da teoria quantitativa da moeda.

A sua abordagem, amplamente fundamentada em pesquisa histórica, procura amalgamar o chartalismo de Georg Knapp, a teoria da demanda efetiva de Keynes e as finanças funcionais de Abba Lerner. Wray (1998) argumenta que, contrariamente ao senso comum, os déficits orçamentários públicos não são um problema *per se*, mas uma condição estrutural de um sistema no qual o setor privado deseja reter moeda estatal e ativos líquidos denominados nesta moeda. O livro desenvolve-se a partir da apresentação da moeda como uma relação social de dívida, histórica e socialmente determinada. Nos últimos 4.000 anos, tal como Keynes apontou em seu *Treatise on Money* (1930), o “modern money”, no caso da moeda estatal, assumiu a forma de uma relação de dívida entre o Estado (ou soberano) e os cidadãos (ou súditos). Nessa relação, o primeiro tem o poder de escolher, definir e redefinir qual será a unidade de conta, bem como de estabelecer o instrumento representativo desse dinheiro (*token*) e o seu valor relativo. Os cidadãos, forçados e/ou incentivados, utilizarão esse dinheiro estatal pela necessidade de pagar tributos – impostos, taxas e outras obrigações não recíprocas que podem variar em cada contexto histórico.

Em seu livro, Wray (1998) está assentado na noção de moeda guiada por tributos, ou “*tax driven money*”. Este é um ponto teórico chave para conectar o chartalismo com a teoria de Keynes e as finanças funcionais. O desenvolvimento teórico deste ponto leva diretamente à ideia de soberania monetária como condição necessária para que um determinado país possa conduzir a sua política macroeconômica. Um país monetariamente soberano é capaz de emitir a sua própria moeda e impor tributos - impostos, taxas e contribuições - nesta mesma unidade de conta em todo o seu território. Para que o país tenha soberania monetária também é imprescindível que a sua moeda não seja resgatável por moedas estrangeiras ou metais preciosos. As experiências de *currency board* e dolarização são exemplos de políticas que eliminam a soberania monetária de um país.

A existência de soberania monetária é de fato, na MMT, um imperativo para que o governo possa alcançar metas de produto e, sobretudo, de emprego, sem constrangimento fiscal para o seu próprio financiamento. Em outras palavras: o governo pode comprar todos os bens e serviços que são vendidos em sua própria moeda sem risco de moratória<sup>3</sup>. O princípio da “moeda guiada por tributos”, por sua vez, assegura que os impostos servem não para financiar os gastos do governo, mas para criar demanda pela moeda estatal e que a cobrança de tributos, sucede a emissão primária de moeda. Segundo o autor:

In the Chartalist approach, the public demands the government's money because that is the form in which taxes are paid. It is not a coincidence that the modern state uses the same valuta money in its apocentric payments that it accepts in epicentric payments - it uses taxes as a means of inducing the population to supply goods and services to the state, supplying in return the money that will be used to retire the tax liability. In the modern economy, it appears that taxes are paid using bank money, but analysis of reserve accounting shows that tax payments always lead to a reserve drain (that is, reduce central bank liabilities), so that in reality only the government's money is definitive (finally discharging the tax liability) (WRAY, 1998, p.37).

Mas o fato do governo não precisar dos impostos para se financiar não significa que deva gastar ilimitadamente. Randall Wray, definitivamente, não sugere que o governo deva gastar sem limites, mas indica que os déficits são necessários, independentemente do que se pensa a respeito deles (WRAY, 1998, p.81).

Apesar do *Understanding Modern Money* não apresentar, claramente, a abordagem dos saldos entre os três grandes setores da economia (governo, privado doméstico e externo), a ideia subjacente aos desdobramentos teóricos aponta para os balanços setoriais. O ponto central é que o superávit/déficit do setor público federal deve ter como contrapartida um déficit/superávit no setor privado e/ou setor externo, na forma da seguinte identidade contábil:

$$S_{\text{público}} + S_{\text{privado doméstico}} + S_{\text{externo}} \equiv 0 \quad (1)$$

Onde:

$S_{\text{público}}$  é o Governo (tesouro e banco central);

$S_{\text{privado doméstico}}$  é o Setor privado (doméstico);

$S_{\text{externo}}$  é o Setor externo (ou resto do mundo).

A ideia fundamental, que aparece simplificada na identidade acima, é que os “*balances do balance*” - *i. e.*, os balanços setoriais da economia - devem se equilibrar em termos macroeconômicos. Por esta razão é impossível alcançar, simultaneamente, em uma economia, um superávit nominal dos setores público, privado e externo. Assim, por exemplo, para o caso simplificado de uma economia fechada, para que o setor privado (as empresas e as famílias) possa ficar numa posição superavitária, é necessário que o governo assuma uma posição deficitária.

---

<sup>3</sup> Trata-se do high powered money (moeda do banco central ou base monetária).

Há uma proposição de política pública que compõe, juntamente com a dimensão teórico-descritiva, o núcleo da MMT. Esta proposição é o programa de Empregador de Última Instância - no original *Employer of Last Resort* (ELR). Tal programa sugere uma solução tanto para o problema do desemprego crônico numa economia desenvolvida quanto da instabilidade de preços. Wray (1998) afirma que nesta proposta:

[...] the government can guarantee a zero unemployment rate, meaning that all who are ready, willing and able to work at the going wage will be able to find a job - only those unwilling (or unable) to work at the going wage would be left without work (and these are the normally counted as unemployed). At the same time, by setting this 'going wage', the government will provide a price anchor to impact greater price stability to the system. We do not claim that this policy would cause any particular price index to remain constant over time (and indeed would not favour any policy that would attempt to achieve this result). The proposed policy would still allow market (and other) forces to affect both nominal and relative prices (WRAY, 1998, p 122).

O ELR postula que o próprio estoque de mão de obra pode ser utilizado para evitar o desemprego e a instabilidade de preços. Sinteticamente, a proposta consiste na contratação, por um salário inferior ao vigente no mercado, de todos os trabalhadores desempregados que estejam aptos e desejosos por trabalho (WRAY, 1998, cap.6).

Uma das principais contribuições da MMT consiste em explicar por que países monetariamente soberanos têm amplo espaço para política econômica, sobretudo fiscal, dada a inexistência de restrições monetárias ao financiamento públicos. Isso porque esses países emitem a moeda que é utilizada para honrar os seus próprios compromissos denominados nessa unidade de conta. E no caso da política não ser possível por uma força da lei, esta restrição - auto-imposta - pode ser superada por uma mudança no arcabouço legal. Assim sendo, não existem restrições naturais às políticas (como uma taxa natural de desemprego, por exemplo) e os governos são, sim, capazes de focar em questões como o pleno emprego e a estabilidade de preços (WRAY, 1998, 2015; TYMOIGNE; WRAY, 2013).

## **2 UMA INTRODUÇÃO À LITERATURA CRÍTICA DA MMT**

### **2.1 A primeira geração de críticas**

Em agosto de 1999, o periódico *Kyklos* apresentou uma resenha do livro de Wray, de autoria do economista Sergio Rossi. O autor enfatizou a ausência de restrições monetárias ao financiamento público no pensamento de Wray, sobretudo para implementar a proposta do Empregador de Última Instância (ELR). Do mesmo modo, a crítica destacou o resgate da visão chartalista de George Knapp, aliada com uma longa excursão pela história do dinheiro, passando pelas várias formas de dinheiro no mundo antigo e analisando como os governos coloniais monetizaram as economias tribais (ROSSI, 1999).

Para Rossi, o livro de Wray demonstra um entendimento bastante superficial do dinheiro moderno. Adicionalmente, várias de suas reivindicações fundamentais precisariam de uma consideração mais cuidadosa.. Nos termos do autor:

[...] the purportedly logical macro-theoretical analysis informing the major policy proposals of the book ought to demonstrate more rigorously how an economic agent - even as powerful as a government might be - could 'pay' its purchases of goods and services (including labour services) by simply letting its own lous circulate within the national economy (ROSSI, 1999, p.484).

A resenha, que pode ser considerada a primeira crítica em periódico científico à MMT, encerra com a indicação de que falta maior entendimento das relações entre moeda, numerário e a economia real no pensamento de Randall Wray.

Em meados de 2000, o *Journal of Post Keynesian Economics* (JPKE) publicou artigo de Perry Mehrling intitulado “*Modern Money: Fiat or Credit?*”. O artigo faz uma crítica a Wray (1998), o qual teria feito uma leitura muito específica do chartalismo, construída a partir de um modelo simplificado: a parábola da governadora colonial (WRAY, 1998, p.54-57). Mehrling acredita que, de uma perspectiva monetária, o ponto mais significativo sobre o Estado moderno não é o seu poder coercitivo de impor tributos, mas o fato de ser o Estado a entidade com a qual todos fazem negócios. Isto é: “We all buy from it a variety of services, and the price we pay for those services is our taxes” (MEHRLING, 2000, p.402). Além disso, o autor critica o esboço de história econômica acerca da origem e natureza do *modern money* apresentado por Wray. Para ele, os Estados Unidos são uma excelente contraprova histórica de que não há uma centralidade do Estado nas questões monetárias, posto que a parábola da governadora colonial em nada lembra os Estado Unidos atualmente:

Put another way, the problem is not so much with ELR, a proposal that may well be worth trying in some form, but with the underlying parable about the nature of money. Not only does it miss the credit nature of modern money (more on that below), but it also misconstrues the nature of the modern state that issues modern currency. So far as I can see, the government of a country like the United States bears very little resemblance to a colonial governor who imposes taxes in order to monetize a primitive economy. For most of its history, the United States has been characterized by a rather strong private economy and a rather weak central government, punctuated by moments of increased government power during national crises such as wars. It is no accident that we did not achieve a permanent central bank until 1913. Wray recounts some of this history (pp. 61-69, 98-102) but misses its significance. The significant point is that our government is our creation. It is only able to tax us to the extent that we allow it to do so (MEHRLING, 2000, p.402).

Ainda no mesmo ano, a MMT recebeu crítica de Tony Aspromourgos na *Review of Political Economy*. O artigo, intitulado “*Is an Employer-of-Last Resort Policy Sustainable? A Review article*”, questiona os limites de um possível financiamento monetário para um programa de combate ao desemprego involuntário. Além disso, critica a ideia de que o programa ELR poderia servir como um estabilizador de preços - ou política anti-inflacionária. Aspromourgos (2000) afirma que não existe uma relação lógica e imediata entre a efetiva emissão primária de moeda, por parte

do governo, para financiar os gastos públicos, e a conclusão de que os impostos e títulos não financiam o governo. Nas palavras do autor:

What is right and wrong with the Wray (or Bell–Wray) position? Bell and Wray wish to say that (a) government expenditure is effected entirely by creation or injection of outside money; and therefore, that (b) taxes and bonds do not ‘finance’ government expenditure. My response is that proposition (a) is essentially correct, but that proposition (b) does not follow from it. The slip in the step from (a) to (b) is the failure to grasp that the initial set of transactions and economic activities associated with a rise in government expenditure effected via outside money creation, are not, by themselves, sufficient to restore a final or complete equilibrium position for all agents in the system (ASPROMOURGOS, 2000, p.149).

É possível observar que as críticas inicialmente feitas à MMT eram de carácter mais geral, e majoritariamente direccionadas aos trabalhos de Wray (1998)<sup>4</sup>. Trabalhos como os de Perry Mehrling (2000) e Tony Aspromourgos (2000) criticaram tanto os fundamentos teóricos do neochartalismo quanto a sua principal proposição política: o ELR. Contudo, Mehrling pouco discutiu o ELR, concentrando-se na crítica à teoria monetária que foi capaz de reviver as finanças funcionais de Lerner. Já em Aspromourgos (2000), o ponto central é que a política de combate ao desemprego com estabilidade de preços seria possível em outro arcabouço teórico – distinto da proposta de Randall Wray (1998) -, o qual considere os impactos das restrições orçamentárias/fiscais, bem como da inflação.

Em 2002, o artigo “*Money Creation and the State: A Critical Assessment of Chartalism*” de Gnos & Rochon, publicado no *International Journal of Political Economy*. O artigo apresenta uma valiosa crítica ao afirmar que a abordagem chartalista, abordada por autores considerados pós-keynesianos como Randall Wray, Stephanie Bell/ Kelton e Warren Mosler, era incompatível com a teoria pós-keynesiana (GNOS; ROCHON, 2002, p.41-43). Os autores acreditam que a principal falha desses autores, denominados no artigo como pós-keynesianos chartalistas, está na hipótese de consolidação das relações entre o Tesouro e o Banco Central. Os autores argumentam que:

Chartalists believe that attempts at separating the central bank’s and the treasury’s functions is merely “confused discussion” (Wray 2003, 87). Indeed, as Wray clearly states in response to previous critiques (Mehrling 2000; Rossi 1999), “It should be obvious, but it usually does not appear to be so . . . that central bank liabilities do not differ in any significant degree from treasury liabilities—in other words, we can treat both as essentially ‘high powered money’ or liabilities of the state” (2003, 87). In this sense, Wray proposes to “simply consolidate the central bank and the treasury, calling the conglomerate ‘the State,’ and combine treasury and central bank liabilities into a ‘high powered money’ or ‘fiat money,’” suggesting that we treat such transactions like “husband and wife within the household” (GNOS; ROCHON, 2002, p.54).

Para os autores, o princípio das partidas dobradas da Contabilidade é suficiente para visualizar que o Banco Central não pode emprestar para o Tesouro sem registrar uma

---

<sup>4</sup> E, em alguns casos, aos de Bell (1998 e 2000).

contrapartida, que deverá ser ‘paga’ em algum momento. Ademais, em diversos países, o Banco Central é legalmente proibido de financiar o Tesouro (GNOS; ROCHON, 2002, p.53-55). Por fim, o texto descarta a visão de que os impostos servem, especialmente, para criar demanda pela moeda estatal, porém, sugerem que os tributos têm um papel mais importante do que o pensado pela MMT.

No ano seguinte, o artigo de Malcolm Sawyer “*Employer of Last resort: Could It Deliver Full Employment and Price Stability?*”, publicado no *Journal of Economic Issues*, questiona se o ELR poderia atingir pleno emprego com estabilidade de preços. Isso porque haveriam barreiras, causadas por insuficiência de demanda, capazes de impedir o nível de “alto pleno emprego”. Para Sawyer, a proposta de ELR da MMT desconsidera as dificuldades envolvidas no processo de *fine tuning* da demanda agregada. O autor, inclusive, questiona se a proposta não levaria à geração de subempregos, consolidando um exército industrial de reserva:

The ELR proposals could also be viewed in terms of fine tuning to secure high levels of employment, though doubts have been raised above as to whether it would constitute full employment (rather than underemployment and some unemployment under another name). "Full employment and stable prices are the promised outcome. Best of all, according to the 'taxes drive money' view, it is not going to cost us anything" (Mehrling 2000, 400). This paper has argued that it does not offer price stability, though it may offer high levels of employment without any greater inflationary pressures than would prevail otherwise. It has also been argued that it may offer work for all, but this would involve significant underemployment and unemployment under another name (SAWYER, 2003, p.904-905, grifos nossos).

É válido destacar que Sawyer (2003, p.888) também questiona o custo e o financiamento de uma política pública de pleno emprego, visto que discorda da ausência de restrições monetárias ao financiamento de um Estado soberano.

Seguindo a cronologia, a MMT recebeu, também em 2003, a crítica de Rochon e Vernengo, publicada no JPKE com o título “*State Money and the Real World: Or Chartalism and Its Discontents*”. Segundo os autores, ainda que a moeda moderna esteja próximo da descrição chartalista, a soberania monetária, no sentido de um poder do Estado de impor tributos na sua própria moeda, não é a principal explicação para a existência da moeda. Para eles, vale o entendimento de que as instituições promovem pontes entre o presente e o futuro, além de criarem as condições para os agentes (econômicos) desejarem reter moeda. Os autores reconhecem que o Estado é uma dessas instituições, porém destacam que os bancos também são e que, provavelmente, já tiveram maior importância no passado.

Talvez a maior contribuição deste trabalho tenha sido a ideia de que o espaço para a aplicação de um keynesianismo em escala global foi reduzido desde o fim do período de Bretton Woods (1946-1973), quando os Estados regulavam fortemente o sistema monetário e financeiro. Logo, “Simple plans to eliminate unemployment are certainly welcome, but will probably be insufficient if international money markets hold the high ground” (ROCHON; VERNENGO, 2003,



p.66). Outro ponto importante do artigo está no questionamento do quão importante seria, no aparato da MMT, a moeda bancária endógena. Nesse sentido perguntam se os neochartalistas não estariam próximos de uma abordagem verticalista – e distante dos pós-keynesianismo. Nos termos dos autores:

For chartalists, state money is exogenous, and credit money is a multiple of the former. We believe that the basic difference between Post Keynesians and chartalists is the order in which the verticalist and horizontalist arguments appear. For chartalists, money is primarily verticalist in nature, with bank money playing a secondary role. For Post Keynesians, it is the other way around: credit money takes precedence and is the primary money creation force, whereas fiat money takes a secondary role (ROCHON; VERNENGO, 2003, p.61).

Depois deste trabalho, pode-se afirmar que, por um período de aproximadamente dez anos, a MMT praticamente não recebeu nenhuma contribuição crítica - exceto pelo trabalho de Eladio Febrero de 2009, intitulado “*Three difficulties with neo-chartalism*”, publicado no *JPKE*. O artigo investiga três pontos centrais do neochartalismo: (i) o dinheiro tem valor porque é o elemento que o Estado declara ser aceito para o pagamento de impostos, (ii) o Estado tem a capacidade de determinar o valor do dinheiro (ou seja, o seu poder de compra), e (iii) a moeda é endógena (isto é, os créditos criados pelos bancos criam depósitos à vista) independentemente da moeda estatal, embora a moeda bancária possa ser entendida como uma “alavancagem” do dinheiro estatal.

Para o autor, a primeira afirmação depende do arranjo institucional do país (*e.g.* os Estados Unidos são diferentes da União Monetária da Europa) e a segunda afirmação seria incompatível, na prática, com a endogenia da moeda. Já a terceira afirmação não poderia ser rejeitada, pois o autor concorda com a natureza endógena da moeda, apesar de ter ressalvas quanto ao processo tal como descrito pelos chartalistas.

Portanto, à exceção do trabalho de Febrero (2009), a MMT ficou por um longo período sem receber contribuições críticas na forma de artigo em periódico científico de impacto. Contudo, a teoria seguiu desenvolvendo-se em vários eixos e as pesquisas procuraram avaliar, em análises aplicadas para o caso de diferentes economias nacionais, a validade das suas afirmações sobre o funcionamento das Instituições como Bancos Centrais e Tesouros Nacionais.

## **2.2 O ressurgimento do debate acadêmico em torno da Modern Money Theory**

Em 2012, após um amplo trabalho de divulgação científica em periódicos especializados, na mídia convencional e na web, a obra “*Modern Money Theory: a primer*” foi publicada por Wray. O objetivo do livro, escrito na forma de cartilha, era apresentar os principais resultados teóricos da MMT numa linguagem acessível ao público não especializado.

Ainda em 2012, foi publicada uma crítica acadêmica ao livro, de autoria de Brett Fiebiger, numa edição especial dos *working papers* do *Political Economy Research Institute*<sup>5</sup>. O artigo, com título provocativo, sugere o tom que marcaria o debate - acadêmico e público - em torno da MMT nos próximos anos. Em “*Modern Money Theory and the ‘Real-World’ Accounting of 1-1<0: The U.S. Treasury Does Not Spend as per a Bank*”, Fiebiger afirma que a MMT não descreve o sistema monetário contemporâneo real, mas um sistema que mais se assemelha às colônias estadunidenses do final do século XVII, ou a momentos específicos dos anos de 1940. Para o autor, exatamente por não corresponder à realidade das instituições contemporâneas, é um erro a consolidação feita, pela MMT, das operações do Tesouro e do Banco Central. E como no mundo real, no qual as duas instituições existem, os gastos do governo são, necessariamente, canceladas pela tributação em algum momento ( $1-1=0$ ), diferentemente do que concluem os autores da MMT.

Em 2013, Marc Lavoie publicou no *Journal of Economic Issues* (JEI) o artigo intitulado “*The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique*”, e desde então, o debate acadêmico em torno da MMT ressurgiu com muita força. O trabalho de Lavoie é particularmente interessante porque a sua “crítica amigável” questiona a pertinência das posições da MMT sobre as finanças públicas e política monetária. Lavoie (2013) faz, na verdade, um questionamento que extrapola a teoria econômica, tentando compreender o próprio método de construção e exposição científica do neochartalismo. A passagem a seguir é ilustrativa:

Taxes are raised to restrain aggregate demand, while government securities are sold to the private sector to stop overnight rates from falling to the floor. But while economists would certainly agree on the consequences of such a setup within the clearing and settlement system, should they also conclude that taxes and security issues do not finance government expenditures? Is such a claim helpful in understanding the financing process? In particular, it is clear that for the government to proceed with its expenditures, securities must be sold to someone, if only to the central bank? (LAVOIE, 2013, p.12).

Lavoie (2013) argumenta que, em essência, o arcabouço teórico da MMT está correto. Evidência disso seria que os neochartalistas conseguiram antever diversas falhas na configuração da Zona do Euro – muito antes dessas falhas ficarem evidentes com a crise de 2010. Contudo, afirma que a própria MMT depende de uma argumentação contra factual, baseada na hipótese de consolidação (entre Banco central e Tesouro) para que o seu nexos fiscal-monetário faça sentido. Logo, a teoria neochartalista fica na posição de afirmar que um modelo “simplificado, conveniente e útil” pode descrever as relações fundamentais entre o gasto público e a emissão de moeda.

While attempting to convince economists and the public that there are no financial constraints to expansionary fiscal policies (except artificially erected ones), neo-chartalists end up using arguments that become counter-productive. There is little or nothing to be gained from

---

<sup>5</sup> O Instituto está ligado a University of Massachusetts Amherst (UMass Amherst), MA, Estados Unidos. Na sequência, no mesmo ano, houve uma resposta de Fullwiller, Kelton e Wray, seguida por um texto de réplica do próprio Fiebiger.

contending that government can spend by simply crediting a bank account; that the treasury can act as if it were a bank; that government expenditures must precede tax collection; that the creation of high-powered money requires government deficits in the long run; that central bank advances can be called public spending; or that taxes and issues of securities do not finance government expenditures. This entire list of counter-intuitive claims follows a logic, premised on the consolidation of the government's financial activities with the central bank's operations, thereby modifying standard terminology. Such a consolidation leads to omitting crucial steps in analyzing the nexus between the government activities and the clearing and settlement system, to which the central bank partakes. (LAVOIE, 2013, p. 23).

Na sequência, Fiebigger (2013) apresentou outra contribuição ao debate em um texto especificamente direcionado à abordagem dos “balanços financeiros”. De acordo com o artigo “*A constructive critique of the Levy Sectoral Financial*”, o uso do modelo de três setores para a economia foi importante para lembrar a importância de uma análise do fluxo de fundos. Contudo, os economistas ligados à MMT interpretariam as mudanças nos três principais saldos de maneira problemática, visando um modelo próprio de demanda agregada. Mas, a despeito disso, pode-se considerar que o ponto central da crítica de Fiebigger é o de que, na realidade, os gastos do governo são financiados por tributos, e que isso traz consequências importantes para a sociedade. Nos termos do autor:

While one can concur with MMTers about the need for an expanded role for the public sector it must be accepted that most federal spending is financed by taking money from people within society (non-voluntarily for taxes) creating winners and losers. That is not an “illusion” and to insist otherwise is counterproductive (FIEBIGGER, 2013, p.77).

### **2.3 A crítica de Thomas Palley (2013, 2014)**

Palley entrou na discussão teórica envolvendo a MMT após publicar o artigo “*Modern money theory (MMT): the emperor still has no clothes*”, em 2014. O texto faz uma crítica à réplica de Éric Tymoigne e Randall Wray publicada no ano anterior (2013), que buscou responder e esclarecer as diversas críticas recebidas pela MMT, indo da teoria monetária à política econômica. Para Palley (2014), a MMT é uma mistura do novo e antigo, sendo que aquilo que há de antigo está “correto” e foi bem compreendido, enquanto que a “parte nova” está essencialmente errada. O autor acredita que a teoria não é capaz de explicar na forma de um modelo (teórico-matemático) como é possível obter pleno emprego com estabilidade de preços a partir de uma política baseada em déficits públicos. No mesmo sentido, o artigo afirma que a MMT não tem uma teoria da inflação e que falha na suposta tentativa de afirmar que a taxa natural de juros é zero. Segundo Palley, a MMT tornou-se amplamente conhecida nos últimos tempos porque é uma política polêmica para tempos de depressão econômica.

MMT claims to provide new insights into monetary theory and macroeconomic policy possibilities. As regards monetary theory, there is nothing new. The ability of sovereign issuers of money to finance deficits by printing money, the role of taxes in supporting money demand, and the difference between the government budget restraint and the household budget constraint were all well understood by old Keynesians. The notion that MMT has discovered or even just recovered these features is a fiction (PALLEY, 2014, p.19, grifos nossos).

No artigo de 2015a, intitulado “*Money, Fiscal Policy and Interest Rates: A Critique of Modern Monetary Theory*”, publicado na *Review of Political Economy*, Palley aborda as mesmas questões do artigo anterior, mas em uma perspectiva menos informal. Neste artigo o autor, estranhamente, compromete-se com uma leitura ortodoxa da curva de Phillips ao afirmar que a MMT ignora os dilemas colocados pelo *trade-off* entre inflação e desemprego. Ademais, na sua visão, a teoria neochartalista estaria ignorando os dilemas associados à manutenção simultânea da estabilidade dos setores real e financeiro, além de ignorar as restrições externas enfrentadas por diversos países.

Mas a maior contribuição do artigo foi a tentativa de esboçar um modelo macroeconômico formal da MMT, porque as relações contábeis entre os três setores da economia não são suficientes para formular uma política econômica: “There is also need for macroeconomic theory that explains the consequences of fiscal policy under alternative financing arrangements” (PALLEY, 2015a, p.5). O autor utiliza o framework teórico neokeynesiano para desenhar um modelo *stock-flow consistent* que seja capaz de explicar o modelo teórico da MMT.

Adicionalmente, o trabalho abre espaço para uma crítica relacionada aos déficits monetariamente financiados e suas implicações para economias abertas. Na verdade, Palley (2015, p.13-15) faz várias observações e críticas realçando o papel da taxa de câmbio enquanto principal determinante da inflação em diversos países, o qual estaria sendo negligenciado pela MMT.

The exchange rate is also a critical determinant of inflation, especially in Latin American economies that are highly dependent on imported inputs and capital goods. In countries such as Brazil, it is the exchange rate rather than capacity utilization that is systematically connected to inflation and inflation expectations. There is a high degree of exchange rate pass-through into the domestic price level (PALLEY, 2015, p.13).

## **2.4 A hierarquia das moedas e a crítica à soberania monetária.**

Mais recentemente, um conjunto de críticas à MMT vem tratando das relações entre as políticas fiscal, monetária e o setor externo de uma perspectiva teórica específica, a qual considera a existência de uma relação centro-periferia no sistema monetário internacional, dada a existência de uma hierarquia de moedas em âmbito internacional. Dois trabalhos se destacam neste conjunto, sendo o primeiro um Texto para Discussão -“*Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post-Keynesian approach*” - publicado por Daniela Prates, em 2017. O segundo, publicado

na *Brazilian Keynesian Review* em 2018, foi escrito por R. Vergnhanini e B. de Conti, cujo título é “*Modern Monetary Theory: a criticism from the periphery*”.

Em Prates (2017, p.4-5), o ponto principal é que o conceito de soberania da MMT precisa levar em consideração a dinâmica assimétrica do atual sistema financeiro e monetário internacional (IMFS). Nesse sentido, a autora busca reestabelecer o debate sobre o efetivo espaço para a política econômica no contexto das economias periféricas. E é nesse ponto que a visão de soberania monetária defendida no texto de Prates (2017) contrasta com a visão neochartalista. O artigo sustenta que o grau de espaço para a política econômica tem uma relação direta com a posição do país na hierarquia internacional de moedas (HIM), e que tal posição depende do seu grau de abertura econômica e arranjo institucional. Logo,

As already mentioned, Wray (2015) recognizes that the USD is the key currency, but totally disregards the implications of the currency hierarchy in the current IMFS to the exchange rate dynamics and the macroeconomic performance of ‘developing nations with sovereign currencies’ (that we called emerging economies). In this context, these economies have been facing a ‘dilemma’ or ‘impossible duality’ and not a ‘trilemma’ or ‘impossible trinity’, as this author supposes (PRATES, 2017, p.31).

Por isso, para a autora, quando a dinâmica do atual sistema monetário internacional é considerada, juntamente com os regimes cambiais adotados pelos países periféricos, as conclusões a que se chega são muito distintas daquelas extraídas do neochartalismo. Todavia, ainda que o artigo faça um amplo trabalho de avaliar um conceito tão caro para a MMT – soberania monetária – dificilmente pode-se afirmar que faz uma crítica direta a esta teoria. De fato, Prates (2017) tenta demonstrar que outro *framework* teórico – o da HIM) - é compatível com a teoria pós-keynesiana, e que ao considerá-lo, especialmente no caso das economias periféricas, muitos pontos da MMT tornam-se no mínimo muito problemáticos.

Por sua vez, Vergnhanini e Conti (2018), também adotando a hipótese da HIM, argumentam que os países periféricos no sistema monetário e financeiro internacional, num contexto de plena globalização, não são totalmente soberanos na determinação de sua própria política macroeconômica. Isso porque as moedas emitidas por esses países (*e.g.*, Brasil, México, Turquia) não preenchem os requisitos para funcionar como dinheiro em nível internacional (unidade de conta, meio de pagamento, reserva de valor). Deste modo, tratam-se de moedas ilíquidas no cenário mundial sendo demandadas pelos investidores externos somente para obter elevados retornos com a flutuação cambial. Além disso, esta demanda externa depende da preferência pela liquidez internacional e da confiança dos mercados financeiros no país. A situação torna-se ainda mais complexa quando se considera que a taxa de câmbio dos países periféricos seria muito instável, dado o movimento dos fluxos de capital. Neste sentido, as políticas monetária, fiscal e externa têm, para países periféricos, um conjunto de restrições que não seriam rigorosamente abordadas pela MMT. Os autores concluem que:

When open economies are considered, there are further difficulties placed by international markets. A strong currency depreciation should be avoided if the country needs to obtain goods and services that are not available in domestic currencies, if it has debts denominated in the foreign currency, or if it wants to avoid inflationary pressures. Therefore, the country may need to attract foreign capitals by offering a minimum level of interest-rate (which, by the way, is exogenously set, by the international liquidity preference). Alternatively, it may adopt a fixed exchange rate, or issue its debt in the international currency (VERGNHANINI; CONTI, 2018, p.28).

Enfim, ainda há muito a ser explorado acerca da pertinência e da eventual relevância da MMT para os países periféricos, dados os históricos problemas enfrentados por essas economias envolvendo o ajuste externo. De fato, tais pontos permitem que uma agenda de pesquisa focada nas moedas periféricas se estabeleça paralelamente ao desenvolvimento da teoria monetária neochartalista. E é neste sentido que vai a proposta dos autores: “We propose [...] that a frank dialogue between authors that defend MMT and those who use a currency hierarchy framework may be very fruitful for [...] both theories” (VERGNHANINI; CONTI, 2018, p.28-29).

### 3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No que tange à MMT, existe uma outra dimensão do debate, bastante volumosa e importante, que foi excluída deste ensaio. Isso porque a MMT fomentou, e ainda promove, intensas discussões em blogs, sites, revistas, canais de vídeo e redes sociais. Além disso, é praticamente impossível encontrar, na última década, um congresso heterodoxo com eixos temáticos ligados à macroeconomia, moeda e bancos, em que não se faça alguma referência ao neochartalismo. Também deve ser mencionado que alguns livros publicados nesse período contribuíram para o debate.

Contudo, no presente ensaio, as críticas à MMT limitaram-se àquelas que foram publicadas na forma de artigos em periódicos especializados de ampla visibilidade no campo heterodoxo<sup>6</sup>. Nosso objetivo foi mapear seus autores e as principais contribuições críticas para o debate. Em geral, pode-se perceber que o debate é muito interno, isto é, restrito a autores não-ortodoxos. A rigor, trata-se de uma crítica realizada por autores pós-keynesianos e/ou institucionalistas, cujos vínculos e filiações teóricas aparecem com clareza em Lavoie (2014, cap.1 e 4).

Pode-se afirmar que os primeiros artigos, publicados entre 1999 e 2003, estavam centrados em uma crítica mais geral ao chartalismo e à leitura específica de Keynes e Lerner. Este é o caso da resenha elaborada por Sergio Rossi em 1999. Outro questionamento muito presente no período

---

<sup>6</sup> O anexo deste ensaio apresenta uma tabela, organizada cronologicamente, com os artigos de crítica à MMT, onde aparecem esses primeiros trabalhos e os demais em estudo.

esteve centrado na viabilidade, financeira e política, de um programa ELR. Isso fica claro nos trabalhos de Aspromourgos (2000) e Sawyer (2003). Mais adiante, tal discussão sobre a viabilidade do ELR reaparece em Fiebiger (2012).

Os trabalhos direcionados a criticar a dimensão propriamente teórica e monetária da MMT foram os de Mehrling (2000), Rochon e Gnos (2002), Rochon e Vernengo (2003), Febrero (2009) e Lavoie (2013). O artigo de Cesaratto (2016) presta uma contribuição teórica-monetária para a discussão, mas não é uma crítica à MMT no sentido adotado por esse ensaio. Os artigos de Thomas Palley (2014, 2015a, 2015b), por sua vez, são um caso singular, pois criticam ampla e acidamente todos os aspectos da teoria, a começar pelo seu próprio nome ou acrônimo (MMT), culminando em suas indagações sobre sua contribuição para a macroeconomia.

Por fim, as críticas vindas dos autores da hierarquia internacional de moedas são as de Prates (2017), - esta sobretudo dedicada a refletir sobre o conceito de soberania monetária - e de Vergnhanini e Conti (2018), em que se discute o grau de soberania monetária em países com moedas periféricas. Mais especificamente, esse artigo questiona a capacidade de países que se encontram na base da hierarquia de moeda fazerem política fiscal e monetária. A crítica está centrada no movimento dos fluxos de capitais que afetam a taxa de câmbio das moedas periféricas e comprometem a autonomia da política econômica. Os dois trabalhos têm em comum a crítica à pertinência da MMT para os países periféricos, dadas as restrições externas que implicam em restrições para as políticas fiscal e monetária.

ANEXO

Contribuições críticas à MMT

Ano	Autor	Título do Trabalho
1999	Sergio Rossi	Review of Wray's understanding key to full employment and price stability.
2000	Perry Mehring	<i>Modern Money: Fiat or Credit?</i>
2000	Tony Aspromourgos	Is an Employer-of-Last Resort Policy Sustainable? A review article
2002	L-Philippe Rochon e C. Gros	<i>Money creation and the state: a critical assessment of chartalism</i>
2003	Malcolm Sawyer	Employer of Last resort Could It Deliver Full Employment and Price Stability?
2003	L-Philippe Rochon e M Veneneno	<i>State Money and the Real World: Or Chartalism and Its Discontents</i>
2009	Eladio Febrero	Three disciplines with neo-chartalism. Journal of Post Keynesian
2012	Brett Fischer	<i>Modern Monetary Theory: A debate.</i>
2013	Marc Lavoie	The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism a friendly critique.
2013	Brett Fischer	<i>A constructive critique of the Levy Sectoral Financial</i>
2014	Thomas Palley	Modern money theory (MMT): the emperor still has no clothes.
2014	J Juniper, T Sharpe, M Watts	<i>Modern monetary theory: contributions and critics.</i>
2015	Thomas Palley	Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory.
2015	Thomas Palley	<i>The critics of modern money theory (MMT) are right.</i>
2016	Sergio Casarito	The state spends first. Logic, facts, fictions, open questions.
2017	Daniela Prates	<i>Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post-Keynesian approach.</i>
2018	R Vereshchani e Bruno de Conti	Modern Monetary Theory: a criticism from the periphery.
2019	Thomas Palley	What's Wrong With Modern Money Theory (MMT): A Critical Primer.



## REFERÊNCIAS

- ASPROMOURGOS, T. Is an employer-of-last-resort policy sustainable? A review article. **Review of Political Economy**, v. 12, n. 2, p. 141-155, 2000.
- BELL, S. Can Taxes and Bonds Finance Government Spending? **Levy Economics Institute of Bard College**. Working Paper No. 244, July 1998.
- BELL, S. The role of the state and the hierarchy of money. **Cambridge Journal of Economics**, v.25, n. 2, p. 149-163, 2001.
- CONTI, B; PRATES, D; PLIHON, D. 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.
- CESARATTO, S. The state spends first: Logic, facts, fictions, open questions. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 39, n. 1, p. 44-71, 2016.
- DEQUECH, David. Neoclassical, mainstream, orthodox, and heterodox economics. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 30, n. 2, p. 279-302, 2007.
- FEBRERO, E. Three difficulties with neo-chartalism. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 31, n. 3, p. 523-541, 2009.
- FIEBIGER, B. (2012). Modern Money Theory and the Real-World Accounting of  $1-1 < 0$ : The U.S. Treasury Does Not Spend as per a Bank. **Political Economy Research Institute Working Paper No. 279**. Amherst: University of Massachusetts Amherst, 2012.
- FIEBIGER, B; FULLWILER, S; KELTON, S; WRAY, L. R. Modern Monetary Theory: A Debate. **Political Economy Research Institute**, WP 279, 2012.
- FIEBIGER, B. **A constructive critique of the Levy Sectoral Financial**. 2013.
- FULLWILER, S.; BELL, S; WRAY, L. R. Modern Money Theory: a response to critics. **Available at SSRN 2008542**, 2012.
- GNOS, C; ROCHON, L. Money creation and the state: a critical assessment of chartalism. **International Journal of Political Economy**, v. 32, n. 3, p. 41-57, 2002.
- JUNIPER, J; SHARPE, T; WATTS, J. Modern monetary theory: contributions and critics. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 37, n. 2, p. 281-307, 2014.
- KEYNES, J. **A treatise on money in two volumes**. 1: The pure theory of money. 2: The applied theory of money. London: Macmillan & Co, 1930.
- LAVOIE, M. The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique. **Journal of Economic Issues**, v. 47, n. 1, p. 1-32, 2013.

- \_\_\_\_\_. **Post-Keynesian economics: new foundations**. Edward Elgar, 2014.
- LERNER, A. Functional finance and the federal debt. *Social research*, p. 38-51, 1943.
- MEHRLING, P. Modern money: fiat or credit? **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 22, n. 3, p. 397-406, 2000.
- MINSKY, Hyman P. et al. *Stabilizing an unstable economy*. 1986.
- MITCHELL, W; WATTS, M; WRAY, L. **Macroeconomics**. MacMillan Education, Red Globe Press: United Kingdom, 2019
- PALLEY, T. Modern money theory (MMT): the emperor still has no clothes. **Thomas Palley**, 2014.
- \_\_\_\_\_. Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory. **Review of Political Economy**, v. 27, n. 1, p. 1-23, 2015a.
- \_\_\_\_\_. The critics of modern money theory (MMT) are right. **Review of Political Economy**, v. 27, n. 1, p. 45-61, 2015b.
- PALLEY, Thomas et al. **What's Wrong With Modern Money Theory (MMT): A Critical Primer**. IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute, 2019.
- PRATES, D. **Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post-Keynesian approach**. Texto para Discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 315, set. 2017.
- ROCHON, Louis-Philippe et al. State money and the real world: or chartalism and its discontents. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 26, n. 1, p. 57-67, 2003.
- ROSSI, S. Review of Wray's understanding key to full employment and price stability. **Kyklos**, v. 52, n. 3, p. 483-485, 1999.
- SAWYER, M. "Employer of Last resort: Could It Deliver Full Employment and Price Stability?" **Journal of Economic Issues**, 2003, 37 (4), 881–909.
- SECCARECIA, M. What type of full employment? A critical evaluation of the government as employer of last resort policy proposal, **Investigacion Economica**, 43, pp. 15–43, 2004.
- TYMOIGNE, E; WRAY, L. Randall. Modern money theory 101: A reply to critics. **Levy Economics Institute, Working Papers Series**, n. 778, 2013.
- TYMOIGNE, E; WRAY, L. R. Modern money theory: a reply to Palley. **Review of Political Economy**, v. 27, n. 1, p. 24-44, 2015.
- VERGNHANINI, R; DE CONTI, B. Modern Monetary Theory: a criticism from the periphery. **Brazilian Keynesian Review**, v. 3, n. 2, p. 16-31, 2018.
- WRAY, L. R. **Understanding Modern Money**. Northampton, MA: Edward Elgar, 1998.
- \_\_\_\_\_. Seigniorage or sovereignty? **Modern theories of money**, p. 84-102, 2003a.

\_\_\_\_\_. Functional finance and US government budget surpluses in the new millennium. **Chapters**, 2003b.

\_\_\_\_\_. **Modern Money Theory: A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems.** Springer, 2015.