

# **Financiamento do setor público e “crise fiscal” na recessão de 2015 e 2016: uma abordagem neocartalista**

Luiz Alberto Vieira Filho  
Mestrando em Teoria Econômica - IE/UNICAMP  
Auditor Federal de Finanças e Controle\*  
E-mail: luiz.filho@fazenda.gov.br

## **Resumo**

Este artigo questiona a versão convencional de que o Brasil viveria desde 2014 uma crise fiscal e o processo de consolidação fiscal seria inevitável. Autores neocartalistas ligados a Modern Money Theory (MMT) mostram que não existe restrição ao financiamento da dívida pública em países emissores de moeda soberana, tese que tem sido corroborada por artigos que analisam a institucionalidade da economia brasileira. O artigo mostra que a relação estabelecida entre o Tesouro Nacional e o Banco Central no mercado interbancário cria demanda ilimitada pelos títulos que financiarão a despesa pública. Empiricamente, os dados mostram expressivos aumentos dos depósitos do Tesouro Nacional na Conta Única e melhora no perfil da dívida pública, evidenciando a facilidade que esta vem sendo refinanciada.

## **Abstract**

This article denies the conventional version that Brazil would live a fiscal crisis since 2014 and the process of fiscal consolidation would be inevitable. Neo-chartalist authors affiliates to the Modern Money Theory (MMT) show that there is no restriction on the financing of public debt in sovereign-issuing countries, a thesis that has been corroborated by articles that analyze the institutionality of the Brazilian economy. The article shows that the relationship established between the National Treasury and the Central Bank in the interbank market creates unlimited demand for securities that will finance public spending. Empirically, the data show significant increases of National Treasury deposits in the Federal Account and improvement in the profile of the public debt, evidencing the facility that the public debt has been refinanced.

## **Introdução**

O biênio 2015/2016 registrou a maior recessão da história brasileira. Neste período, a necessidade de financiamento do Governo Federal aumentou consideravelmente, passando de R\$ 294,2 bilhões em 2014 para R\$ 481,72 bilhões em 2016. A dívida líquida do setor público subiu de 32,59% do PIB para 46,01%. A leitura predominante entre economistas, inclusive em setores importantes na heterodoxia, é a de que vivemos uma grave crise fiscal.

Neste contexto, o objetivo deste artigo é contrapor a visão convencional de que não haveria espaço fiscal para manutenção das políticas anticíclicas, opinião partilhada inclusive pela ex-Presidente Dilma Rousseff para justificar a guinada conservadora e recessiva na política econômica em seu segundo governo. Assim, será mostrado que os saldos do Tesouro Nacional na Conta Única apresentaram expressivo aumento no período recessivo, inclusive com a emissão líquida R\$ 129 bilhões de títulos públicos pelo Tesouro e o colchão de liquidez chegou a um saldo de R\$ 1,05 trilhão na Conta Única em dezembro de 2016, enquanto alguns indicadores de dívida como prazo médio e a proporção de títulos vencendo em 12 meses também apresentaram melhora. Contrariando o senso comum, o Tesouro Nacional encontrou facilidade no financiamento de suas obrigações e conseguiu ampliar fortemente o seu caixa.

*\* As opiniões expressas neste artigo são de exclusiva responsabilidade do autor, não expressando necessariamente a opinião da Secretaria do Tesouro Nacional.*

Para muitos autores do *mainstream* e até mesmo da heterodoxia, uma recuperação fiscal é condição premente para a melhora da confiança dos agentes econômicos e, conseqüentemente, para retomada do crescimento econômico. Numa versão fiscalista mais radical, alguns autores chegam a afirmar que há uma tendência de longo prazo para o desequilíbrio fiscal, o que exigiria uma agenda de reformas

O conceitual de análise tradicional foi incapaz de explicar a higidez do financiamento das contas públicas durante a atual crise. Uma resposta parcial foi obtida por economistas do *mainstream* nacional ao aprofundar os estudos sobre a relação Tesouro-Banco Central, especialmente os mecanismos de transferências de recursos decorrentes dos efeitos contábeis da variação cambial sobre as reservas internacionais. No entanto, sem um arcabouço teórico adequado e uma investigação profunda sobre a relação Tesouro, Banco Central e mercado interbancário essas análises não adentram o âmago da questão e muitas vezes se perdem em pontos irrelevantes ou até mesmo equivocados.

As finanças funcionais de Abba Lerner, os trabalhos sobre finanças públicas de James Tobin e os desenvolvimentos recentes dos neocartelistas da Modern Money Theory (doravante MMT) foram solenemente ignorados pela ortodoxia nacional. É exatamente esta lacuna que este artigo pretende começar a preencher, ligando a prática das operações de Tesouro, Banco Central e bancos comerciais com o único aparato teórico capaz de dar coerência à análise. Como será mostrado pela MMT, crises fiscais em países emissores de moeda soberana não são factíveis, nem no curto prazo e nem no longo prazo.

O arcabouço teórico será utilizado neste artigo para refutarmos a hipótese de que o Brasil vive uma crise fiscal, o que será robustecido com dados sobre o colchão de liquidez do Tesouro Nacional e as condições com que vem refinanciando sua dívida, que são muito mais favoráveis que os defensores da tese da crise fiscal tentam fazer parecer.

Na primeira seção deste artigo, será feita uma breve exposição da visão convencional sobre a recessão dos anos 2015 e 2016 que colocam a suposta “crise fiscal” no cerne dos problemas econômicos nacionais e suas diferentes versões, que inclusive apontam para a correção de desequilíbrios fiscais de longo prazo como condição necessária para a retomada da trajetória de crescimento. Também serão apresentadas versões moderadas da chamada crise fiscal, inclusive de alguns autores da heterodoxia.

Dentro do *mainstream*, alguns autores perceberam que as condições financeiras do Tesouro Nacional são melhores do que as esperadas. De certa forma, corroboram involuntariamente as hipóteses neocartelistas sobre o financiamento das despesas públicas em países com moeda soberana. Assim, será apresentada criticamente as explicações da ortodoxia nacional sobre a tranquilidade com que o Tesouro Nacional vem enfrentando a crise econômica, com a melhora de diversos indicadores da gestão da dívida. A ausência de instrumental teórico adequado para análise se depara com a realidade empírica da inexistência de dificuldades ao financiamento das despesas pública, o que obriga aos economistas ortodoxos a adotarem hipóteses ad hoc para lidar com o fenômeno.

Na segunda seção, será feita uma sucinta resenha dos conceitos principais das finanças funcionais e da Modern Money Theory necessários para a análise deste artigo e como se articulam o funcionamento das finanças públicas, as atividades do Banco Central e dos bancos. Nesta seção, será possível compreender como a própria despesa pública gera a demanda privada por seu financiamento a “*Lei de Say do Financiamento da Despesa Pública*”<sup>1</sup> dentro da institucionalidade do Tesouro Nacional e o Banco Central e suas relações com o mercado interbancário. É uma hipótese mais restrita

---

<sup>1</sup> De fato, não se trata de uma lei, mas de um caso particular aplicado a institucionalidade brasileira e da maioria das economias contemporâneas. Mas como alibi a Lei de Say do Financiamento da Despesa Pública, a própria Lei de Say é um caso particular aplicável apenas em casos de pleno emprego, como demonstrou Keynes (1936).

do que as apresentadas pelas finanças funcionais e MMT, que consideram que não há limites para a despesa pública em moeda doméstica, mas suficiente para os fins deste trabalho.

Por fim, será mostrada a enorme higidez das finanças públicas durante a recessão do biênio 2015/2016, com a ampliação de caixa e dos prazos da dívida pública, mesmo quando desconsideradas os depósitos do Banco Central na Conta Única do Tesouro Nacional decorrentes da equalização cambial das reservas.

## 1. A ortodoxia nacional, o debate sobre relação Tesouro-BC e as hipóteses Ad Hoc

Nesta seção, fazemos uma breve análise crítica de artigos que apontam para a existência de uma crise fiscal brasileira. Além disso, há um resumo do debate da relação Tesouro-Banco Central no âmbito da ortodoxia brasileira. Percebe-se que o debate é centrado na hipótese teórica da restrição financeira às despesas do Tesouro. No entanto, a constatação empírica é da inexistência de tais restrições, o que os obriga a elaboração de hipóteses *ad hoc* para explicar o fenômeno, na ausência de instrumental teórico adequado para analisar o funcionamento do Tesouro Nacional e do Banco Central.

Almeida Jr, Lisboa e Pessoa (2015) apontam que a “crise fiscal” é um problema estrutural, muito mais grave que o desequilíbrio de curto prazo, o que exigiria reformas estruturais:

*“Ao contrário da visão dominante, no entanto, a crise fiscal não decorre apenas do descontrole das contas públicas nos últimos anos. Não se trata de um desequilíbrio de curto prazo entre receita e despesa e a discussão sobre medidas de ajuste fiscal no próximo ano de modo a permitir a retomada do crescimento. A crise é mais profunda e requer um ajuste mais severo e estrutural. Medidas de aumento da receita para viabilizar um maior superávit primário neste ano são insuficientes para superar os graves desafios enfrentados pelo país e apenas adiam o enfrentamento dos problemas, que se tornam ainda mais graves com o tempo.” (Almeida Jr., Lisboa, & Pessoa, 2015, p. 1)*

Almeida Jr, Lisboa e Pessoa (2015) justificam sua tese com a tendência de crescimento acima do PIB da despesa primária entre 1991 a 2014, o que seria inviável dada a carga tributária acima da média dos demais países em desenvolvimento. Desta forma, nesta análise a única forma de financiamento do gasto público seria através da cobrança de impostos, o que este trabalho refuta cabalmente.

Salto, Afonso, Biasoto Jr e Köhler (2015) defendem que a recuperação da credibilidade com a política fiscal só poderá ser alcançada com o melhor desenho das políticas econômicas, especialmente as vinculadas ao câmbio, que geram custos expressivos ao erário. Apesar desses autores não poderem ser enquadrados como membros da ortodoxia nacional, tratam o gasto público de forma pejorativa:

*“Por maior que seja a crença amadora do governo em um keynesianismo de almanaque, que tem fé no gasto público ilimitado como moto contínuo gerador de riqueza.” (Salto, Afonso, Biasoto Jr., & Köhler, 2015, p. 3)*

Salto, Afonso, Biasoto Jr. e Köhler (2015) também explicitam a possibilidade de faltar dinheiro para o Tesouro Nacional pagar as despesas públicas:

*“Existem problemas conceituais antigos e nunca enfrentados. O Brasil é o único país em que o Banco Central é tratado como parte integrante do setor público não-financeiro e as reservas internacionais são equiparadas ao caixa único do Tesouro. Cabe perguntar: se por acaso este último entrar em default e lhe faltarem reais para honrar com o serviço da dívida vincenda ou mesmo a folha salarial ou ainda a conta de fornecedores, o Tesouro Nacional poderia lançar mão dos dólares, ouro e outras moedas do cofre do Banco Central para quitar aqueles compromissos?” (Salto, Afonso, Biasoto Jr., & Köhler, 2015, p. 15)*

Este artigo se contrapõe a estas duas questões apontadas por Salto, Afonso, Biasoto Jr e Köhler (2015). Primeiramente, a questão colocada não é se o gasto público gera riquezas ou não, mas de que um sistema instável como o capitalista requer políticas fiscais ativas para manter o pleno emprego. Nesse sentido, talvez o próprio Keynes possa ser considerado um “keynesiano de almanaque” nos casos de insuficiência crônica de demanda efetiva:

*“I recently read an interesting article by Lerner [1943] on deficit budgeting, in which he shows that, in fact, this does not mean an infinite increase in the national debt, since in course of time the interest on the previous debt takes the place of the new debt which would otherwise be required. (He, of course, is thinking of a chronic deficiency of purchasing power rather an intermitente one.) His argument is impeccable. But heaven help anyone who tries to put it across (to) the plain man at this stage of the evolution of our ideas”. (Keynes apud Colander, 1984, p. 1573-1574)*

Como apontou Colander (1984), o próprio Keynes contribuiu para essa confusão em relação ao debate sobre o déficit público e dívida pública. Keynes tinha a intenção de influenciar a política econômica, assim, suas opiniões públicas levavam em conta a correlação de forças políticas do momento. Por outro lado, no debate acadêmico com discípulos e o próprio Lerner, suas opiniões se aproximavam daquelas defendidas pelas Finanças Funcionais de Lerner.

Ademais, Palley (2014), num texto com críticas pesadas à MMT, mostra que a inexistência de restrição orçamentária para a despesa pública foi bem compreendida por décadas pelos velhos Keynesianos, o que incluía nomes como o Nobel James Tobin. Palley (2014) chega a afirmar que a MMT não traz nada de novo nesse debate, uma vez que a ausência de restrição orçamentária ao gasto pública já estava plenamente compreendida pelos velhos keynesianos.

Mas fundamentalmente, não é possível tecer comentários apriorísticos sobre endividamento público sem analisar sob quais condições o crédito bancário é gestado, especialmente no mercado interbancário, lugar onde o Tesouro Nacional e o Banco Central possuem atuação central.

Paula e Pires (2017) consideram necessárias regras que limitem a expansão do gasto público no longo prazo, para reforçar a confiança dos agentes, redução dos prêmios de risco e permitir algum espaço fiscal no curto prazo. Nesse sentido, avaliam positivamente o aumento dos limites da Lei de Diretrizes Orçamentárias para déficit primário em 2016 e a Emenda Constitucional 95, que impede aumentos reais nos gastos públicos, que trariam fôlego no curto prazo ao mesmo tempo que permitiriam a redução dos prêmios de risco, apesar de uma regra tão rígida implicar em redução dos graus de liberdade da política fiscal e na insustentabilidade da recuperação econômica no longo prazo.

Cysne (1990) foi um dos primeiros economistas brasileiros a analisar a relação entre Tesouro e Banco Central, ainda nos tempos da inflação alta, com a queda acentuada das reservas livres dos bancos comerciais. Neste trabalho, mostra com as oscilações no saldo da Conta Única do Tesouro Nacional dificultavam a fixação da taxa de juros diária na economia.

*“O quarto problema é que o Banco Central não tem independência administrativa do Executivo. Isto faz com que ele tenha que “correr atrás” dos saques (na prática, ilimitados) do Tesouro. ” (Cysne, 1990, p. 8)*

Neste trabalho, Cysne (1990) conclui pela não restrição financeira às despesas do Tesouro. Mas sem instrumental analítico adequado, atribuiu a problemas de independência administrativa do Banco Central.

Leister e Medeiros (2016) mostram a adequação do arcabouço institucional brasileiro na relação entre Tesouro Nacional e Banco Central às práticas e literatura internacional. Os autores apontam para um certo consenso na centralização dos recursos em uma única conta ou em poucas delas para facilitar a gestão dos recursos. Além disso, a maior parte da literatura recomenda a utilização dos títulos do Tesouro para operacionalização da política monetária ao permitir o aprofundamento dos mercados financeiros e visão integrada do financiamento do setor público.

Quanto ao depósito das disponibilidades financeiras da União, que tanto podem ser depositadas nos bancos centrais como em bancos comerciais, há falta de consenso na literatura. Enquanto os depósitos no banco central permitem maior facilidade no controle dos recursos, menores custos de manutenção, garante a neutralidade competitiva entre as instituições financeiras e minimiza o risco de crédito, o depósito em instituições privadas não implica em alterações na base monetária conforme o fluxo de receitas e despesas do governo. (Leister & Medeiros, 2016)

Apesar de concordarem na adequação do arcabouço institucional da relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central no Brasil, Leister e Medeiros (2016) sugerem que os recursos provenientes do resultado do Banco Central sejam utilizados obrigatoriamente no resgate de títulos na carteira do Banco Central. Apesar desta prática impactar as estatísticas da dívida bruta do governo geral, que parte da fantasia de separar as contas do Governo Federal e Banco Central, ela é absolutamente inócua para reduzir a dívida pública consolidada do setor pública, que costuma balizar os debates sobre política fiscal no Brasil. Mais grave, ao reduzir o espaço de manobra do Tesouro Nacional, esta medida pode facilitar que o mercado consiga ver atendidas suas demandas por títulos de características indesejáveis como indexados à Selic e de prazos curtos.

Mendes (2016) analisa alterações decorrentes do acúmulo das reservas internacionais nos pagamentos e recebimentos de lucros ou prejuízos patrimoniais do Banco Central para o Tesouro Nacional. Historicamente, as variações patrimoniais nos bancos centrais teriam pouca importância, o que permitia a autoridade monetária a geração constante de lucros, uma vez que seu principal passivo era a base monetária que não pagava juros, enquanto cobrava taxas punitivas ao sistema bancário para o fornecimento de liquidez e mantinha em sua carteira títulos do tesouro, papéis geralmente de baixo risco, baixa oscilação e que rendem juros. Desta forma, os bancos centrais produziam lucros praticamente constantes.

No entanto, nas últimas décadas ocorreram mudanças na forma de operação dos bancos centrais tanto nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento. Após a crise financeira de 2008, o Federal Reserve e o Banco Central Europeu efetuaram uma política ativa para recuperação do setor privado financeiro e não-financeiro, acumulando expressivos ativos contra o setor privado. Nos países em desenvolvimento produtores de commodities, houve o acúmulo de importantes reservas em moedas estrangeiras nos ativos dos bancos centrais.

Esse acúmulo de reservas internacionais implica em lucros e prejuízos que são contabilizados conforme o regime de competência, ou seja, registrados mesmo que os ativos não sejam vendidos. Diante, da elevada volatilidade cambial brasileira os lucros e prejuízos do Banco Central do Brasil costumam ser expressivos. Os lucros são depositados em espécie pelo Banco Central

e os prejuízos cobertos por emissões de títulos de dívida do Tesouro Nacional. Mendes (2016) considera que esse mecanismo é um favorecimento do Tesouro em detrimento do Banco Central.

O que está subjacente a análise de Mendes (2016) é a crença da possibilidade das despesas do Tesouro Nacional ser limitada pelo financiamento.

*“Outro aspecto da diferença relevante da diferença entre lucros efetivamente realizados e não realizados é que estes podem constituir um financiamento implícito do banco central ao Tesouro, afrouxando a restrição fiscal imposta ao Tesouro e estimulando a geração de déficit público.” (Mendes, 2016, p. 215)*

No entanto, como será demonstrado na última seção, a restrição financeira em reais ao Tesouro Nacional não foi uma realidade durante todo o período do real, e como será demonstrado na próxima seção, diante do arcabouço institucional brasileiro sequer é uma possibilidade factível.

## **2. A Lei de Say do Financiamento da Despesa Pública, as Finanças Funcionais e a Modern Money Theory**

A Teoria das Finanças Funcionais, que foi desenvolvida pioneiramente pelo economista russo-britânico Abba Lerner, considera que as políticas monetárias e fiscais devem ser avaliadas conforme seus resultados econômicos. De acordo com Lerner:

*“A ideia central é que a política fiscal do governo, seu dispêndio e tributação, sua tomada e repagamento de empréstimos, sua emissão nova e sua retirada de moeda [do mercado] serão todos tratados tendo exclusivamente em vista os resultados destas ações na economia, e não em alguma doutrina tradicional estabelecida sobre o que é ou não saudável” (Lerner, 1943, p.9 apud Wray, 2003, pp.95)*

Na concepção de Lerner, a variável chave do Estado para controlar o nível de demanda agregada é o gasto público, mantendo a sustentação dos gastos num patamar capaz de sustentar à compra de toda produção possível. A partir do controle da demanda agregada, o Estado pode atingir os objetivos macroeconômicos de redução do desemprego e controle da inflação.

Para o Brasil, Dos Santos (2005) adaptou as Finanças Funcionais de Lerner para situações de restrição no balanço de pagamentos, o que é especialmente importante para economias em desenvolvimento, que constantemente estão em face a crises cambiais.

Na década de 40, a Revolução Keynesiana encontrava resistência da doutrina que Lerner denominou de “Finanças Saudáveis”, que preconizavam que os governos deveriam ter como objetivos orçamentos equilibrados e limites ao endividamento.

No entanto, para Lerner não há níveis de endividamento ou do déficit público máximos definidos *a priori*. Seguindo os preceitos das Finanças Funcionais, a política fiscal deve seguir o objetivo de obter o pleno emprego e controlar a inflação, em contraponto às “Finanças Saudáveis”.

Os limites para o endividamento e para o déficit público seriam dados pelo próprio pleno emprego ou pelo aumento da inflação, quando a economia se aproximasse do pleno emprego. Desta forma, é a obtenção dos objetivos de política econômica que define os limites para a política fiscal.

*“Esse limite automático ao crescimento da dívida pública decorre da dívida pública ser uma riqueza nas mãos de quem a possui. Se a dívida for realmente muito grande, é possível que os detentores de títulos de dívida se sintam tão ricos que seu consumo sozinho seja capaz de levar a economia para o pleno emprego. Isso pode acontecer apenas com o consumo de parte da renda de juros ou, via a utilização do próprio estoque de títulos, caso prefiram em algum momento consumir a acumular, a partir de certo ponto. Nessa situação, seguindo os princípios das finanças funcionais o governo, para impedir que seja ultrapassado o nível de pleno emprego, é obrigado a eliminar o déficit público. A dívida governamental, portanto, pararia de crescer e talvez até cairia”. (Dos Santos, 2005, pp. 44-45)*

Para Lerner (1943) o primeiro princípio das Finanças Funcionais é que o Estado possui responsabilidade em buscar manter a taxa total de dispêndio aos preços correntes no qual é possível produzir. Quando o dispêndio é muito alto, o governo deve reduzir as despesas ou aumentar impostos, o que reduziria o dispêndio total da economia. Por outro lado, quando o dispêndio total é muito baixo, o governo deveria aumentar os gastos ou reduzir impostos, aumentando o dispêndio total na economia.

A compra e a venda de títulos públicos buscam calibrar a taxa de juros para o nível de juros adequado para que os investimentos sejam alcançados. Desta forma, o governo deve emitir títulos para elevar a taxa de juros, reduzindo os investimentos, ou comprar títulos para reduzir os juros e elevar os investimentos.

*“Finanças Funcionais rejeitam completamente doutrinas tradicionais de “finanças saudáveis” e o princípio de tentar equilibrar o orçamento durante um ano solar ou qualquer outro período arbitrário. Em seu lugar, prescreve: primeiro, o ajustamento do dispêndio total (por todos na economia, incluindo o governo) a fim de eliminar tanto o desemprego como a inflação, usando o dispêndio governamental quando o dispêndio total é muito baixo e a tributação quando o dispêndio total é muito baixo; segundo, o ajustamento da quantidade de dinheiro ou títulos governamentais em poder do público, pela tomada de empréstimo ou pagamento de dívida, a fim de alcançar a taxa de juros que resulta no nível mais desejável de investimento; e, terceiro, a impressão armazenamento ou destruição de moeda à medida que for necessário para implementar as duas primeiras partes do programa. (Lerner, 1943, p.41 apud Wray, 2003, pp.96)*

Nas Finanças Funcionais, assim como em outras vertentes da Escola Pós-keynesiana, não há um mecanismo similar ao crowding-out, quando aumento nos gastos públicos implicam alta nos juros e redução nos investimentos privados.

Um sistema econômico marcado pela incerteza, com a moeda exercendo papel fundamental para preservar o poder de compra e liquidez para o futuro não possui qualquer tendência a atingir o pleno emprego automaticamente. Desta forma, o dispêndio público ocupa lugar central nas políticas públicas ao permitir ao Estado buscar o pleno emprego, o que muitas vezes pode implicar inclusive a elevação dos investimentos privados.

A Modern Money Theory (MMT) surgiu dentro da Escola Pós-keynesiana e explicita a lógica de financiamento do Estado, mostrando que Estados que emitem uma moeda soberana não estão sujeitos a restrições ao financiamento das despesas públicas.

*“One of the main contributions of Modern Money Theory (MMT) has been to explain why monetarily sovereign governments have a very flexible policy space that is unencumbered by hard financial constraints. Not only can they issue their own currency to meet commitments denominated in their own unit of account, but also any self-imposed constraint on their budgetary operations can be by-passed by changing rules. As such, this type of government is not financially constrained in the way that non-sovereign units are, so that it can focus on issues such as full employment and price stability”.* (Wray & Tymoigne, 2013)

A MMT promove uma análise detalhada da institucionalidade das políticas fiscais e monetárias, explicitando as relações entre Banco Central e Tesouro, que serão fundamentais para os fins deste artigo. Assim, a MMT vai além dos trabalhos pioneiros de Abba Lerner sobre as “Finanças Funcionais”, mostrando a validade deste arcabouço analítico na economia contemporânea, tanto em economias como em moedas soberanas e não-soberanas (Bell S. , 2000); (Bell & Wray, 2002); (Fullwiler, 2006); Mosler & Forstater, 1999); (Rezende, 2009), (Wray L. , 2002) (Wray L. , 2003), (Wray L. , 2003a) e (Wray L. , 2015).

O funcionamento da MMT para o Brasil mereceu os trabalhos de Rezende (2009) e Pimentel e Serrano (2016). Rezende (2009) utiliza o arcabouço da MMT para analisar a institucionalidade do financiamento das despesas públicas para o Brasil e conclui que os limites financeiros são auto impostos e como nos demais de moeda soberana não há restrição para o endividamento público:

*“The rules of the game under which the Brazilian federal government is operating are mostly self-imposed. The rules of the game are completely different or should be completely different with a nonconvertible currency. Within this monetary framework, it does not make sense to balance the government budget because a sovereign government cannot become insolvent on its own currency. Self-imposed constraints on government spending should be removed. The government spends by crediting bank accounts, and when taxes are paid, reserves are eliminated.”* (Rezende, 2009, p. 95)

Pimentel & Serrano (2016) em trabalho apresentado no IX Encontro da AKB mostram a validade para a economia brasileira dos princípios da MMT e que as taxas de juros de longo prazo estão intimamente ligadas as taxas de juros de curto prazo como a SELIC. Neste trabalho, Pimentel e Serrano (2016) concluem que não havia necessidade de realizar um forte ajuste fiscal e outras medidas recessivas para controlar o nível de endividamento da economia. Além disso, mostram que a alta no custo da dívida estava relacionada ao ciclo de alta dos juros de curto prazo promovido pelo Banco Central.

A Modern Money Theory admite explicitamente a inspiração nas Finanças Funcionais de Lerner, acrescentando o papel desempenhado pelos tributos no direcionamento da moeda, um exame explícito das reservas bancárias na institucionalidade dos modernos bancos centrais da aplicação das Finanças Funcionais e a análise de um programa de dispêndio governamental para obtenção do pleno emprego<sup>2</sup>. (Wray L. , 2003)

Na abordagem das Finanças Funcionais, ocupam um lugar central as abordagens cartalistas da moeda que consideram o dinheiro uma criatura estatal, especialmente os trabalhos de

---

<sup>2</sup> O programa de dispêndio estatal para obtenção do pleno emprego não será analisado neste artigo por não ter relação direta com o objeto.



Knapp. Esta capacidade do Estado em realizar gastos conforme as necessidades macroeconômicas decorrem da concepção cartalista da moeda, ou seja, da capacidade estatal em emití-las.

*“Na abordagem cartalista, o dinheiro é uma criatura do Estado; ao menos no caso do dinheiro moderno, sendo difícil de ocorrer exemplos de dinheiro sem Estado. O Estado define dinheiro como aquilo que se aceita nos guichês públicos de pagamento (principalmente em pagamento de tributos). Isto tem importantes implicações políticas. Uma vez que o Estado impõe um tributo aos seus cidadãos, pagável numa moeda sobre a qual tem um monopólio de emissão, ele pode influenciar o valor daquela moeda estabelecendo as condições sob as quais a população pode obtê-la. O governo não tem 'necessidade' do dinheiro do público para gastar; ao contrário, o público necessita do dinheiro do governo para pagar tributos. Isso significa que o governo pode 'comprar' qualquer coisa que esteja à venda em termos de seu dinheiro, apenas pelo fornecimento desse dinheiro.” (Wray 2003, p. 38)*

As abordagens cartalistas da moeda se opõem às concepções metalistas, nas quais o valor da moeda é oriundo do padrão metálico adotado e, posteriormente, da quantidade de mercadorias que pode comprar, no caso da moeda fiduciária.

George Friedrich Knapp elaborou uma teoria estatal da moeda, de modo similar às abordagens cartalistas. Em sua teoria, a moeda de um estado é aquela aceita pelo estado nos pagamentos públicos, indo muito além da imposição de leis de curso forçado da moeda.

Conforme Aggio (2008), a moeda-convenção aceita de forma generalizada nas economias capitalistas é a moeda do Estado. Quando a comunidade de pagamentos abrange todos os agentes da economia, pode-se afirmar que as demais comunidades de pagamentos estão inseridas na comunidade de pagamento estatal. Neste caso, moedas privadas como os cheques bancários podem ser definidas em termos da unidade de conta da moeda do Estado, podendo inclusive ser convertida na moeda do Estado em algum período do tempo a alguma taxa de desconto.

Na concepção de Knapp, os pagamentos que envolvem o Estado seriam os “cêntricos”, nos quais os “epicêntricos” são aqueles que têm o Estado como receptor e “apocêntricos” aqueles que têm o Estado como pagador, enquanto os pagamentos entre agentes privados seriam os “paracêntricos”. (Wray L. , 2003)

*“Na abordagem cartalista, o público demanda a moeda do governo porque esta é a forma pela qual se pagam tributos. Não é uma coincidência que o Estado moderno use a mesma moeda valuta que aceita em pagamentos epicêntricos em seus pagamentos apocêntricos – ele usa os tributos como um meio de induzir a população a fornecer bens e serviços ao Estado, fornecendo em troca a moeda que será usada para quitar a obrigação tributária. Na economia moderna, parece que esses pagamentos de tributos são pagos usando moeda bancária, mas a análise da conta de reserva mostra que esses pagamentos de tributos sempre levam a uma drenagem de reserva (isto é, reduzem as exigibilidades do banco central), de modo que, na realidade, somente a moeda do governo é definitiva (liquida as obrigações tributárias em última instância). ” (Wray L. , 2003, pp. 57-58)*

Desta forma, a concepção de moeda na MMT e dos demais Pós-keynesianos divergem radicalmente das teorias ortodoxas, que frisam o papel da moeda como mera facilitadora das relações de troca. Ao contrário, os Pós-keynesianos enfatizam o papel do crédito da economia e o caráter estatal da moeda.

*“The Money originated as a vehicle to settle debts. A proof of the above is that most of the so-called modern financial innovations, based on scriptural manipulations, were known since antiquity and were in practice just before and during the Renaissance. In the post-Keynesian approach, money is a social relation, with two somewhat different justifications. The first one says that credit money requires a property-based society, where pledges based on legal property – collateral – permit the expansion of loan contracts (Heinsohn and Steiger, 1983; de Soto, 2000). The second justification is based on the tax-driven approach, also called the chartalist view following Knapp (1973), which is at the heart of the MMT reconstruction of monetary theory. It says that the general acceptance of a non-metallic form of money is due to the fact that the state requires taxes to be paid in this medium (Wray, 2000). The usefulness of chartal money is derived from the state’s authority to impose and collect taxes. (Lavoie, 2014, p. 188)*

Assim, a MMT mostra o caráter eminentemente estatal da emissão monetária e da consolidação de sua aceitabilidade mediante a aceitação nos guichês do Estado para o pagamento de impostos, contribuições e taxas ou qualquer outra forma de pagamento.

A compreensão do caráter estatal da moeda permite a MMT mostrar o lado fundamentalmente monetário da despesa estatal. Nesse sentido, uma das principais contribuições da MMT é mostrar a validade dos princípios das Finanças Funcionais dentro da moderna institucionalidade dos bancos centrais e tesouros nacionais, especialmente que o Estado é sempre solvente em sua própria moeda quando emite uma moeda soberana.

*“Perhaps the most important original contribution of MMT has been the detailed study of the coordination of operations between the treasury and the central bank. The procedures involved can obscure how the government “really spends””. (Wray L. , 2015, p. 2)*

A MMT mostra o papel desempenhado pelo tesouro na política monetária, a forma como os bancos centrais implementam a política monetária, a importância das identidades contábeis nacionais e a irrelevância econômica de restrições auto impostas ao financiamento das despesas públicas. (Wray & Tymoigne, 2013)

Para a MMT, a divisão entre Banco Central e Tesouro é artificial e esconde o verdadeiro caráter das emissões de títulos do Tesouro, que muito mais do que operações de financiamento, é uma operação de política monetária.

De modo geral, o Estado emite moeda nas seguintes situações:

#### Tesouro

- i. Pagam uma despesa pública e
- ii. Resgatam um título em poder do público

#### Banco Central:

- iii. Compram um título público em definitivo,
- iv. Emitem uma compromissada reversa ou resgatam uma compromissada,
- v. Realizam um empréstimo aos bancos no redesconto,
- vi. Reduzem os depósitos compulsórios do sistema bancário,
- vii. Quando um banco saca reservas voluntárias depositadas no Banco Central,

- viii. Adquire reservas cambiais e
- ix. Realiza o pagamento de um prejuízo numa operação com derivativos.

Quando o tesouro realiza o pagamento por uma despesa pública, o valor é debitado em sua conta no banco central e creditado nas reservas bancárias do banco comercial que operacionalizará o pagamento. Desta forma, a despesa pública resulta em ampliação da base monetária. Caso a conta a que se destina o pagamento esteja em outro banco comercial, aquele banco operador financeiro do Estado fará um depósito na conta de reservas do banco comercial destinatário no banco central.

É importante lembrar que a base monetária é constituída de papel moeda em poder do público e das reservas dos bancos comerciais depositadas no banco central. Nas modernas economias capitalistas, o papel moeda em poder do público possui uma função secundária em relação aos depósitos bancários. Mas de qualquer forma, essas reservas bancárias poderão ser convertidas em papel moeda conforme o desejo do depositante.

A despesa pública é uma emissão de moeda e aumenta a oferta de liquidez ao mercado, ajudando a satisfazer a demanda por ativos líquidos. Por isso, o resultado imediato é uma redução nas taxas de juros no mercado interbancário, uma vez que os bancos passam a ofertar o excesso de liquidez em operações no *overnight*. Desta forma, para a taxa de juros não ficar abaixo da meta definida pelo banco central, o próprio tesouro poderá recompor seu colchão de liquidez com a emissão de títulos ou o banco central será obrigado a vender títulos do tesouro que estão em seu portfólio ou realizar operações compromissadas, que são operações temporárias de redução da liquidez. Menos usuais nas atuais práticas dos bancos centrais, a redução da liquidez poderá ser feita pela pelo aumento da exigência de depósitos compulsórios ou pela redução dos empréstimos na janela de redesconto.

Ao realizar um pagamento, o governo recebe um bem ou serviço e o agente privado será detentor de papel moeda ou de depósitos num banco comercial, que terá o valor correspondente em depósitos nas reservas do banco central. As reservas bancárias e o papel moeda em poder do público são passivos do banco central, enquanto o governo já recebeu como ativos bens ou serviços prestados. O banco comercial terá as reservas do banco central, mas o passivo correspondente referente ao depósito bancário. Já o depositante terá o depósito bancário sem qualquer correspondência em seu passivo para terceiros. Desta forma, apenas o governo pode ser criador de riqueza financeira líquida do setor privado.

*“A sovereign government operating under a nonconvertible currency does not really “borrow.” Government deficits allow positive net savings by the nongovernment sector. When the government runs a deficit, it is spending more than it taxes, thereby allowing positive net savings in the form of government liabilities. Government deficits increase savings in a particular form: either reserves or government bonds. Note that this saving is in the safest and most liquid asset one can have.”* (Rezende, 2009, p. 94)

Desta forma, o gasto público é uma forma de ofertar a liquidez demandada pelos agentes privados para mitigar os efeitos da incerteza.

*“Se acrescentarmos o governo, então seu dispêndio deficitário permite poupança líquida (externo) pelo setor famílias (ignorando, de novo, o setor externo). Neste caso, quando o setor famílias deseja poupar mais que o setor empresarial deseja investir, o dispêndio governamental pode proporcionar a renda extra que as famílias não desejem gastar. Nesta economia ampliada, a poupança das famílias iguala o investimento empresarial mais o déficit do governo”.* (Wray L. , 2003, p. 103)

Os dispêndios do banco central como a compra de títulos, moedas estrangeiras ou quaisquer outros ativos de propriedade do mercado e o pagamento de perdas com derivativos resultam em aumentos das reservas bancárias depositadas no próprio banco central de propriedade dos bancos comerciais, podendo eventualmente ser convertidas em papel moeda.

Além do dispêndio público, os bancos centrais também podem conceder empréstimos ao sistema financeiro por meio da janela de redesconto. No entanto, com a tendência às taxas de juros proibitivas, esse mecanismo é utilizado de forma cada vez mais esporádica.

Outra alternativa aos bancos centrais para ofertar moeda ao mercado é reduzir os depósitos compulsórios das reservas dos bancos. Assim, mais recursos ficam livres para o sistema ofertar liquidez ao mercado.

Em sentido oposto, a arrecadação de tributos, a venda de títulos pelo tesouro ou banco central, o recebimento de empréstimos da janela de redesconto e o aumento dos depósitos compulsórios de reservas reduzem a quantidade de moeda em circulação e, portanto, a liquidez disponível na economia. Por outro lado, o dispêndio público aumenta a quantidade de moeda em circulação, ou mais especificamente, as reservas dos bancos depositadas no banco central.

As condições de equilíbrio entre oferta e demanda por liquidez no mercado interbancário a uma determinada taxa de juros são alteradas com o dispêndio público, que aumenta a oferta dos recursos líquidos depositados pelos bancos centrais. Desta forma, a oferta de liquidez aumenta e as taxas de juros tendem a cair até que um novo equilíbrio seja encontrado. O gasto público aumenta a oferta de liquidez na mesma quantidade de seu valor. Assim, é como se houvesse uma Lei de Say no financiamento das despesas públicas, com a sua própria realização criando a demanda para seu financiamento<sup>3</sup>.

*”O dispêndio governamental nunca é limitado pela quantidade de títulos que os mercados estão querendo comprar; antes, as vendas de títulos são realizadas para proporcionar uma alternativa rentável às reservas excessivas e ao dinheiro mantido em caixa. O dispêndio governamental é limitado apenas pelo desejo do setor privado em fornecer bens, serviços e ativos ao governo em troca de moeda governamental, que é, em última instância, decorrente do desejo do público por moeda para pagar tributos e manter uma poupança líquida. Qualquer coisa que esteja à venda em termos do dinheiro doméstico pode ser obtida pela criação de moeda fiduciária pelo governo”.* (Wray L. , 2003, p. 108)

A maioria dos bancos centrais modernos trabalha com meta de taxa de juros de curto prazo para orientar a política monetária. Desta forma, o dispêndio estatal gera a necessidade de emissão ou pelo banco central ou pelo próprio tesouro para recompor seu colchão de liquidez. Caso a emissão não seja enxugada, a taxa de juros cai abaixo da meta estipulada pelo banco central.

De fato, não há a uma relação necessária entre o gasto público e o seu financiamento e a inexistência de limites para o gasto público. No curtíssimo prazo pode não haver lógica econômica, mas os detentores de liquidez podem se negar a financiar a dívida pública em busca de melhores taxas e condições, ainda mais em mercados financeiros oligopolizados como os de países em desenvolvimento. Por isso, aqui adotamos a hipótese da “Lei de Say do Financiamento da Despesa

---

<sup>3</sup> De forma estrita, adeptos da MMT como Wray negam que as operações de venda de título tenham caráter de financiamento do gasto público, pela questão lógica de que o Estado deve antes emitir a moeda, antes que retorne sob a forma de receitas tributárias ou sob a venda de títulos. No entanto, para a discussão desta artigo é mais importante compreender que o gasto público gerará a demanda necessária para a emissão de títulos e a recomposição do colchão de liquidez do Tesouro, o que é mais adequado à institucionalidade brasileira.

Pública”, uma vez que a demanda potencial é criada pela própria despesa pública, mas a efetivação desse financiamento pode depender das estratégias de mercados financeiros oligopolizados e das alternativas de aplicações criadas pelos bancos centrais como compromissadas ou demais instrumentos financeiros.

No entanto, a criação da demanda pelo financiamento da despesa pública pela própria despesa pública tem sido suficiente para garantir as condições de realização da despesa pública sob as mais diversas condições como as da inflação dos anos 80, das crises cambiais dos anos 90 e da recessão do biênio 2015/2016, a mais profunda da história brasileira.

### 3. O Tesouro Nacional e a crise do biênio 2015/2016

A maior recessão da história brasileira não criou maiores problemas para o Tesouro Nacional no financiamento da despesa pública. Contrariando o senso comum e o discurso da crise fiscal, em muitos aspectos os indicadores da dívida pública apresentaram sensível melhora.

De fato, jamais houve problema algum de caixa na Conta Única do Tesouro Nacional, como pode ser verificado na Tabela 1, nesta ou em qualquer outra crise desde o início do Plano Real. Eventuais reduções de caixa, longe de serem relevantes e dramáticas, costumam ser provocadas pela gestão do perfil da dívida e não de dificuldades de rolagem. De maneira geral, os saldos da Conta Única do Tesouro Nacional apresentam sistemáticos aumentos e a crise do biênio 2015/2016 até o momento não conseguiu impedir que os saldos aumentassem R\$ 433,9 bilhões.

*Tabela 1: Saldo da Conta Única do Tesouro Nacional (R\$ mil)*

Conta Única do Tesouro Nacional*	
1994	12.094.252
1995	22.239.182
1996	25.143.391
1997	41.135.318
1998	50.402.341
1999	75.779.217
2000	88.380.288
2001	82.205.875
2002	88.526.786
2003	120.189.562
2004	158.231.716
2005	208.476.268
2006	226.047.319
2007	275.843.164
2008	255.216.723
2009	406.354.420
2010	404.516.398
2011	475.622.276
2012	620.401.291
2013	655.965.327
2014	605.920.552

2015	881.932.081
2016	1.039.821.680

Fonte: Demonstrações Financeiras do Banco Central

\*Dados de 1994 a 1997 incluem empréstimos compulsórios

A análise mais usual da ortodoxia nacional é sobre os repasses do Banco Central ao Tesouro Nacional decorrentes da variação patrimonial das reservas cambiais. Como as reservas cambiais eram marcadas a mercado, a legislação previa que os ganhos obtidos com a valorização dessas reservas deveriam ser depositados pelo Banco Central na Conta Única do Tesouro Nacional em espécie. Já as perdas eram compensadas com títulos do Tesouro Nacional para o Banco Central. A análise dos dados mostra a indubitável relevância desse mecanismo para ampliar os saldos da Conta Única do Tesouro Nacional, conforme tabela 2.

**Tabela 2: Transferências do BCB para o Tesouro Nacional - R\$ milhões**

	Resultado das operações cambiais	Resultado do BCB	Transferências BCB/Tesouro Nacional
	a	b	c = a+b
2008	126.618	13.345	139.963
2009	-147.719	5.609	-142.110
2010	-48.530	15.730	-32.800
2011	44.041	23.471	67.512
2012	22.309	24.615	46.924
2013	31.685	31.956	63.641
2014	13.950	30.927	44.877
2015	157.345	76.706	234.051
2016	-240.320	-9.528	-249.847

Fonte: BCB

No entanto, a intenção dos economistas ortodoxos em restringir o acesso do Tesouro Nacional ao financiamento e limitar os gastos públicos esbarra na enorme facilidade encontrada na emissão de títulos em 2015, quando o saldo líquido de emissões chegou a R\$ 129,43 bilhões. Este elevado montante de emissões líquidas alongando o perfil da dívida pública, assim como a alta da SELIC apontada por Pimentel e Serrano (2016), explicam a elevação no custo do financiamento da dívida pública no período.

**Tabela 3: Emissões Líquidas de Títulos pelo Tesouro – R\$ milhões**

	Emissões Líquidas
2007	-37.774
2008	-132.201
2009	-13.956
2010	27.548
2011	-39.201

2012	-66.353
2013	-103.197
2014	-70.229
2015	129.433
2016	-10.792

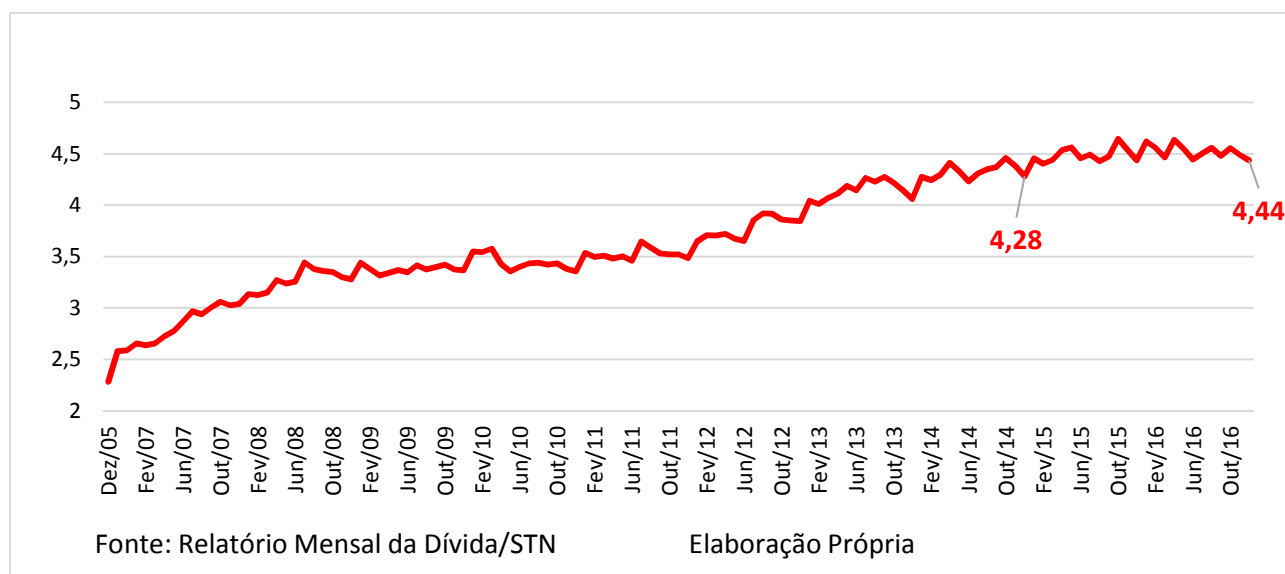
Fonte: Relatório Mensal da Dívida/STN

Elaboração Própria

Em alguns anos, as emissões líquidas foram negativas. Todavia, tal fato não deve ser superestimado. Como o saldo na Conta Única sempre esteve em patamares elevados e este é remunerado pela SELIC, o Tesouro Nacional pode realizar uma estratégia agressiva de resgates para forçar a melhora no perfil da dívida pública. Por outro lado, fica claro que um elevado colchão líquido é parte essencial para que o Tesouro possa alongar e prefixar a dívida, conforme suas metas de gestão da dívida pública.

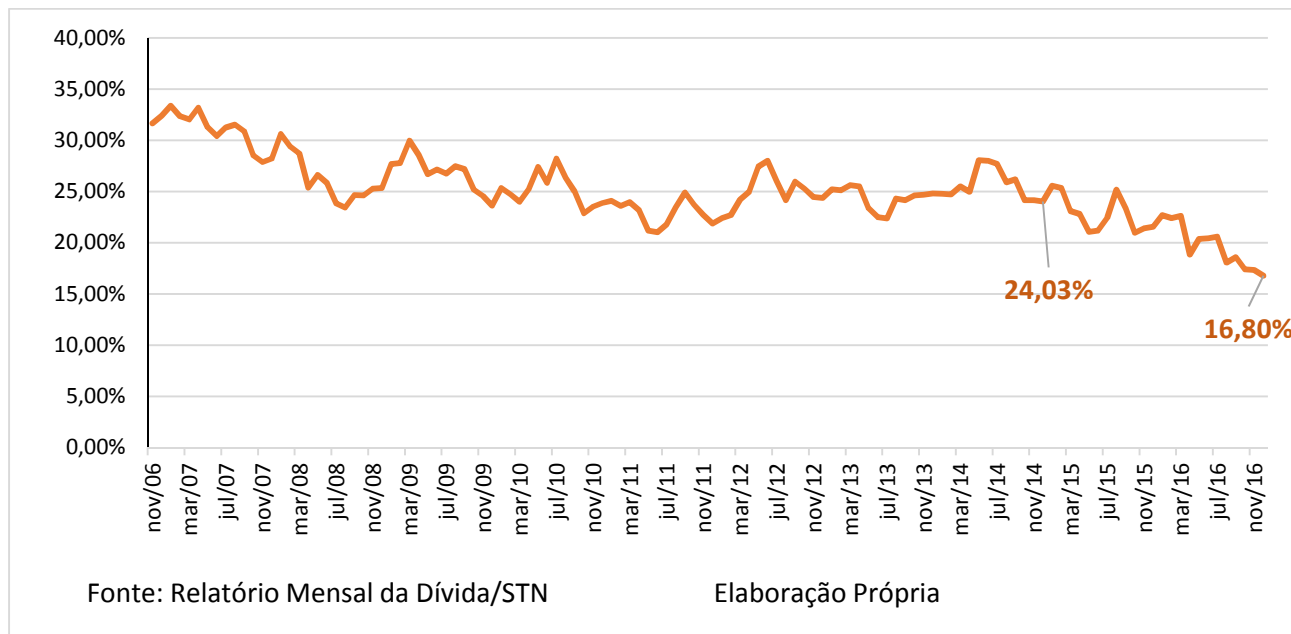
Ademais, essas emissões do Tesouro Nacional foram exitosas em manter o alongamento do prazo médio da dívida pública mobiliária federal interna. Em dezembro de 2014 e o mesmo mês de 2016, o prazo médio da DPMFi aumentou de 4,28 anos para 4,44 anos.

**Gráfico 1: Prazo Médio da DPMFi - Em Anos**



Os vencimentos da DPF em até 12 meses também apresentaram melhora durante a crise. A proporção de títulos com vencimento em 12 meses passou de 24,03% em dezembro de 2014 para 16,80% em dezembro de 2016.

**Gráfico 2: Vencimentos da Dívida Pública em até 12 meses - em %**

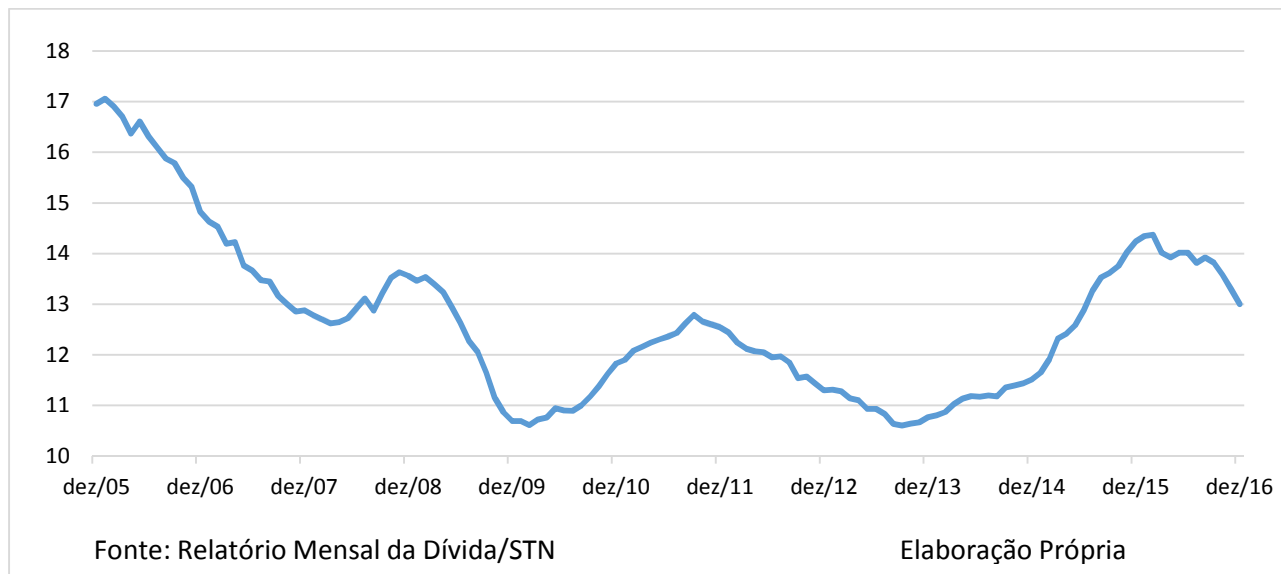


Em contraposição a melhora do perfil da dívida pública durante o biênio recessivo de 2015/2016, a proporção de títulos vinculados a Selic subiu de 19,62% para 29,43%. Este é um problema importante, uma vez que a elevada proporção de títulos de indexação financeira reduz a eficácia da política monetária, aumenta a imprevisibilidade na gestão da dívida pública e dificulta a criação de um referencial para o mercado de crédito privado de longo prazo.

O maior problema da dívida pública brasileira, o elevado custo médio da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), piorou a longo do biênio recessivo, tendência que já se manifestava desde o início do ciclo de aperto monetário em 2013 e que se manifestou de forma mais intensa após 2015. Ao final de 2016, com o início do afrouxamento da política monetária, o custo médio da DPMFi começa a cair. De qualquer forma, a alta dos juros foi bem abaixo das registradas da década de 90, quando chegaram a patamares próximos de 50% e guarda estreita relação com a política monetária. Não há nenhum indício de que a chamada “crise fiscal” e a perda do “investment grade” tenha causado aumento persistentes nos custos da dívida acima daqueles provocados pela política monetária.



**Gráfico 3: Custo Médio da DPMFi - % a.a.**



O relevante é compreender que o Tesouro Nacional registrou ao longo dos anos um consistente aumento dos depósitos na Conta Única, que jamais foi um empecilho para a expansão dos gastos públicos. Com ou sem transferências do Banco Central ao Tesouro, a autoridade fiscal registrou facilidade para refinaranciar sua dívida, o que permitiu a melhora de seu perfil em diversos aspectos e os custos flutuando suavemente conforme os ciclos da política monetária, em que pese a maior recessão da história e perda do “investment grade” pelas agências de rating.

#### 4. Conclusão

Este artigo mostrou que a recessão do biênio 2015/2016 não implicou em dificuldades para o financiamento da dívida pública. A famigerada “crise fiscal” veio acompanhada de forte expansão dos depósitos da Conta Única do Tesouro Nacional. Além disso, diversos aspectos da dívida pública melhoraram ao longo da crise como o prazo médio e a proporção de vencimentos em até meses, enquanto o custo médio da dívida não apresentou a explosão que costumavam ocorrer durante as crises cambiais dos anos 90.

Os dados mostram o quanto é falaciosa a tese da crise fiscal e da inevitabilidade da consolidação fiscal. O saldo na Conta Única do Tesouro Nacional chegou a impressionante R\$ 1,04 trilhão em dezembro de 2016, valor R\$ 434 bilhões acima daquele registrado 2 anos antes. Em 2015, as emissões líquidas do Tesouro Nacional chegaram 129 bilhões. Se o Tesouro Nacional conseguiu levantar enormes quantias de recursos financeiros facilmente, diversos aspectos do perfil da dívida pública registraram melhoras no período. A proporção de títulos com vencimento em 12 meses passou de 24,03% em dezembro de 2014 para 16,80% em dezembro de 2016 e o prazo médio da DPMFi aumentou de 4,28 anos para 4,44 anos.

A ortodoxia nacional vem buscando entender o fenômeno da higidez das contas públicas nos mais diversos cenários como a inflação dos anos 90 e na recessão atual. Contudo, sem um instrumental teórico adequado são obrigados a recorrer a hipóteses *ad hoc*, como a falta de independência do Banco Central e as transferências do Banco Central ao Tesouro decorrentes dos efeitos da variação cambial sobre patrimônio da autoridade monetária.

A questão pode ser melhor compreendida com os conceitos teóricos criados pelas Finanças Funcionais e pela Modern Money Theory, que mostram as condições de financiamento da despesa pública, que é em sua essência uma emissão monetária e cria a demanda para o seu próprio financiamento, a Lei de Say das Despesas Públicas apresentada neste artigo.

De fato, a limitação financeira à despesa pública é uma quimera. A questão central é estabelecer as condições de financiamento para criar um referencial para o desenvolvimento de um mercado de capitais privados de longo prazo, melhorar a eficácia da política monetária e previsibilidade da gestão da dívida pública. Além disso, a despesa pública deve ser compreendida como elemento essencial para atingir objetivos macroeconômicos como níveis de emprego e inflação adequados.

## **Bibliografia**

- Aggio, G. (2008). *Moeda, Convenção, Contratos e Impostos: Uma Contribuição para a Teoria da Aceitabilidade da Moeda*. Campinas: Dissertação de Mestrado.
- Almeida Jr., M., Lisboa, M., & Pessoa, S. (2015). *O AJUSTE INEVITÁVEL ou o país que ficou velho antes de se tornar desenvolvido*. Fonte: Blog do Mansueto Almeida:  
[https://mansueto.files.wordpress.com/2015/07/o-ajuste-inevitc3a1vel-vf\\_2.pdf](https://mansueto.files.wordpress.com/2015/07/o-ajuste-inevitc3a1vel-vf_2.pdf)
- Ando, A., & Modigliani, F. (1963). The life cycle hypothesis of savings: Aggregate implications. *American Economic Review*, 53, pp. 55-84.
- Bell, S. (2000). Do Taxes and Bonds Finance Government Spending? *Journal of Economic Issues*, pp. 603-620.
- Bell, S., & Wray, L. (2002). Fiscal Effects on Reserves and the Independence of the Fed. *Journal of Post Keynesian Economics*, pp. 263-271.
- Bernanke, B., & Gertler, M. (1995). Inside de Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9 , pp. 27-48.
- Colander, D. (1984). Was Keynes a Keynesian or a Lernerian? *Journal of Economic Literature*, 22, pp. 1572-1575.
- Cysne, R. (1990). Depósitos do Tesouro: no Banco Central ou em bancos comerciais? *EPGE - Ensaios Econômicos* .
- Davidson, P. (2005). *The Post Keynesian School* (Vol. Modern Macroeconomics). (B. Snowdon , & V. Howard, Eds.) Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- De Soto, H. (2000). *The Mystery of Capital*. Londres: Bantam Press.
- Domar, E. (1944). The "Burden of the Debt" and the National Income. *American Economic Review*, pp. 798-827.
- Dos Santos, G. (2005). *Uma Releitura das Finanças Funcionais*. Rio de Janeiro: Tese de Doutorado.
- Federal Reserve. (2005). Purposes and Functions. Washington, DC.
- Friedman, M. (1956). The Quantity Theory of Money: A Restatement. Em M. Friedman, *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: Chicago Press.
- Fullwiler, S. (2006). Setting Interest Rates in the Modern Money Era. *Journal of Post Keynesian Economics*, pp. 495–525.

- Garcia, M., & Salomão, J. (2007). Alongamento dos Títulos de Renda Fixa no Brasil. Em E. Bacha, & L. Oliveira Filho, *Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação e Alongamento* (pp. 93-144). Rio de Janeiro: ANBID.
- Heinsohn, G., & Steiger, O. (1983). Private property, debts and interest or: the origin of money and the rise and fall of monetary economics. *Studi Economici*, 21, pp. 5-55.
- Keynes, J. M. (2010). "A teoria ex ante da taxa de juros" (Vol. In: Clássicos da literatura econômica.). Brasília: IPEA/INPES.
- Keynes, J. M. (2012). *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Saraiva.
- Knapp, G. (1973 (1924)). *The State Theory of Money*. Clifton, New York : Augustus M. Kelley.
- Kydland, F., & Prescott, E. (Junho de 1977). Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*.
- Lavoie, M. (2014). *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Leister, M. D., & Medeiros, O. L. (2016). Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro. Em E. Bacha, *A crise fiscal e monetária brasileira* (pp. 119-152). Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Lerner, A. (Fev de 1943). Function Finance and Federal Debt. *Social Research*, pp. 38-51.
- Lienert, I. (2009). *Modernizing Cash Management*. Fiscal Affairs Department - IMF.
- Lopreato, F. (2013). *Caminhos da Política Fiscal no Brasil*. São Paulo: Editora Unesp.
- Mendes, M. (2016). A Lei 11.803/2008 e a Relação Financeira Entre o Tesouro Nacional e Banco Central. Em E. Bacha, *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira* (pp. 205-239). Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Mishkin, F. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9, pp. 3-10.
- Mishkin, F. (2002). Inflation Targeting. Em B. Snowdon, & H. Vane, *An Encyclopedia of Macroeconomics*. Cheltenham, UK: Edward elgar.
- Modigliani, F. (1944). Liquidity preference and the theory of interest and money. *Econometrica*, 12, pp. 45-88.
- Modigliani, F. (1963). The monetary mechanism and its interaction with real phenomena. *Review of Economics and Statistics*, 45, pp. 79-107.
- Morais, J., & Carvalho, L. (2009). Mercado Primário de Dívida Pública Federal. Em A. Silva, L. Carvalho, & O. Medeiros, *Dívida Pública: A Experiência Brasileira* (pp. 359-376). Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional.
- Mosler, W., & Forstater, M. (1999). A General Framework for the Analysis of Currencies and Commodities. Em P. Davidson, & J. Kregel, *Full Employment and Price Stability in a Global Economy* (pp. 166-177). Northampton: Edward Elgar.
- Muth, J. (1961). Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*.
- Nakano, Y. (2012). Para reduzir juro, Selic precisa acabar. *Valor Econômico*. Acesso em 23 de Setembro de 2016, disponível em <http://www.valor.com.br/opiniao/2567382/para-reduzir-juro-selic-precisa-acabar>

- Palley, T. (2014). *Modern money theory (MMT): the emperor still has no clothes*. Fonte: Thomas Palley: Economics for Democratic and Open Societies: <http://www.thomaspalley.com/?p=393>
- Paula, L., & Pires, M. (2017). Crise e perspectivas para a economia brasileira. *Estudos Avançados*, pp. 125-144.
- Pedras, G., & Venceslau, H. (2009). Organização do Mercado Financeiro no Brasil. Em A. Silva, L. Carvalho, & O. Medeiros, *Dívida Pública: A Experiência Brasileira* (pp. 339-357). Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional.
- Pigou, A. (1943). The classical stationary state. *Economic Journal*, 53, pp. 343-351.
- Resende, M. F. (2007). O circuito finance-investimento-poupança-funding. *Revista de Economia Política*, pp. pp. 136-154.
- Rezende, F. (2009). The Nature of Government Finance in Brazil. *International Journal of Political Economy*, pp. 81-104.
- Rocha, K. (2009). Estrutura Institucional e Eventos Recentes na Administração da Dívida Pública Federal. Em A. Silva, L. Carvalho, & O. Medeiros, *Dívida Pública: A Experiência Brasileira* (pp. 131-148). Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional.
- Salto, F., Afonso, J., Biasoto Jr., G., & Köhler, M. (2015). As duas dimensões do ajuste fiscal. *Texto para Discussão - Instituto de Economia-Unicamp*.
- Sargent, T. (1979). *Macroeconomic Theory*. Nova Iorque: Academic Press.
- Sargent, T., & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve of Minneapolis Quarterly Review*.
- Snowdon, B., & Vane, H. (2005). *Modern Macroeconomics*. Northampton: Edward Elgar.
- Solow, R. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*, pp. 65-94.
- Stigum, M., & Crescenzi, A. (2007). *Stigum's Money Market: The Investment Classic*. Nova York: McGraw-Hill.
- Svensson, L. (1997). Optimal Inflation Targets, "Conservative" Central Banks and Linear Inflation Contracts. *American Economic Review*.
- Svensson, L. (1997b). Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. *European Economic Review*.
- Tavares, M. (1972). *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar.
- Tavares, M. (1998). *Ciclo e Crise: O Movimento Recente da Industrialização Brasileira*. Campinas: IE Unicamp.
- Tobin, J., & Haliassos, M. (1988). The Macroeconomic of Government Finance. *Cowles Foundation Discussion Paper nº 888*.
- Torres Filho, E. (2012). Por que ainda não temos crédito privado de longo prazo no Brasil? Em L. Prado, *Desenvolvimento Econômico e Crise: Ensaio em Comemoração aos 80 anos de Maria da Conceição Tavares* (pp. 91-116). Rio de Janeiro: Contraponto: Centro Celso Furtado.
- Torres, M. (1999). *Operacionalidade da Política Monetária no Brasil*. Campinas: Tese de Doutorado defendida no IE/Unicamp.

- Wray, L. (2002). Senhoriagem ou soberania. *Economia e Sociedade*, pp. 193-211.
- Wray, L. (2003). *Trabalho e Moeda Hoje*. Rio de Janeiro: Editora UFRJ / Contraponto Editora.
- Wray, L. (2003a). Functional finance and US government budget surpluses in the new millennium. Em E. Nell, & M. Forstater, *Reinventing Functional Finance: Transformational Growth and Full Employment* (pp. 141–159). Northampton: Edward Elgar.
- Wray, L. (2015). *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems* (2ª Edição ed.). Nova Iorque: Palgrave.
- Wray, L., & Tymoigne, É. (2013). Modern Money Theory 101: A Reply to Critics. *Working Paper No. 778 - Levy Economics Institute*.