

OS TRIBUTOS E A VENDA DE TÍTULOS PÚBLICOS FINANCIAM O ESTADO? UMA ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO SOB A ÓTICA DA MODERN MONEY THEORY

Rafael Voigtel¹

Marina Moreno de Farias²

Resumo: Os tributos e a venda de títulos públicos financiam o Estado? É consenso para o mainstream a ideia de que estes recursos determinam o financiamento estatal; a heterodoxia, no entanto, não estabelece unanimidade teórica acerca do tema. Parte dos heterodoxos, sobretudo os pensadores da Modern Money Theory (MMT), defendem a visão de que os tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado. Diante desse cenário, o objetivo do presente artigo é trazer o debate para a realidade brasileira, dado o atual cenário de mudanças nas políticas econômicas, com destaque para o Novo Arcabouço Fiscal (NAF) e a reforma tributária. Defende-se aqui a hipótese da MMT de que os tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado. Para comprovar tal hipótese, destrinchou-se a perspectiva da teoria, além da realização de um caso prático da rotina contábil do balanço patrimonial do Banco Central do Brasil. O presente trabalho também explica a importância do mecanismo de financiamento dos gastos do governo (autônomo) para a conjuntura brasileira, visando causar impactos positivos no que tange ao entendimento político e social quanto às “limitações” monetárias e fiscais do país.

Palavras-chave: tributos, títulos públicos, Estado, MMT.

DO TAXES AND THE SALE OF GOVERNMENT BONDS FINANCE THE STATE?

Abstract: Do taxes and the sale of public bonds finance the state? The mainstream consensus is that these resources determine state financing; heterodoxy, however, does not establish theoretical unanimity on the subject. Some heterodox thinkers, especially those of the Modern Money Theory (MMT), defend the view that taxes and the sale of government bonds do not finance the state. Given this scenario, the aim of this article is to bring the debate to the Brazilian reality, given the current changes in economic policies, especially the New Fiscal Framework (NAF) and tax reform. It defends the MMT hypothesis that taxes and the sale of public bonds do not finance the state. This work also explains the importance of the mechanism for financing government spending (autonomous) for the Brazilian situation, with the aim of having a positive impact on political and social understanding of the country's monetary and fiscal “limitations”.

Keywords: taxes, government bonds, State, MMT.

¹ Bacharelado em Economia pela Universidade Federal Fluminense. Pesquisador do Grupo de Estudos sobre os BRICS da Universidade de São Paulo (GEBRICS/USP). Áreas de concentração: Macroeconomia Internacional, Geoeconomia e Desenvolvimento Econômico. Contato: rafaelvoigtel@id.uff.br.

² Bacharelado em Relações Internacionais. Mestranda em Economia Política Internacional na Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Pesquisadora Associada (Junior Fellow) ao Instituto Sul-Americano de Política e Estratégia (ISAPE), Especialista Residente no think tank Observa China (观中国), Pesquisadora no Laboratório de Estudos em Economia Política da China (LabChina). Áreas de concentração: Moeda, Desenvolvimento Econômico, Geopolítica e China. Contato: marina.farias@pepi.ie.ufrj.br.

INTRODUÇÃO

É consenso para o mainstream econômico a ideia de que os tributos e a venda de títulos públicos financiam o Estado (Bell e Wray, 2003). Nos meios de comunicação mais tradicionais é também fácil verificar essa constatação, pois já é consolidada no pensamento econômico dominante. No que concerne o campo heterodoxo, não há unanimidade acerca do tema, parte dos autores tendem a concordar com o mainstream e uma outra parcela com a hipótese da Modern Money Theory (MMT) de que os tributos e a venda de títulos não financiam o Estado. A MMT é uma teoria que ganhou destaque internacional principalmente após a crise financeira de 2008, onde, postas as origens da crise, as fraquezas do mainstream ficaram evidentes, fortalecendo as teorias heterodoxas (Lavoie, 2013). Mais recentemente no Brasil, a eleição do atual presidente Lula e a consequente busca por mudanças nas políticas econômicas e tributárias escancarou a necessidade de se repensar alguns assuntos que estavam consolidados teórica e metodologicamente em partes da equipe do governo. O fim do Teto de Gastos dos governos Michel Temer (2016-2018) e Jair Bolsonaro (2019-2022), a criação do Novo Arcabouço Fiscal (NAF) e da reforma tributária fazem com que o esclarecimento do assunto sobre o qual versa o presente trabalho seja fundamental para a quebra de hábitos teóricos já consolidados e para a construção de novas perspectivas.

Por isso, o presente artigo defende a hipótese de que os tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado, seguindo a tese de que este pressuposto não passa de uma rotina lógica do balanço patrimonial do Banco Central do Brasil (BCB). Para comprovar a hipótese, se utilizará uma metodologia que lança mão de uma perspectiva teórica advinda da MMT, além da elaboração de um caso prático de rotina contábil do BCB. A relevância desta pesquisa se justifica na necessidade de compreensão da hipótese defendida, o que impacta diretamente no fazer das políticas macroeconômicas nacionais. Entendê-la abre espaço para novos pareceres em torno das duas novas propostas do governo Lula, isso pois, comprovando a presente hipótese, amplia-se o horizonte de ação dessas políticas em favor dos trabalhadores brasileiros. O antigo Teto de Gastos e a natureza tributária regressiva no Brasil, limitavam o avanço do bem-estar social, excluindo as grandes massas e focalizando nas classes mais ricas da sociedade. O NAF e a nova reforma tributária vieram com o objetivo de mudar tal realidade, com uma promessa progressista, entretanto, mesmo com essas novas posições, ainda há diferentes

limitações em torno delas, não só estruturais, mas também teóricas, metodológicas e ideológicas. A compreensão de que os tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado e a consolidação de tal visão na equipe econômica do Governo Federal faz com que se veja com “novos olhos” tais políticas, com a possibilidade de quebra de paradigmas que não encontram respaldo na realidade.

Tal abordagem aqui empreendida ainda não é popular a nível nacional, tendo em vista que a maioria das perspectivas em curso advém somente de um arcabouço teórico, em outras palavras, sem a utilização de cálculos técnicos e práticos. É importante destacar que este artigo não pretende aceitar os demais pressupostos estabelecidos pela MMT; o objetivo principal é que ao final desta pesquisa seja possível demonstrar que os tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado, evidenciando a importância da compreensão acerca do funcionamento do financiamento de um Estado soberano, mais especificamente o caso brasileiro.

Este artigo possui quatro seções. A primeira seção apresenta, de maneira resumida, o debate sobre os tributos e a venda de títulos públicos financiarem, ou não, o Estado. A segunda apresenta o arcabouço teórico da MMT por trás da hipótese da pesquisa. A terceira apresenta a defesa da hipótese através de exemplos práticos da rotina contábil do balanço patrimonial do BCB. A quarta seção apresenta a atual realidade brasileira, dando um parecer da conjuntura político-econômica que se forma em torno do NAF e da reforma tributária, referenciando a importância de entender a hipótese aqui apresentada e como isso pode “abrir portas” para as duas políticas citadas. Algumas considerações concluem o trabalho.

1. OS TRIBUTOS E A VENDA DE TÍTULOS PÚBLICOS FINANCIAM OU NÃO O ESTADO?

De um lado, o pensamento de que os tributos e a venda de títulos públicos financiam o Estado é um consenso para o *mainstream* econômico (Bell e Wray, 2003). Essa perspectiva também é dominante em outras áreas das Ciências Sociais e Humanas. A tese é citada em diferentes fontes da Administração Pública e Direito, como exemplo em um dos livros da Escola de Administração Fazendária do Ministério da Fazenda do Brasil (2014), em livros de Direito Tributário como Machado (2007), Lima Neto (2017) etc.

Apesar do assunto formar um consenso no mainstream, a heterodoxia ainda não produziu uma unanimidade acerca do debate sobre o financiamento do Estado. Mesmo que a MMT componha a escola pós-keynesiana, a maior parte da literatura que diverge da teoria aqui discutida advém dessa mesma linha de pensamento. As atuais críticas advindas desse grupo de autores não concordam com três pontos da MMT³: (i) a afirmação de que o governo precisa ter necessariamente déficits a longo prazo para que o público possa ter acesso a saldos de caixa maiores; (ii) a tese de que os tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado; (iii) a afirmação de que o governo que emite sua moeda nacional soberana não tem restrição financeira (Lavoie, 2013, 2019, 2022; Palley, 2015, 2020; Vergnhanini e De Conti, 2017; Van Lear, 2003).

Foge do escopo do presente artigo versar sobre todas elas, por isso, o foco é a crítica ao ponto (ii), que diz respeito ao atual trabalho. A explicação dada pela MMT será aprofundada ao decorrer das seções. Entretanto, em resumo, a teoria destaca que os recursos provenientes da tributação e da venda de títulos não podem financiar o Estado pelo fato deles ocorrerem após os gastos públicos. Eles não podem ser a origem do dinheiro do governo, pois, por uma questão de lógica do balanço patrimonial do Banco Central (BC), eles são destruidores da Base Monetária (BM), ou high-powered money (HPM), como chamam os teóricos da MMT (Wray, 2015).

O argumento pós-keynesiano que diverge dessa versão afirma que, na verdade, o governo não gasta primeiro, pois quaisquer agentes precisam ter fundos em uma conta bancária antes de poder gastar. O Tesouro Nacional (TN), por exemplo, deve de alguma forma reabastecer sua conta no BC (ou em bancos privados) antes do gasto. Mais especificamente quanto à arrecadação de tributos, os autores sugerem que os pagamentos destes ao TN não “destroem” dinheiro, afirmando que o TN e o BC não são uma única instituição e que o governo não tem autoridade de “criar” dinheiro. Quanto à venda de títulos públicos, complementam que somente quando o BC e os demais bancos escolherem comprar títulos governamentais é que o Estado terá dinheiro novo para gastar (Van Lear, 2003; Lavoie, 2013).

³ As críticas não se limitam a essas, entretanto, as citadas aqui são as principais. Há também algumas críticas um pouco mais “subjetivas”, como a de Lavoie (2013) e Palley (2020), que criticam as terminologias usadas pela MMT, que às vezes podem parecer confusas e contra-intuitivas.

Estes argumentos são também embasados em outra crítica. A MMT, para fins explicativos, consolida BC e TN em uma única instituição, pois acredita que as transações que envolvem somente as duas instituições não têm impacto sobre as reservas do sistema bancário (Bell e Wray, 2003). Entretanto, os críticos acreditam que mesmo que essa consolidação não seja ilegítima, neste caso em específico ela não pode ser feita, pois a primeira etapa deste funcionamento - a venda de títulos públicos do TN ao BC - está sendo pulada, já que se trata de uma transferência interna. Isso não pode ocorrer, pois é algo que confunde os leitores que já têm dificuldade para entender a mecânica do sistema de compensação e liquidação, além de simplificar muito a macroeconomia de tais instituições, exagerando na “capacidade da política” (Lavoie, 2013; Palley, 2020). O único momento no qual os críticos chegam a concordar com a devida explicação da MMT é se o Estado começar a ter poder sobre a criação de dinheiro, ou seja, sem que haja, também, separações constitucionais do BC para com o TN (Van Lear, 2003; Lavoie, 2013).

Do outro lado do debate, há a explicação dada pelos teóricos da MMT. Conforme Wray (2015), a MMT é uma atualização e sintetização de várias outras teorias, a maioria heterodoxa (tais como Keynes, Marx, Abba P. Lerner, H. Minsky etc.). A teoria pode ser resumida em quatro principais contribuições: (i) a tese de que o principal papel da moeda é de ser unidade de conta da economia, denominando dívidas e crédito, e liquidando-os; (ii) visão acerca da origem da moeda como criação do Estado; (iii) o Estado como empregador em última instância, a partir do employer of last resort (ELR); (iv) destaque para a importância da consonância entre política fiscal e monetária, a partir do papel das finanças funcionais de Abba P. Lerner; (v) nova mecânica do sistema de compensação e liquidação, afirmando que os tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado.

Além desses pontos, para uma explicação mais específica do presente trabalho, uma das afirmações aceitas pela MMT é que a moeda não provoca inflação enquanto não houver excesso de demanda, pleno emprego e/ou expectativa de que haverá inflação, ou seja, a moeda (M15) tem caráter endógeno.

A inflação é provocada por um excesso de demanda agregada, ou por um choque negativo de oferta, que pressiona alguns preços-chave e cria a

⁴ O *mainstream* a vê como meio de troca, visão da moeda como mercadoria.

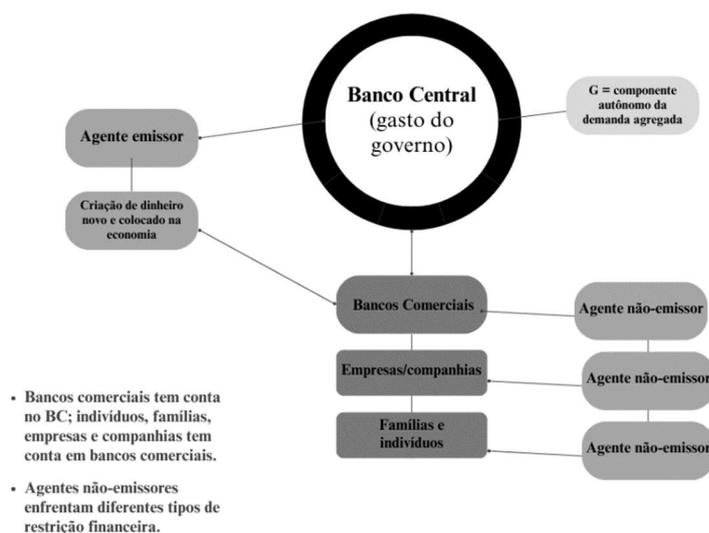
⁵ De acordo com a lógica da Base monetária (BM), M1 = Papel-moeda em circulação + Depósitos à vista.

percepção de que há uma alta generalizada de preços, que por sua vez cria expectativas de que os preços continuarão a subir. Uma vez consolidadas, as expectativas de inflação podem manter a inflação alta, mesmo com desemprego e capacidade ociosa. A inflação consolidada tem um grande componente de inércia. (Resende, 2020, p.70).

Além disso, também não é a expansão de reservas bancárias (ou da BM) que leva os bancos a emprestarem e a criarem moeda, mas ao contrário, é o aumento dos empréstimos que força o aumento de reservas bancárias (ou BM). Conforme Resende: “A moeda é endógena, pois é o aumento da despesa agregada que força a expansão da moeda, e não a expansão da moeda que provoca o aumento da demanda agregada” (Resende, 2020, p. 67). Isso porque, conforme assumido pela MMT, a moeda é Cartal, o que significa dizer que seu principal papel é o de ser a unidade de conta da economia - ao contrário do que postula a ortodoxia (Wray, 1998). A moeda é derivada da autoridade do Estado de impor obrigações fiscais e de arbitrar a unidade de conta, mas somente em seu sentido ontológico. No que diz respeito ao processo concreto pelo qual a moeda é arbitrada, o canal da tributação é o meio pelo qual a moeda é destruída.

Em um mundo de moedas fiduciárias - sem valor intrínseco ou lastro - a autoridade central, a partir do monopólio da violência e da confiança do público no crédito soberano é o que dá valor ao dinheiro. Nesse arcabouço, como o governo emite moeda sem lastro e com base no aumento da despesa agregada, emitem sem precisar arrecadar. Isso porque para recolher impostos, os cidadãos precisam, primeiro, ter a unidade de conta nacional na qual os impostos são denominados. Ou seja: A emissão de moeda precisa vir antes da arrecadação. É por essa razão que a comparação entre as finanças domésticas e as finanças de um Estado soberano não encontram respaldo. Agentes não emissores precisam auferir uma moeda que não emitem para liquidar suas dívidas. O Estado é um agente emissor, o seu gasto não requer renda disponível, sendo um componente autônomo da demanda agregada, como mostra a Figura 1.

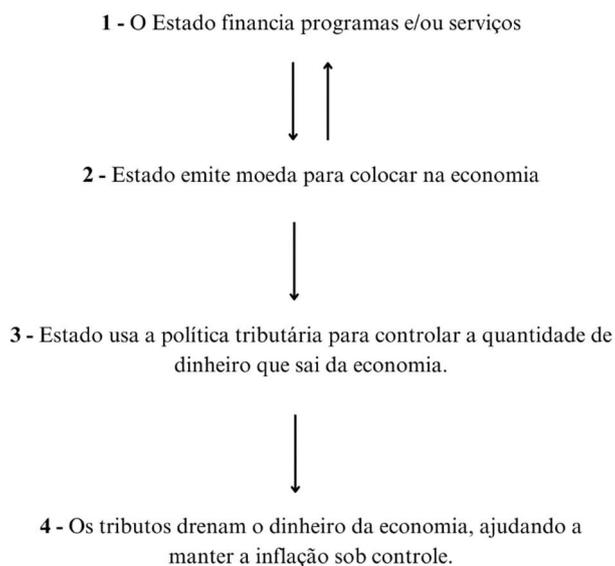
Figura 1 – Como o dinheiro circula, de acordo com a MMT



Fonte: Elaborado pelos autores.

Os bancos comerciais podem “quebrar”, já o governo não, pois pode emitir moeda para se financiar, o que nada mais é do que aumentar o valor do registro contábil do passivo do Banco Central (Resende, 2019). É nesse sentido que a teoria destaca que o fato dos tributos e da venda de títulos públicos ocorrerem após os gastos, gerando uma destruição da BM. São tidos como destruidores da BM, pois, *ceteris paribus*, os gastos do governo aumentam as reservas bancárias, em contrapartida, os tributos e a venda de títulos reduzem as reservas bancárias (Bell e Wray, 2003).

Figura 2 - Emissão e uso do dinheiro na economia



Fonte: Elaborado pelos autores.

2. A EXPLICAÇÃO DADA PELA MMT

Dando continuidade ao debate acima, a presente seção busca apresentar a explicação da MMT de forma mais detalhada. A base teórica da MMT advém, em grande parte, de Ranlett (1977), afirmando que, *ceteris paribus*, os gastos do governo sempre aumentam as reservas bancárias, em contrapartida, o pagamento de tributos (e a venda de títulos públicos) as reduz. Com isso, a MMT estabelece que a atividade do balanço patrimonial que envolve apenas as ligações entre BC e TN, como dito anteriormente, não tem impacto sobre as reservas do sistema bancário. Deste modo, do ponto de vista do setor não governamental, as operações intergovernamentais (entre BC e TN, ou quaisquer outras) podem ser ignoradas. É por isso que a teoria consolida BC e TN para uma análise acerca da HPM. Seguindo essa lógica, afirmam que, até então, isso não é a defesa da teoria em si, mas apenas uma exposição da lógica de funcionamento do balanço patrimonial do BC (Bell e Wray, 2003).

As fontes governamentais, BC e TN, são as únicas fontes da HPM, e indo além, a HPM em poder do setor não governamental só pode ser destruída quando retorna ao TN (ou ao BC), e isso se dá por meio do pagamento de tributos e/ou títulos públicos. Em uma análise da realidade estadunidense, os autores complementam que a maior parte dos tributos pagos são depositados em uma das instituições depositárias que mantêm contas de *Treasury Tax and Loan* (TT&L); entretanto, todos os gastos governamentais envolvem emissões de cheques na conta do tesouro no FED (Banco Central dos EUA), sendo assim, o tesouro solicita que o seu saldo em TT&L seja transferido para uma conta no FED (Bell e Wray, 2003).

Por isso, Bell (2000) afirma que os recursos provenientes da tributação e da venda de títulos não podem ser usados para financiar os gastos do governo, porque são destruídos quando são depositados na conta do TN no BC. Bell e Wray (2003) ainda acham enigmática a não-aceitação desta premissa por alguns autores pós-keynesianos, sendo que alguns deles, como Van Lear (2003), admitem em sua própria crítica que: "[...] money is either in the form of bank deposits or central bank notes and reserves" (Van Lear, 2003, p. 254).

A segunda parte da explicação da MMT em relação ao assunto concentra-se na resposta para afirmações onde é citado o fato de que, em alguns países, a compra de títulos públicos pela autoridade monetária diretamente em mercado primário é vedada

constitucionalmente, como citado anteriormente. Realmente, em casos como os Estados Unidos, o BC não está autorizado a comprar títulos públicos em mercado primário e o TN não está autorizado a “criar” dinheiro. Entretanto, para esta questão, Bell e Wray explicam que:

Yes, the Treasury is prohibited from physically "printing money" and from selling bonds directly to the Fed. So it spends by emitting a check, which once deposited leads to a reserve credit for the receiving bank. And, yes, the Treasury normally moves a deposit from a note option bank to the Fed more or less simultaneously with its payment by check. Clearly, however, it does this to ensure its payment won't suddenly increase bank reserves. This allows the Fed to simultaneously reduce reserves at one of the note option depositories while increasing reserves when the Treasury's check is deposited. From the perspective of the non government sector, exactly the same effects on reserves can be achieved by allowing the Treasury to write a check on the Fed without first moving deposits from note option depositories, and then simultaneously reducing Fed loans at the discount window or engaging in an open market sale by the trading desk (Bell e Wray, 2003, p. 266).

Isto é, mesmo com as proibições constitucionais, são feitas articulações governamentais para garantir que o pagamento do TN não aumente repentinamente as reservas bancárias. Este processo permite que o BC reduza, simultaneamente, as reservas em um dos depositários de opções de notas e aumente as reservas quando o cheque do TN for depositado. Ao fim, ainda é destacado que o mesmo efeito pode ser alcançado pelo ponto de vista do setor não governamental, ao permitir que o TN emita um cheque ao BC sem movimentar os depósitos dos depositários e, logo após, reduzir simultaneamente os empréstimos do BC na janela de desconto ou realizar uma venda no open market. Os autores demonstram isso para, ao final, dizer que o TN e BC podem ser consolidados, não formalmente, mas para fins de explicação.

Bell e Wray (2003) destacam que a única coisa a ser apontada do ponto de vista não governamental é que os gastos governamentais aumentam a HPM, ao menos que haja alguma drenagem de reserva compensatória (como é feito, por exemplo, através dos pagamentos de tributos e através da venda de títulos pelo FED ou TN para o setor não governamental)⁶. Ao final, a venda de títulos públicos serve mais como mecanismo de política monetária para possíveis articulações na economia nacional. De acordo com outras premissas da MMT, a venda de títulos existe para diminuir a quantidade de moeda

⁶ Adiante, Bell e Wray (2003) continuam a explicar algumas minúcias que envolvem a tese dos tributos e venda de títulos não financiarem o Estado, principalmente explicando como funciona o déficit público, entretanto, não cabe ao trabalho abordá-las.

em circulação na economia (currency pool), e conseqüentemente, diminuir o impacto de pressões inflacionárias (choques de demanda).

[...] operações de mercado aberto são realizadas, nesta conjuntura, visando enxugar a liquidez injetada pelo gasto do tesouro e trazer a taxa de juros do interbancário de volta para a meta da autoridade monetária. Evidencia-se que títulos públicos funcionam como instrumento de política monetária para controlar a liquidez do mercado interbancário de acordo com a meta da autoridade monetária e não para financiar os gastos. (Vilella, 2022, p.50).

Na mesma linha de raciocínio, os tributos não servem para financiar o Estado, mas sim para reduzir a disponibilidade de dinheiro dos contribuintes para gastar (em ocasiões que o consumo excessivo pode levar a inflação), assim como para ter uma garantia futura de que as dívidas e as demais obrigações legais serão pagas em moeda nacional, pois ao cobrar os tributos em moeda nacional, o Estado está induzindo as pessoas (físicas e jurídicas) a demandarem tal moeda; para além, também podem servir como instrumento de combate a desigualdade de renda (Vilella, 2022; Deccache, 2023).

3. A EXEMPLIFICAÇÃO PRÁTICA: O CASO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Dada a explicação do debate em torno do assunto e da visão da MMT, cabe a exemplificação prática do porquê os tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado (neste caso em específico, o Estado brasileiro). Com base na MMT, o trabalho irá demonstrar, através de três cálculos de rotina do balanço patrimonial do Banco Central do Brasil, que os tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado, pelo fato destes destruírem a base monetária. Estes cálculos se dividem da seguinte forma: (i) a compra de um título; (ii) o pagamento de um tributo; (iii) o depósito de dinheiro arrecadado via venda de títulos. A Tabela 1 demonstra como é composto o balanço do BCB:

Tabela 1 - Balanço estilizado do Banco Central do Brasil

| Ativo | Passivo |
|-------------------------------|------------------------------------|
| (1) Títulos Públicos Federais | (5) Base Monetária |
| (2) Redescontos e Empréstimos | (5.1) Papel-moeda em Poder Público |
| (3) Reservas Internacionais | (5.2) Reservas Bancárias |
| (4) Outras aplicações | (6) Empréstimos no Exterior |
| | (7) Outras Fontes |

Fonte: Adaptado de Carvalho *et al* (2007).

Como visto acima, a Base Monetária (BM) faz parte do passivo do Banco Central do Brasil, sendo composta pela soma do Papel-moeda em Poder Público (PMPP) com as Reservas Bancárias. Entretanto, para chegar em uma proposta de cálculo demonstrativo da lógica da MMT, será feita uma estilização da soma. Existem dentro da BM, além dos fatores já descritos, a Conta do Banco Central (C_{bc}); Papel-moeda emitido (PME); Papel-moeda em Circulação (PMC); Encaixe Técnico (E_t); Encaixe Total (ET); Encaixe Compulsório (E_c); Encaixe Voluntário (E_v). Através destes, é possível começar uma fórmula para a BM utilizando os seguintes elementos dados por Carvalho *et al* (2007):

$$PME - C_{bc} = PMC \quad (1)$$

$$PMC - E_t = PMPP \quad (2)$$

$$E_t + E_c + E_v = ET \quad (3)$$

$$BM = PMPP + ET \quad (4)$$

Com base nisso, é possível concluir que:

$$BM = PMC - E_t + E_t + E_c + E_v \quad (5)$$

ou

$$BM = PMC + E_c + E_v \quad (6)$$

Tem-se na equação (4) que a BM é composta pela soma entre *PMPP* e *ET*. O *ET* pode também ser chamado de Reservas, isso pois ele é composto pelo E_c , um depósito de cunho obrigatório, pelo E_v , um depósito de auto proteção, ou voluntário, como o próprio nome já diz, e pelo E_t , que é basicamente o caixa dos bancos comerciais na conta corrente que eles têm no BCB, levando em consideração a função do BCB de “banco dos bancos” (Carvalho *et al*, 2007). Indo além, outro item que também compõe *ET*, ou simplifadamente, as Reservas, é a Conta Única da União (CTU). Conforme Do Nascimento (2023), a CTU é um dos aspectos mais importantes do relacionamento entre BCB e TN, trata-se de um instrumento jurídico e contábil de gestão de caixa, por meio do qual as receitas e despesas do Governo Federal, incluindo as relativas à dívida pública, são geridas de modo centralizado e sob custódia da autoridade monetária.

Apresentados os fatores que compõem o balanço do BCB, assim como a sua devida estilização, é possível partir para a exemplificação. Antes de tudo, será exemplificado o que acontece quando o BCB quer comprar um título do TN ou até mesmo títulos de bancos comerciais. Conforme a Tabela 1, os títulos públicos fazem parte do ativo do BCB, em contrapartida, a CTU e a conta corrente dos bancos comerciais fazem parte do passivo, mais especificamente dentro das Reservas que compõem a BM. Ou seja, suponha que o BCB queira comprar R\$1.000,00 em títulos. Levando em consideração os itens da Tabela 1, quando o BCB quer fazer esta ação ocorre o exposto na Tabela 2 abaixo.

Tabela 2 - Compra de títulos pelo Banco Central

| Ativo | Passivo |
|-------------------|---------------------|
| (1) + R\$1.000,00 | (5.2) + R\$1.000,00 |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Ou seja, tanto no mercado primário (possível no caso brasileiro), quanto no *open market*, quando o BCB compra um título, ele não está fazendo nada mais do que aumentando as reservas bancárias, sendo a CTU e a conta corrente dos bancos comerciais integrantes desta. O ativo aumenta, pois o dinheiro entra em (1) através da compra de um título e o passivo aumenta devido ao fato de o dinheiro entrar nas Reservas (5.2), por conta de estas serem compostas pela CTU e pelas demais contas correntes de bancos comerciais. Não passa, simplesmente, de uma operação de segundos feita pelo BCB.

Wray (2015) destaca que até mesmo o ex-presidente do Banco Central norte-americano, Ben Bernanke, reconhece em entrevista que: “It’s not tax money. The banks have accounts with the Fed, much the same way that you have an account in a commercial bank. So, to lend to a bank, we simply use the computer to mark up the size of the account that they have with the Fed”. No caso dos EUA, não é permitido a compra de títulos do tesouro pelo FED em mercado primário, entretanto, ao comprar títulos de bancos comerciais, eles só aumentam o tamanho da conta corrente destes no FED, ou seja, as Reservas.

A hipótese defende que a arrecadação de tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado, pois estes, por conta da lógica do balanço patrimonial do BCB, são destruidores da BM. Primeiro, para a exemplificação da parte de arrecadação de tributos, suponha que uma pessoa queira pagar ao governo um tributo no valor de

R\$1.000,00. O primeiro passo que essa pessoa terá que fazer é retirar R\$1.000,00 de sua conta em um Banco X, para fazer o envio do pagamento. No momento em que a pessoa faz isso, as reservas do Banco X no BCB são reduzidas em R\$1.000,00 e a conta do TN no BC aumenta em R\$1.000,00. Com isso, tem-se o demonstrado na Tabela 3.

Tabela 3 - Pagamento de tributos demonstrado no balanço do Banco Central do Brasil

| Ativo | Passivo |
|-------|--------------------|
| | (5.2) -R\$1.000,00 |
| | (7) +R\$1.000,00 |

Fonte: Elaborado pelos autores.

O processo acima é precisamente a destruição da BM em razão do pagamento de um tributo. O dinheiro é reduzido diretamente da conta do Banco X no BC, que faz parte das Reservas. Entretanto, conforme Wray: *“the treasury’s deposit at the central bank is not counted as part of the monetary base”* (Wray, 2015, p. 76). Ou seja, o depósito feito pelo pagamento do tributo não vai para a BM, mas sim para outras fontes, pois representa uma relação contábil entre o governo e o banco central, como se fosse uma espécie de passivo do BC para com o governo.

Com o pagamento de um tributo, há a destruição da BM, provando assim, que não há como os tributos financiarem o Estado. Em lógica similar, a venda de títulos públicos também destrói a BM. Para isso, é preciso relembrar a equação (6), mostrando que a BM é composta pela soma entre PMC e $(E_c + E_v)$.

$$BM = PMC + E_c + E_v \quad (6)$$

Suponha que uma pessoa queira comprar um título público no valor de R\$1.000,00. Para isso, ela irá, via uma Corretora X, fazer a compra. Sendo assim, o dinheiro da pessoa sai de PMC e começa a compor o item (1) do ativo do BCB, sendo ele referente aos Títulos Públicos Federais. Ou seja, há o seguinte:

$$BM = (PMC - R\$1.000,00) + E_c + E_v \quad (7)$$

Logo depois dessa redução do PMC em R\$1.000,00, esse dinheiro vai para o exposto na Tabela 4 abaixo.

Tabela 4 - Depósito do dinheiro arrecadado via venda de título público no balanço do Banco Central

| Ativo | Passivo |
|------------------|------------------|
| (1) +R\$1.000,00 | (5) -R\$1.000,00 |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com a venda de título público, a BM é reduzida e não pode, portanto, financiar o Estado. Na realidade, a venda de títulos públicos, assim como a tributação, serve para outros objetivos, como já exposto.

4. A ATUAL CONJUNTURA BRASILEIRA: O NOVO ARCABOUÇO FISCAL E A REFORMA TRIBUTÁRIA

A eleição de Lula (2003-2011/2023-Atualmente) para a presidência do Brasil trouxe mudanças significativas do ponto de vista econômico. De acordo com o presente tema, duas políticas podem ser entrelaçadas: O Novo Arcabouço Fiscal (NAF) e a reforma tributária. Esta seção não pretende entrar nos detalhes de cada uma das duas políticas, mas sim em suas conjunturas e propostas de maneira geral, a fim de correlacionar a importância de entender a hipótese aqui defendida frente a essas duas propostas de governo.

O NAF foi anunciado em 30 de março de 2023, pelo Ministro da Fazenda Fernando Haddad. De maneira geral, a proposta visa equilibrar as contas do Governo Federal a fim de controlar os gastos públicos; o governo, a priori, pretendia eliminar o déficit primário⁷ em 2024, assim como alcançar um superávit nas contas públicas na ordem de 0,5% do PIB em 2025 e de 1% em 2026 (Mattei, 2023). Os pontos principais do arcabouço são: (i) é estabelecida uma meta móvel para o resultado primário, sendo -0,5% no ano passado, com intenção de aumentar 0,5% do PIB a cada ano até alcançar 1% em 2026; (ii) a fim de evitar flutuações de receitas e despesas, é definida uma banda de variação de 0,25% do PIB para mais ou menos, os gastos primários podem crescer em termos reais em um intervalo entre 0,6% a.a (piso de crescimento) e o teto de 2,5% a.a,

⁷ O déficit primário é a diferença entre as receitas e os gastos do governo, mas exclui o pagamento de juros sobre a dívida pública.

sendo que o excedente fica para o próximo ano; (iii) os gastos podem crescer a uma taxa igual ou menor que 0,7% da taxa de crescimento das receitas tributárias, mas caso a conta fique abaixo do limite mínimo da banda para o resultado primário, para o exercício fiscal seguinte os gastos primários poderão crescer no máximo a um ritmo igual a 50% do crescimento da receita tributária; (iv) estabelecimento de um piso para o investimento público, o qual seria de R\$ 75 bilhões para o ano de 2023, sendo corrigido anualmente pela inflação (Oreiro, 2023).

Já a reforma tributária foi iniciada um pouco depois do NAF e dividida em duas fases. A primeira (discutida até então) concentra-se nos impostos sobre consumo e a segunda nos impostos sobre renda e patrimônio. Em sua primeira fase, a reforma criou um Imposto sobre Valor Agregado (IVA) de caráter dual, composto pela Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS) e pelo Imposto Sobre Bens e Serviços (IBS). A CBS substitui o PIS, COFINS e IPI, sendo de competência federal. O IBS substitui o ICMS estadual e o ISS municipal, que agora será dividido entre estado e município (Bastos, Medina e Sartori, 2023). A segunda fase ainda não foi apresentada e aprovada.

Mesmo que a primeira parte não seja focada em renda e patrimônio, há algum efeito na desconcentração de renda. A mudança para taxaço no local do consumo (e não na produção) tem dois efeitos: (i) reduz as isenções oferecidas sobre lucros de pessoas jurídicas ao reduzir a guerra fiscal, favorecendo os beneficiários de serviços públicos (devido a maior arrecadação em cenário de Lei de Responsabilidade Fiscal para estados e municípios) e desfavorecendo empresas que apenas extraem rendas tributárias por meio de ameaças de deslocalização; (ii) aumenta a taxaço nos estados pobres que consomem a produção concentrada no centro-sul, particularmente serviços financeiros, às custas de estados e municípios que centralizam produção como São Paulo e sua capital, ou seja, reduz o privilégio fiscal do “colonialismo interno” (Bastos, Medina e Sartori, 2023). Dentro da primeira fase, há ainda três tipos de alíquotas: Única, de 25%; Reduzida, 60% menor e destinada para transporte público, remédios, saúde, educação, produtos agropecuários, arte e cultura; e Alíquota Zero, destinada para remédios contra câncer, equipamentos de acessibilidade e para saúde menstrual. Além destas, há um imposto seletivo para desestimular o consumo de mercadorias e serviços prejudiciais à saúde e ao meio ambiente, como cigarro e bebidas alcoólicas, por exemplo (Ministério da Fazenda, 2023).

Ademais, é importante comentar o ponto de que há também a alíquota zero para Cesta Básica, contando que esta pode ser formada pelos seguintes produtos: Arroz; Leite fluido pasteurizado ou industrializado, na forma de ultrapasteurizado, leite em pó, integral, semidesnatado ou desnatado, além de fórmulas infantis definidas por previsão legal específica; Manteiga; Margarina; Feijões; Raízes e Tubérculos; Cocos; Café; Óleo de soja; Farinha de mandioca; Farinha, grumos e sêmolos, de milho, e grãos esmagados ou em flocos, de milho; Farinha de trigo; Açúcar; Massas alimentícias; Pão do tipo comum (contendo apenas farinha de cereais, fermento biológico, água e sal). Outros alimentos se enquadram na versão de 60% de redução, tais como: Carnes bovina, suína, ovina, caprina e de aves e produtos de origem animal (exceto Foies gras) e miudezas comestíveis de ovinos e caprinos; Peixes e carnes de peixes (exceto salmonídeos, atuns, bacalhaus, hadoque, saithe e ovas e outros subprodutos); Crustáceos (exceto lagostas e lagostim); Leite fermentado, bebidas e compostos lácteos; Queijos tipo mozzarella, minas, prato, queijo de coalho, ricota, requeijão, queijo provolone, queijo parmesão, queijo fresco não maturado e queijo do reino; Mel Natural; Mate; Farinha, grumos e sêmolos, de cereais; grãos esmagados ou em flocos, de cereais; Tapioca e seus sucedâneos; Massas alimentícias; Sal de mesa iodado; Sucos naturais de fruta ou de produtos hortícolas sem adição de açúcar ou de outros edulcorantes e sem conservantes; Polpas de frutas sem adição de açúcar ou de outros edulcorantes e sem conservantes. Por último, é imprescindível também destacar que haverá cashback de impostos na conta de luz e gás para populações de baixa renda (Ministério da Fazenda, 2023).

4.1. POR QUE A MMT IMPORTA PERANTE A ATUAL CONJUNTURA BRASILEIRA

Já exposta a exemplificação dos três cálculos e a conjuntura econômica brasileira, é necessário relacioná-los. Em primeira análise, no Brasil é permitido que o Banco Central do Brasil compre títulos públicos do Tesouro Nacional em mercado primário, diferentemente dos Estados Unidos e União Europeia (Lavoie, 2013; Do Nascimento, 2020). Isso em termos teóricos leva a uma simplificação e um avanço enorme, pois a crítica pós-keynesiana a MMT, como mostrado anteriormente, admite que caso o BC possa comprar títulos públicos diretamente no mercado primário, então a lógica da MMT estará correta. Ou seja, mesmo que para a MMT isso já possa ser feito, ter um

consenso dentro da heterodoxia como um todo - que, em teoria, forma a maior parte do time do Ministério da Fazenda do Brasil - faz com que o debate avance a passos mais largos, tanto no sentido do entendimento da função dos tributos e da venda de títulos públicos, quanto na maior flexibilização no que diz respeito às políticas monetária e fiscal.

A crítica pós-keynesiana aponta que tal limite constitucional auto-imposto faz com que não possa haver a consolidação do BC e TN na “instituição” Estado, limitando-o no que diz respeito às articulações de política monetária e fiscal, como na União Europeia, onde as instituições fiscais e monetárias são completamente separadas, o que faz com que não haja uma moeda soberana e um grande desencorajamento do European Central Bank e dos bancos centrais nacionais de cada um dos membros na compra de títulos públicos em mercados primários (que já são proibidos) e secundários (Lavoie, 2013; Palley, 2015).

A importância da capacidade de compra do BCB em mercado primário reside na possibilidade de injetar liquidez diretamente no Sistema Financeiro Nacional, podendo proporcionar recursos adicionais ao TN, a fim de, por exemplo, financiar gastos emergenciais (como na pandemia) sem depender (pela ótica da crítica pós-keynesiana) da arrecadação tributária e da venda de títulos no mercado secundário. Além disso, a medida pode contribuir para conter o aumento de juros de longo prazo, que tende a subir em momentos de incerteza. Ao atuar na curva de juros de forma mais abrangente, o BCB poderia influenciar as condições de financiamento no longo prazo, reduzindo o custo do crédito e estimulando investimentos (De Paula e Ferreira, 2020).

É sabido que o governo precisa lidar com atores políticos heterogêneos, principalmente levando em consideração de que a direita/extrema-direita formam grande fatia do congresso nacional, isso sem contar com a “submissão” por parte da Economia aos interesses do mercado financeiro, que de modo geral tende a seguir a agenda mainstream. Entretanto, levando em consideração que hoje há um governo progressista em curso, e que este tenha um time composto por uma base teórica plural, é uma grande vantagem ter assuntos, como o tratado, consolidados teórica e metodologicamente nos agentes do Ministério da Fazenda, assim como nas demais pastas relacionadas ao tema.

Mais especificamente sobre o NAF e a reforma tributária, podem ser destacados alguns pontos. No que diz respeito ao NAF, um é central: a não necessidade de aumentar gastos de acordo com o crescimento de receitas tributárias. É claro que dentro do

paradigma heterodoxo há outras “n” críticas aos preceitos do NAF, principalmente no que diz respeito à importância do déficit público e o seguimento de uma agenda de “responsabilidade fiscal”. Entretanto, como dito acima, não só para o NAF, mas também para a reforma tributária, a necessidade de lidar com um congresso heterogêneo e com os interesses do mercado financeiro limitam, em muito, uma agenda menos ortodoxa. Saber que os gastos governamentais ocorrem primeiro e depois sim há o recebimento dos tributos, e que estes e a venda de títulos públicos não financiam o Estado, pois são destruidores da Base Monetária, faz com que se perca o sentido no aumento de gastos somente se houver o aumento das taxas de crescimento das receitas tributárias, isso pois a tributação não encontra relação direta com o gasto governamental, mas sim com outras finalidades, tais como: a redução de dinheiro na economia, indução de uso da moeda nacional, combate a desigualdade social e de renda etc. Assim como a venda de títulos, que também serve para diminuição do Papel-moeda em Circulação.

Em outras palavras, entender como um Estado soberano se financia faz com que a limitação dos gastos em relação à taxa de crescimento das receitas tributárias perca o sentido, tanto do ponto de vista teórico quanto prático. Evidente que tal entendimento não destrói as limitações impostas pelo preceito da responsabilidade fiscal, mas as diminui. O gasto público intensivo é essencial no que diz respeito ao investimento assertivo em industrialização, infraestrutura, tecnologia, pesquisa etc., vide a experiência já consolidada tanto dos países desenvolvidos (como Estados Unidos, Inglaterra, Japão), quanto dos que conseguiram superar a barreira do subdesenvolvimento na atualidade (como Coreia do Sul e China).

Agora, acerca das ponderações sobre a reforma tributária, dois pontos são cruciais: (i) a possibilidade de diminuição dos tributos indiretos; (ii) um olhar mais atento para o combate à desigualdade de renda na segunda fase da reforma.

Para o ponto (i), entender a dinâmica aqui apresentada é mais que essencial. Por mais que os efeitos da primeira fase da reforma ajudem na desconcentração de renda, estes ainda não são o suficiente (muitas vezes nem necessários), isso pois conforme o próprio Ministério da Fazenda (2023), a carga tributária total sobre o consumo ainda continua a mesma, ou seja, os tributos foram simplificados e deixaram de ser mais “complexos” ao adotar um padrão IVA internacional, entretanto, não deixam de ser regressivos, levando em consideração a sua própria natureza e o fato de que a carga final

não foi afetada. Não há benefícios no que diz respeito à tributação de produtos essenciais ao cotidiano da população de modo geral, assim como o próprio governo parece saber ao zerar a alíquota dos produtos da cesta básica. Ou seja, levando em consideração que estes tributos não são a base para o gasto governamental, há também margem para zerar (ou diminuir) a de outros produtos que o governo veja como essencial ao consumo cotidiano, diminuindo a carga tributária na população de modo geral e deixando de afetar, principalmente, aqueles com orçamento mais limitado.

Já para o ponto (ii), há um debate interessante já abordado por Deccache (2023). Conforme o autor, mesmo havendo a possibilidade de uma tributação progressiva de renda e patrimônio na segunda fase da reforma, ela está sendo formulada ainda com base nos princípios liberais, pois conforme os pressupostos do NAF, presume-se erroneamente que é necessário que haja um corte no gasto público e um equilíbrio de contas em conjunto com aumento dos tributos perante os mais ricos, para que assim possa haver uma sociedade menos desigual. A ideia de que primeiro tributa-se o mais rico e depois gasta-se com o mais pobre é uma concepção - mesmo que “disfarçada” - tradicional (Deccache, 2023). A necessidade de uma tributação progressiva de renda e patrimônio é essencial para a realidade brasileira, isso é um fato, tanto para a equipe do governo, quanto para a heterodoxia de maneira geral. Porém, enfatiza-se aqui que não há contrapartida a essas tributações, não há que se cortar gastos, é possível que se faça os dois de maneira concomitante. É evidente que há limitações internas e externas ao gasto público, entretanto, a tributação não é uma delas. Afirmar que é necessário antes tributar o rico e depois aumentar o gasto/diminuir o tributo dos mais pobres vai na contramão da própria lógica do balanço patrimonial do Banco Central. Este argumento não encontra amparo na realidade operacional dos gastos governamentais. O respaldo dos argumentos tidos como limitantes é exclusivamente político-ideológico.

5. CONCLUSÃO

O presente artigo buscou, através do arcabouço teórico da MMT e de exemplos práticos da rotina contábil do Banco Central do Brasil, explicar o funcionamento do financiamento do Estado brasileiro, diante da importância da compreensão do assunto frente ao atual cenário econômico de reconstrução do país. De primeira mão, foi feita uma revisão de literatura acerca do debate sobre o tema aqui tratado: Os tributos e a venda de

títulos públicos financiam o Estado? Em torno dessa questão, foi destacado que para o mainstream tal indagação já é um fato consolidado como verdadeiro, entretanto, nas correntes heterodoxas, ainda há um amplo debate sobre tal, muito marcado pela visão da MMT de que os tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado, por uma questão da lógica dos balanços patrimoniais dos bancos centrais. Diante disso, foi feita uma análise sobre o arcabouço teórico de tal perspectiva, seguida de uma demonstração prática e de uma investigação sobre a atual conjuntura político-econômica do Brasil, em destaque ao NAF e a reforma tributária.

Perante o exposto, foi possível chegar na hipótese colocada ao início. A elaboração de três cálculos contábeis rotineiros do BCB, a saber, a compra de títulos, o pagamento de tributos e o depósito de dinheiro arrecadado via venda de títulos, serviram como base para alcançar o objetivo aqui proposto: mostrar que os tributos e a venda de títulos públicos não financiam o Estado brasileiro, em consonância com a teoria da MMT. Tal resultado, além da análise de detalhes valiosos no caso do Brasil, em destaque ao fato da permissão de compra de títulos públicos pelo BCB no mercado primário, abre novos horizontes para o debate das políticas econômicas da nação, em especial para as duas ações governamentais aqui discutidas, o NAF e a reforma tributária.

A importância de entender a hipótese defendida em relação ao NAF e a reforma tributária, entra no pretexto de que a ruptura de saberes já consolidados abre caminho para um novo olhar em que essas políticas possam vir a ser modificadas em favor dos trabalhadores brasileiros. O debate sobre tal assunto é imprescindível, pois é através da discussão pública e científica que será possível avançar, para que, algum dia, tal questão já não seja mais um ponto de contestação na heterodoxia, mas sim um consenso. A junção de forças e a consonância dentro de tal linha de pensamento é fundamental para o avanço das pautas progressistas do atual governo, haja vista que pouco tempo atrás o país ainda estava sob liderança da extrema-direita. É necessário consolidar narrativas e visões teóricas o máximo possível, principalmente agora que a heterodoxia está tendo mais espaço de atuação política em cargos importantes no Ministério da Economia.

A partir do presente estudo, é possível e necessário que se amplie o debate para assuntos diretamente relacionados, sendo que o entendimento do proposto aqui tem o potencial de expandir a discussão sobre outros assuntos importantes dentro das políticas econômicas, como a crítica à busca imediata ao superávit primário pelo NAF. A junção

de diferentes artigos/autores para um debate mais amplo, como está sendo feito pela presente revista, desenvolve as potenciais aplicações dos estudos divulgados, o que, com sorte, pode ter algum impacto positivo na formulação do financiamento de projetos reais que combatam as desigualdades estruturais e as “limitações” monetárias e fiscais do país.

REFERÊNCIAS

BASTOS, P. P. Z.; MEDINA, L.; SARTORI, R. Um passo necessário, mas insuficiente: sobre a primeira fase da reforma tributária no governo Lula. **Revista NECAT**, v. 12, n. 24, 2023.

BELL, S.; WRAY, L. R. Fiscal effects on reserves and the independence of the Fed. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 25, n. 2, p. 263-271, 2003.

CARVALHO, F. C. D. *et al.* **Economia monetária financeira: Teoria e política**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

DA SILVA, E. L.; GONÇALVES, E. C. (org.). **Função social dos tributos**. Brasília: ESAF, 2014.

DECCACHE, D. A agenda tributária brasileira à luz da nova institucionalidade fiscal: uma análise com base na Teoria Monetária Moderna. **Revista NECAT**, n. 24, 2023.

DE PAULA, L. F.; FERREIRA, M. C. A Crise do Coronavírus e a atuação do Banco Central. **Boletim FINDE**, v. 1, n. 1, 2020.

DO NASCIMENTO, L. M. **O relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil à luz do direito financeiro: conta única do Tesouro Nacional, carteira de títulos e resultados do Banco Central**. Tese de doutorado, Faculdade de Direito da USP, São Paulo, 2020.

DO NASCIMENTO, L. M. O Tesouro Nacional como cliente bancário: Definição, justificativa e fundamentos jurídicos do regime de conta única. **Revista de Informação Legislativa**, v. 60, n. 237, p. 73-98, 2023.

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.

LAVOIE, M. Modern Money Theory and Post-keynesian economics. **Real-world economics review**, v. 89, 2019.

LAVOIE, M. **Post-Keynesian Economics: New Foundations**. Cheltenham: Edward Elgar Pub, 2022.

- LIMA NETO, M. C. de. Tributação e Cidadania *In*: PINTO, H. P. *et al* (org.). **Constituição, Direitos Fundamentais e Política: Estudos em Homenagem ao Professor José Joaquim Gomes Canotilho**. Belo Horizonte: Fórum, 2017.
- MACHADO, H. de B. **Curso de Direito Tributário**. São Paulo: Malheiros, 2007.
- MATTEI, L. O novo arcabouço fiscal brasileiro em construção. **Revista NECAT**, v. 12, n. 23, 2023.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Reforma tributária: Para o Brasil crescer, ela precisa acontecer**. Brasília: Governo Federal, 2023. Acesso em: 24 de abr. de 2024.
- OREIRO, J. L. O arcabouço fiscal de Fernando Haddad: uma primeira avaliação. **Revista NECAT**, v. 12, n. 23, 2023.
- PALLEY, T. I. The critics of Modern Money Theory (MMT) are right. **Review of Political Economy**, v. 27, n. 1, p. 45-61, 2015.
- PALLEY, T. I. What's wrong with Modern Money Theory: macro and political economic restraints on deficit-financed fiscal policy. **Review of Keynesian Economics**, v. 8, n. 4, 2020.
- RANLETT, J.G. **Money and Banking**. New York: John Wiley & Sons, 1977.
- RESENDE, A. L. Consenso e contrassenso: déficit, dívida e previdência. **CEBRI Dossiê**, v. 18, n. 4, 2019.
- VAN LEAR, W. Implications arising from the theory on the treasury's bank reserve effects. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 25, p. 251-261, 2003.
- VERGNHANINI, R.; DE CONTI, B. Modern Money Theory: A criticism from the periphery. **Brazilian Keynesian Review**, v. 3, p. 16-31, 2017.
- VILELLA, C. Pontos e Contrapontos sobre a Teoria do Dinheiro Moderno no âmbito doméstico e internacional. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**. v. 62, 2022.
- WRAY, L. R. **Modern Money Theory: a primer**. New York: Palgrave Macmillan, 2015.