

REPENSANDO O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO À LUZ DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA

Luiz Alberto Marques Vieira Filho¹
David Deccache²

O objetivo deste artigo é debater os desafios do financiamento ao desenvolvimento econômico e como a Teoria Monetária Moderna (TMM) oferece importantes instrumentos para que os países superem dificuldades históricas. Além disso, é mostrado como a financeirização cria problemas aos países centrais para o financiamento da inovação, que antes eram restritos aos países periféricos. Argumenta-se que em países emissores de moeda soberana, o Estado pode e deve participar ativamente do financiamento ao desenvolvimento.

Palavras-chave: Teoria Monetária Moderna; financiamento ao desenvolvimento econômico; desenvolvimento econômico.

RETHINKING DEVELOPMENT FINANCE IN THE LIGHT OF MODERN MONETARY THEORY

This article discusses the challenges of financing economic development and how the Modern Monetary Theory (MMT) offers important tools for countries to overcome historical difficulties. It is shown how financialization creates problems for central countries to finance innovation, previously restricted to peripheral countries. It is argued that in sovereign money-issuing countries, the State can and should actively participate in development financing.

Keywords: Modern Monetary Theory; economic development finance; economic development.

REPENSAR LA FINANCIACIÓN DEL DESARROLLO A LA LUZ DE LA TEORÍA MONETARIA MODERNA

El objetivo de este artículo es discutir los retos de la financiación del desarrollo económico y cómo la Teoría Monetaria Moderna (TMM) ofrece importantes herramientas para que los países superen las dificultades históricas. El texto muestra cómo la financiarización crea problemas a los países centrales para financiar la innovación, que antes estaban restringidos a los países periféricos. Además sostiene que en los países que emiten moneda soberana, el Estado puede y debe participar activamente en la financiación del desarrollo.

Palabras clave: Teoría Monetaria Moderna; financiación del desarrollo económico; desarrollo económico.

JEL: E11; E12; E60; F63; H63; O11.

DOI: <http://dx.doi.org/10.38116/rtm29art4>

Data de envio do artigo: 13/7/2022. Data de aceite: 13/9/2022.

1. Doutorando em economia no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Orcid: <<https://orcid.org/0000-0001-7497-1836>>. E-mail: <betinhovieirabr@gmail.com>.

2. Doutorando; professor voluntário no Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB); e assessor técnico na área econômica da liderança do Partido Socialismo e Liberdade (PSOL) na Câmara dos Deputados. Orcid: <<https://orcid.org/0000-0002-0425-6041>>. E-mail: <david.deccache@gmail.com>.

1 INTRODUÇÃO

A história econômica possui vastos exemplos de como o regime macroeconômico e as estruturas de financiamento são determinantes fundamentais da trajetória do desenvolvimento econômico para muito além das meras flutuações de curto prazo no produto, na renda e nos preços. Portanto, o urgente desafio de construir um amplo e ambicioso plano de sofisticação da estrutura produtiva da economia brasileira deve passar pela superação dos limites do arcabouço teórico-convencional que restringe demasiadamente as nossas possibilidades de financiar o desenvolvimento econômico no Brasil.

O desenvolvimento econômico é um salto para o desconhecido, posto que exige a busca por realização de atividades inéditas; a absorção, a difusão e a geração de técnicas das quais as nações possuem escasso domínio ou que sequer ainda existem e a criação de instituições capazes de levar à frente o desafio histórico da inovação. O financiamento do desenvolvimento econômico é vital para as transformações das sociedades em direção a uma maior justiça social, melhores condições de vida e sustentabilidade ambiental.

Contudo, o pensamento econômico convencional, que dominou a elaboração das políticas econômicas no mundo ocidental nas últimas quatro décadas, coloca em último plano o papel do Estado como financiador, planejador e indutor do desenvolvimento econômico, aceitando apenas intervenções conjunturais e correções de externalidades negativas e falhas de mercado. Mesmo neste último caso, prevê a probabilidade de ocorrência de problemas relativos a comportamentos indesejáveis dos agentes privados em razão da intervenção estatal, como o caso do chamado *rent-seeking behavior*.

No que se refere à política fiscal, a abordagem convencional advoga a redução dos gastos públicos como forma de ampliar a oferta de poupança para o setor privado, o que, supostamente, reduziria as taxas de juros e melhoraria a eficiência dos investimentos. Por fim, no longo prazo, a trajetória de crescimento econômico estaria dada essencialmente pela tecnologia disponível, pelo crescimento da população e da oferta de trabalho e pela produtividade do trabalho que, por sua vez, depende do nível de educação e outros fatores pelo lado da oferta.

No Brasil, a formatação de políticas econômicas derivadas desse arcabouço teórico culminou na combinação de regressão estrutural, no baixo e errático crescimento e na ampliação das desigualdades interseccionais e um insustentável acúmulo de problemas ambientais.

Este contexto de deterioração socioeconômica impõe a discussão de um novo papel para o Estado no financiamento e planejamento dos investimentos públicos e privados. Investimentos que devem visar à reconstrução e à ampliação da nossa

infraestrutura física e social deteriorada por anos de políticas de austeridade fiscal; além de garantir o pleno emprego dos fatores de produção visando à sofisticação estrutural e de viabilizar a capacitação tecnológica para a superação dos desafios ambientais crescentes, buscando o caminho da necessária transição energética.

Portanto, o primeiro passo para recuperação da perspectiva do desenvolvimento econômico sustentável é a superação das teorias que já se provaram totalmente insuficientes para o atendimento das nossas múltiplas necessidades.

Neste artigo, será apresentada uma visão alternativa do processo de financiamento do investimento, com base no arcabouço pós-keynesiano, em que a taxa de investimento não é determinada pela poupança prévia, sendo viabilizada pela criação de liquidez e pelo poder de compra gerados pelo sistema bancário e pelo crédito estatal. Como iremos demonstrar ao longo do artigo, a poupança seria gerada apenas *ex post* e teria a função de adequar a estrutura de financiamento aos prazos e riscos esperados para o retorno do investimento.

Do ponto de vista da centralidade do papel do Estado no financiamento do desenvolvimento, o artigo se baseia nas contribuições da Teoria Monetária Moderna (TMM) que, ao revelar a ausência de restrições financeiras para os governos monetariamente soberanos financiarem os gastos e os investimentos públicos em moeda doméstica, permite a plena mobilização da capacidade produtiva disponível em prol da sofisticação da estrutura produtiva. Como veremos, a TMM aponta para a necessidade de uma estrutura orçamentária e de crédito estatal focada nas limitações reais da economia, que são dadas pela capacidade instalada de oferta de bens e serviços, assim como pelas restrições do balanço de pagamentos para o cumprimento das obrigações em moeda estrangeira e satisfação das necessidades de importações.

As amplas possibilidades de financiamento do Estado são essenciais quando levamos em conta os desafios pertinentes ao desenvolvimento, ainda mais em uma fase do capitalismo em que a financeirização tem dominado a gestão do dinheiro, reduzindo o horizonte temporal dos investimentos financeiros com graves repercussões na gestão empresarial.

A relevância do Estado no financiamento ao desenvolvimento e à inovação tem consequências práticas nas institucionalidades concretas de diversas economias, guardadas as devidas especificidades. As experiências com bancos públicos de desenvolvimento, ou até as de estatização do sistema bancário, são compartilhadas pelos mais diversos países, incluindo os centrais. Inclusive, faz parte do arcabouço institucional norte-americano a formatação de “fundos perdidos” para a inovação.

No Brasil, o crédito privado tem sido historicamente disfuncional para o financiamento do desenvolvimento, o que se manifesta na grande dificuldade de oferta privada de crédito de longo prazo a custos minimamente competitivos. Por isso, a solução, desde os anos 1950, tem sido o crédito dos bancos públicos e de fundos constituídos com recursos orçamentários do Tesouro.

Assim, este artigo é dividido em três seções, além desta introdução e da conclusão. A seção a seguir procura demonstrar como o financiamento pode ser realizado sem a necessidade de poupança prévia, bem como esse processo tem o potencial de gerar um grave processo de fragilidade financeira no setor privado, algo aprofundado na especificidade atual de acumulação capitalista fundada na financeirização, o que constitui um desafio adicional ao desenvolvimento econômico. Em seguida, apresentamos as lições fundamentais da TMM, revelando as enormes possibilidades financeiras dos Estados monetariamente soberanos para o financiamento do desenvolvimento.

Por fim, apresentamos sucintamente os principais desafios ao desenvolvimento econômico para, então, concluirmos com uma exposição teórica e histórica dos principais motivos pelo qual o Estado deve planejar, induzir e financiar a estrutura de investimentos necessária ao processo de sofisticação estrutural.

2 O FINANCIAMENTO AO INVESTIMENTO E A FINANCEIRIZAÇÃO NA VISÃO PÓS-KEYNESIANA

A visão pós-keynesiana do financiamento ao investimento foi inicialmente influenciada pelos trabalhos seminais de Keynes (2010)³ e posteriormente por Minsky (2008; 2009) e Minsky e Adelman (1960).

Para Keynes (2010) o financiamento do investimento prescinde da poupança prévia, uma vez que está vinculado com a criação de crédito de curto prazo pela atividade bancária, mesmo que o acúmulo de fundos líquidos pelas empresas possa ser utilizado para financiar investimentos.

Já Minsky (2008; 2009) demonstrou que a dinâmica da acumulação de ativos financeiros fundada no endividamento bancário pode propiciar um ciclo de valorização fictícia que além de poder não gerar investimentos produtivos, tende a fragilizar as condições financeiras de empresas e do sistema bancário, potencializando os riscos de recessões e depressões conforme as expectativas não se confirmem.

Kalecki (1955), que apresentou uma visão alternativa e complementar em relação à pós-keynesiana, também concorda com a não necessidade de poupança

3. Este artigo foi originalmente publicado no *Economic Journal*, em dezembro de 1937.

ex ante para o financiamento do investimento, mas inclui problemáticas típicas de economias periféricas, como a baixa elasticidade-preço da produção de alimentos e a necessidade de importações e de capitais e tecnologias externas.

2.1 O financiamento ao investimento e o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*

A necessidade de recursos financeiros para o investimento é central para Keynes (2010) e constitui o seu quarto motivo para a demanda por moeda, para além dos já conhecidos – transação, precaução e especulação, definidos na Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda. O economista denominou esse quarto motivo como *finance*-investimento-poupança-*funding* (*finance-investment-savings-funding* – Fisf).

O motivo *finance* se trata dos recursos financeiros de curto prazo necessários para a realização do investimento, um fundo rotativo que pode ser utilizado diversas vezes conforme o exigido. Nessa atividade, o empresário procura garantir, para a efetivação do investimento planejado, a liquidez de curto prazo para o período de produção dos bens de capital e a construção das suas instalações.

A atividade de financiamento ao investimento não está restrita à criação de liquidez necessária apenas para efetivar a produção e a construção de bens de capital. Para que os empresários tenham confiança para realizar o investimento é preciso que tenham a perspectiva de que o perfil de suas obrigações financeiras esteja ajustado às expectativas de receitas esperadas ao longo do tempo. Nesse contexto, em um segundo momento, na etapa *funding*, o crédito de longo prazo permite a compatibilização entre as receitas e as obrigações financeiras ao longo do tempo. O pagamento dos investimentos produz um fluxo circular de renda. A parcela desses recursos recebidos e não gasta constituirá a poupança, que poderá ser alocada em títulos e crédito de longo prazo, adequando o perfil da expectativa do recebimento dos investimentos à estrutura dos passivos. A atividade de *funding* seria realizada institucionalmente por bancos de investimentos e fundos de pensão.

Quando o montante dos investimentos permanece constante, é possível que a poupança *ex ante* seja suficiente para financiar o novo investimento. No entanto, caso haja a intenção de elevar o montante do investimento, o empresário poderá enfrentar uma situação de elevação das taxas de juros bancárias, que dependem da preferência pela liquidez dos bancos. Esse movimento de elevação das taxas de juros pode ser mitigado ou até mesmo evitado caso o sistema bancário aceite ficar mais ilíquido temporariamente e amplie o fornecimento de liquidez via *finance*, movimento que seria vital para que o montante de investimentos possa ser ampliado. Dessa forma, o investimento prescinde de poupança *ex ante* e pode ser financiado tanto pelo aumento do crédito bancário como por outros

agentes que aceitem ficar mais ilíquidos, disponibilizando recursos financeiros para os empresários que desejem investir.

2.2 O ciclo econômico e a fragilidade financeira de Minsky

As economias monetárias operam em um ambiente de incerteza, onde as expectativas de receitas podem ser frustradas e o passado pode constituir referenciais frágeis para o futuro. Neste sentido, Minsky (2008; 2009) mostra como o financiamento do investimento é um dos principais responsáveis pela instabilidade em economias capitalistas e, portanto, pelos ciclos econômicos.

Os ciclos de expansão do capitalismo, corriqueiramente, requerem que as empresas se endividem, mudando o seu perfil financeiro de *hedge* (quando as receitas esperadas cobrem tanto as amortizações quanto os juros) para especulativo (receitas esperadas cobrem apenas os juros) ou *ponzi* (receitas esperadas não cobrem sequer os juros). O ciclo de expansão pode ser marcado por receitas empresariais maiores do que as inicialmente previstas, o que amplia o apetite dos agentes, bancos e empresários, pelo risco. Nesta situação, posições inicialmente especulativas ou *ponzi* podem se transformar em *hedge* devido ao acréscimo nas receitas gerado pelo próprio efeito dos investimentos sobre a demanda agregada.

A reversão do ciclo pode ocorrer quando o Banco Central elevar a taxa básica de juros ou o sistema bancário ampliar a sua preferência pela liquidez em decorrência da alavancagem excessiva ou de qualquer outro fator. A alta dos juros e a redução quantitativa do crédito pode tornar empresas especulativas em *ponzi* e as empresas *ponzi* em inadimplentes, o que reforça a preferência pela liquidez e o processo de contração do crédito e de liquidação de dívidas, o que reduz o investimento e a demanda agregada propiciando uma espiral de inadimplência e contração do crédito.

Por isso, Minsky e Adelman (1960) já postulavam que a dívida e os déficits públicos eram essenciais para a manutenção do pleno emprego e da estrutura de passivos da economia. O déficit público induzia tanto ao consumo e ao investimento como, também, produzia para o setor privado um ativo líquido e de baixo risco como a dívida pública, o que reduzia a possibilidade da ocorrência de crises financeiras.

Deste modo, Minsky (2008) e Minsky e Adelman (1960) demonstraram que a garantia sobre os fluxos de caixa futuros dos ativos financeiros privados varia consideravelmente. Enquanto os investimentos em ativos financeiros reais dependem das condições correntes do mercado para as vendas e a determinação dos custos, os títulos da dívida pública, especialmente os de curto prazo, possuem muito mais garantias em relação ao fluxo de caixa, inclusive com a possibilidade de venda do título antecipadamente em mercados secundários. Portanto, a dívida

pública constitui um ativo essencial para reduzir a fragilidade financeira da economia e a manutenção do investimento e do crescimento econômico.

2.3 Kalecki e o financiamento ao desenvolvimento em economias periféricas

O financiamento ao investimento em economias periféricas possui desafios adicionais que as economias centrais não costumam enfrentar, como a profunda dependência tecnológica, que se manifesta na necessidade intensiva de importação de bens de capital e licenças não produzidas e disponíveis domesticamente. Outro desafio é a possibilidade de a oferta doméstica de alimentos e de demais bens de consumo ser insuficiente para sustentar um processo de urbanização e industrialização. Nesse sentido, as contribuições de Kalecki (1955) são de especial interesse para os economistas preocupados com o desenvolvimento das economias periféricas.

Kalecki (1955) concorda com Keynes (2010) que o investimento pode ser financiado tanto pelo crédito bancário quanto pela utilização de recursos líquidos acumulados pelas firmas. Também tem acordo com a relação de causalidade entre poupança e investimento descrita por Keynes.

Para tal, Kalecki (1955) parte da sua tradicional divisão da economia entre o Departamento I, de bens de produção, e o Departamento II, de bens de consumo. Uma parte da poupança decorrente do investimento surge diretamente no Departamento I e a outra parte é equivalente ao excedente dos bens de consumo que os trabalhadores e empresários do Departamento I adquiriram do Departamento II. O que ocorre é que os empresários que lucraram com a demanda gerada pelo maior investimento acumulam fundos. Se o investimento for financiado com as reservas líquidas dos empresários envolvidos, o processo resultará em uma transferência de depósitos desses empresários para outros capitalistas. Se o investimento for financiado por crédito bancário de curto prazo, a poupança acumulada na forma de depósitos ficará disponível para absorção da emissão de debêntures e ações pelos empreendedores investidores, em um mecanismo similar ao circuito Fisp de Keynes.

Para Kalecki (1955), não haveria limites financeiros ao volume de investimento, sendo o real desafio a possibilidade de pressões inflacionárias geradas nesse processo. Isso porque o crescimento dos investimentos acarreta o aumento da demanda por bens de consumo que, para não gerar pressões inflacionárias, depende da disponibilidade de uma estrutura de oferta satisfatória desses bens.

Além disso, em relação às economias periféricas, Kalecki (1955) também incorporou parte da análise cepalina de rigidez na oferta de alimentos, que responderia à demanda mais lentamente do que em países desenvolvidos, problema que seria ainda mais pronunciado nos países em processo de urbanização. A rigidez na oferta de alimentos poderia gerar uma elevação dos preços e uma redução nos salários reais e nas dificuldades no desenvolvimento da produção de bens de

consumo de massas, o que requer medidas para a expansão da produção agrícola para fortalecer o próprio desenvolvimento industrial. Atualmente, o problema se manifesta na forma como a produção agrícola e pecuária de países periféricos como o Brasil é destinada predominantemente ao atendimento da demanda externa, em detrimento do mercado consumidor doméstico.

Outra temática relevante para as economias periféricas abordada por Kalecki (1955) é a necessidade de importações de bens de capital e de bens de consumo – na época de Kalecki, especialmente alimentos – para o processo de industrialização. Neste caso, as possibilidades estariam restritas ao crédito bancário internacional, mesmo que subsidiado por instituições de fomento, e ao investimento estrangeiro direto (IED).

O crédito bancário internacional teria a desvantagem de gerar um fluxo constante de obrigações, independentemente do cenário econômico, enquanto o IED obrigaria remessas de capital proporcionalmente maiores, embora pudessem ser reduzidas em momentos de crise econômica. Apesar de não resolverem a questão do financiamento externo e as possibilidades de crises cambiais, a recomendação seria pelo crédito bancário, por exigir menores remessas ao longo do tempo.

No entanto, os problemas específicos das economias periféricas não se restringem à questão de bens de consumo ou de financiamento ao balanço de pagamento. Tavares (1972) e Torres Filho (2012) apontam as dificuldades da economia brasileira em produzir *funding* com prazos e juros adequados. A instabilidade econômica que acarreta patamares elevados e voláteis das taxas de juros e câmbio acaba dificultando que o sistema financeiro crie um mercado de crédito de longo prazo.

2.4 A financeirização e os problemas no circuito Fisf

Os problemas do circuito Fisf da economia brasileira estão se aproximando cada vez mais dos enfrentados pelos países desenvolvidos por conta da expansão acelerada da financeirização que, em sua face mais atual, apresenta características novas que incluem também o *finance*.

A financeirização está mudando a forma de atuação dos bancos comerciais, que deixaram de atuar prioritariamente com as firmas e se atrelam cada vez mais aos mercados de capitais. A oferta de crédito passou a ser focada nos indivíduos e as operações com as firmas centradas na intermediação com o mercado financeiro. Além disso, a atuação das firmas tem se voltado à valorização de curtíssimo prazo de suas ações, o que gera uma tendência de que os lucros acumulados sejam utilizados para a recompra de ações, reduzindo os investimentos com recursos próprios (Santos e Resende, 2021; Lapavitsas, 2009; Seccareccia, 2012).

A financeirização também tem criado problemas para o *funding* por conta da tendência de redução da poupança das famílias, afetada pela menor renda disponível e pelo foco no crédito ao consumo e ao endividamento das unidades familiares, bem como pelo caráter curto-prazista que orienta os grandes fundos.

Os efeitos do encurtamento do horizonte temporal sobre o *funding* acentuam as fragilidades financeiras definidas por Minsky (2008; 2009), uma vez que sujeita as empresas a constantes refinanciamentos com um perfil de baixa maturação dos seus passivos (Santos e Resende, 2021).

Deste modo, os problemas clássicos para o desenvolvimento das economias periféricas se acumulam com os decorrentes de um capitalismo global cada vez mais financeirizado, o que implica problemas adicionais no que tange à capacidade e à motivação para o sistema bancário prover recursos financeiros para investimentos produtivos. Soma-se a isso a fragilização do balanço das empresas, o que constitui dificuldades adicionais para o investimento em atividades mais inovadoras, que necessitam de um prazo maior para o retorno, muitas vezes incerto.

Nesta seção, procuramos demonstrar que o financiamento dos investimentos não requer um acúmulo de poupança *ex ante*, podendo ser gerado pela atividade bancária e por ativos líquidos retidos pelos agentes, sendo a poupança gerada apenas posteriormente e servindo para adequar as necessidades financeiras das empresas ao longo do ciclo às receitas esperadas. Também buscamos demonstrar, a partir de Minsky, que os ciclos de alta do investimento propiciam a sua própria fragilidade financeira, o que torna o déficit público e os títulos públicos importantes mecanismos para contrabalançar a vulnerabilidade financeira do setor privado, como veremos na próxima seção com mais detalhes. Adicionalmente, foi exposto como atualmente os países periféricos, como o Brasil, acumulam os problemas clássicos do desenvolvimento com os novos desafios gerados pelo acelerado processo de financeirização do capitalismo global.

3 AS LIÇÕES DA TMM PARA O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO

Esta seção visa apresentar as lições fundamentais da TMM para o financiamento do desenvolvimento econômico. A TMM é uma síntese aplicada de abordagens já tradicionais da economia heterodoxa. A sua principal contribuição à economia foi oferecer uma descrição operacional realista e detalhada das operações monetárias e fiscais nas economias modernas. A partir dessa descrição, a TMM revelou quais são as reais restrições para os gastos públicos de um governo monetariamente soberano.

Inicialmente, cabe definir o conceito de soberania monetária utilizado neste artigo. Segundo Dalto *et al.* (2020), um país tem soberania monetária quando o governo possui a prerrogativa de determinar qual a moeda de conta oficial, de deter o monopólio sobre a emissão do dinheiro emitido na moeda de conta

oficial, de impor obrigações não recíprocas (principalmente impostos, mas, também, multas, taxas, tarifas, entre outros) e de decidir o que entregar para realizar pagamentos e transferências ao setor privado.

Como veremos no decorrer da sessão, a TMM revela que governos monetariamente soberanos enfrentam várias limitações para os seus gastos, mas nenhuma delas tem a ver com a possibilidade de limites financeiros para dispêndios estatais em moeda doméstica. A compreensão dessa perspectiva é especialmente importante para países periféricos que, como vimos na seção anterior, enfrentam um grande acúmulo de obstáculos para a consolidação do financiamento dos investimentos necessários para o processo de desenvolvimento.

Das principais abordagens que sustentam a descrição oferecida pela TMM, destacamos a teoria cartalista do dinheiro crédito de Knapp (1924) e Innes (1913), também aceita por Keynes (1930) no *A Treatise on Money: the pure theory of money*; o Princípio da Demanda Efetiva (PDE) de Kalecki (1954) e Keynes (1982);⁴ o arcabouço das finanças funcionais de Abba Lerner (1943); e, por fim, a visão de Minsky (1986) sobre o sistema bancário e a instabilidade financeira combinada com a abordagem de equilíbrios setoriais de Godley (2005).

Na abordagem cartalista (Knapp, 1924; Innes, 1913; 1914; Keynes, 1930), o governo define o que é dinheiro ao deliberar por que meio receberá seus tributos. Portanto, não importa se a moeda de conta definida pelo Estado para o pagamento dos tributos é uma unidade virtual ou física. A necessidade de pagar tributos com uma determinada moeda estabelecida pelo governo faz com que os agentes econômicos sempre demandem a moeda do Estado. Além disso, a moeda estatal é a que liquida qualquer dívida com o governo emissor soberano de moeda e com os agentes privados. Por fim, na abordagem cartalista, o dispêndio governamental é sempre financiado por criação de moeda estatal, não havendo a hipótese de um Estado monetariamente soberano, na ausência de restrições legais autoimpostas, ficar sem a moeda que ele mesmo emite e o faz toda vez que realiza um gasto, algo que está plenamente de acordo com o funcionamento das economias monetárias modernas, como veremos na sequência. Segundo Wray (2003, p. 38),

em todas as economias modernas o governo define o que é dinheiro ao escolher o que aceitará como pagamento dos tributos (...). O governo, para gastar, não necessita do “dinheiro do público” mais apropriadamente, é o público que necessita do “dinheiro do governo” para pagar os tributos (...). Meu argumento é que, na realidade, todo gasto governamental é “financiado” por “criação de moeda”.

Abba Lerner (1943) conjugou a abordagem cartalista com o princípio da demanda efetiva de Keynes (1982) e Kalecki (1954) para desenvolver o arcabouço

4. Obra originalmente publicada em 1936.

conhecido como finanças funcionais, que é a linha mestra das descrições operacionais da TMM. O princípio da demanda efetiva demonstra que é o gasto esperado que define a produção do período corrente e o gasto realizado que determina a renda da economia. Dessa forma, o quanto é realmente produzido em uma economia capitalista, apesar de ser limitado pela capacidade produtiva, é determinado pelo nível de demanda efetiva que, por sua vez, pode ser insuficiente – e geralmente o é – para garantir o pleno emprego dos fatores de produção.

Ao combinar a perspectiva cartalista de que o Estado não pode ficar sem a moeda que ele mesmo emite com a abordagem keynesiana de que as economias capitalistas tendem ao desemprego e à subutilização da capacidade produtiva, Lerner (1943) concluiu que os governos monetariamente soberanos teriam o papel de estimular a demanda da economia até que fosse alcançado e mantido o nível de pleno emprego. A política fiscal, portanto, não deveria ser formulada para perseguir algum tipo de resultado fiscal em um período arbitrário, mas sim o pleno emprego. De acordo com Lerner (1943, p. 39),

a ideia central é que a política fiscal do governo, seus gastos e tributação, as operações com títulos públicos, a emissão e destruição de moeda, devem ser tratados tendo em vista os resultados destas ações na economia, e não em alguma doutrina tradicional estabelecida sobre o que é ou não saudável.

O economista ainda sintetizou sua abordagem através das duas leis das finanças funcionais. A primeira é que o governo deve ajustar os seus gastos e sua tributação de modo que a demanda agregada na economia seja suficiente para conduzi-la ao pleno emprego, ou seja, a taxa total de dispêndios em bens e serviços deveria ser aquela que, a preços correntes, compraria todos os bens e serviços que é possível produzir.

A segunda lei das finanças funcionais diz que o governo só deve fazer empréstimos se for desejável que o setor privado tenha menos moeda e mais títulos públicos. Da mesma forma, para Lerner (1943), a tributação não deveria ser alterada quando o governo precisa fazer pagamentos monetários, mas sim quando for desejável que os contribuintes tenham menos moeda para gastar.

Inclusive, com base nas finanças funcionais, o Estado teria a possibilidade não apenas de conduzir a economia até o pleno emprego das forças produtivas, mas, também, de direcionar o tipo de pleno emprego que deseja. Isso porque ele é capaz de mobilizar a capacidade produtiva corrente da economia tanto quantitativamente quanto qualitativamente para o atendimento de objetivos sociais e materiais diversos. Entre estes objetivos, pode-se incluir, obviamente, a busca pela expansão e sofisticação da própria capacidade produtiva da economia pela mobilização dos recursos produtivos correntes.

A TMM, a partir dos fundamentos das finanças funcionais, desenvolveu uma descrição realista da mecânica de financiamento dos dispêndios públicos em países monetariamente soberanos, invertendo a relação convencional comumente aceita, em que os gastos são financiados por uma combinação de tributos, empréstimos e emissão de moeda. A análise convencional sobre a restrição fiscal do governo costuma ser resumida pela seguinte fórmula:

$$G + iD = T + \Delta M0 + \Delta D \quad (1)$$

O lado esquerdo da fórmula expressa os dispêndios do governo, sendo G os gastos com bens e serviços e iD os gastos com a dívida pública, no qual i é a taxa de juros incidente sobre a dívida pública D . Do lado direito, teríamos as possibilidades de financiamento dos gastos públicos, em que T representa a tributação; $\Delta M0$ a variação da base monetária; e ΔD a variação da dívida pública.

Dessa identidade, verdadeira por definição, a abordagem ortodoxa infere, indevidamente, relações de causalidade em que os déficits públicos ($G + iD > T$) teriam que ser financiados por crescimento da dívida pública (ΔD) e/ou monetização da dívida ($\Delta M0$) (Dalto *et al.*, 2020).

A seqüência do argumento convencional é de que o financiamento do déficit via aumento da dívida pública tende a levar ao crescimento das taxas de juros e o financiamento por emissão de moeda acarretaria pressões inflacionárias (Dalto *et al.*, 2020; Gremaud *et al.*, 2004).

Contudo, na realidade operacional das economias modernas o gasto público ($G + iD$) sempre se dá pela emissão de dinheiro ($M0$) que, necessariamente *ex post*, é reduzida pelo pagamento de tributos (T) e/ou pela conversão em títulos da dívida pública (ΔD), sendo a variação da base monetária ($\Delta M0$) observada no final do período mero resíduo do que não virou tributo nem foi usado para a aquisição de títulos da dívida pública. Portanto, a relação causal para a identidade convencionalmente adotada como a restrição orçamentária do governo é apenas o resultado final do processo de política fiscal iniciado pelos dispêndios públicos via emissão monetária (Dalto *et al.*, 2020).

Especificamente no caso do Brasil, quando o governo, através do Tesouro Nacional, realiza qualquer gasto, simplesmente envia uma ordem de pagamento para que o Banco Central credite o valor desejado na conta do beneficiário final. O processo de gastos do emissor de moeda implica, concomitantemente e necessariamente, a criação de dinheiro novo (reservas bancárias) que amplia, por sua vez, a renda das famílias e empresas. Trata-se de um registro de débito na Conta Única do Tesouro (passivo não monetário do Banco Central e ativo do Tesouro) e de um crédito na conta de reservas bancárias

do banco receptor (componente do passivo monetário do Banco Central) (Serrano e Pimentel, 2017; Dalto *et al.*, 2020).

Inclusive, vale lembrar que tanto a quitação de tributos como a compra de títulos públicos por parte dos agentes privados são realizadas, necessariamente, com o uso de reservas bancárias (moeda estatal) que por sua vez só podem ser criadas por intermédio de pagamentos realizados pelo Banco Central (Wray, 2003). Logo, a tributação e a emissão de títulos não podem, por razões lógicas e operacionais, financiar os gastos públicos do emissor de moeda.

As operações com títulos públicos, sejam as do Banco Central, seja indiretamente as do Tesouro, visam, em última instância, à determinação exógena da taxa básica de juros da economia e não ao financiamento do governo emissor de moeda.

Simplificadamente, quando os gastos do governo são maiores que a tributação, o saldo da Conta Única do Tesouro, tudo o mais constante, é alterado e a base monetária ampliada. Esse excesso de reservas no sistema bancário tende a pressionar para baixo a taxa de juros que vigora no mercado de reservas bancárias. Porém, como o Banco Central deve manter a taxa de juros básica efetiva (Selic Over) próxima à meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) (Selic Meta), ele atua vendendo, com compromisso de recompra, os títulos públicos do Tesouro que possui em sua carteira (nas chamadas operações de mercado aberto), absorvendo todo e qualquer excesso de reservas até alcançar a meta política de taxa de juros.

A TMM também incorpora na sua análise como os bancos criam moeda endogenamente, sem a necessidade de receberem depósitos prévios e/ou reservas, por meio dos empréstimos que realizam junto ao público. As reservas bancárias são necessárias para os bancos apenas *ex post*, seja para o cumprimento de exigências legais; para o regaste de depósitos à vista que clientes queiram converter em papel-moeda ou ainda para fazer liquidações de pagamentos com outros bancos. Para satisfazer essas necessidades *ex post*, os bancos possuem linhas diretas de crédito de reservas com o Banco Central, chamadas de redesconto.

Ainda mais relevante é o fato de que essa demanda por reservas por parte dos bancos precisa ser sempre satisfeita para que o sistema de pagamentos seja estabilizado. Portanto, se os bancos não encontrassem reservas suficientes, ou seja, se o Banco Central simplesmente optasse por não acomodar totalmente a demanda por reservas a uma dada taxa de juros, observaríamos as taxas de juros de curto prazo subindo sem limites e o sistema de pagamentos entraria em colapso. Por essa razão, mesmo quando o Tesouro é proibido por uma autoimposição legal de vender títulos diretamente ao Banco Central (caso do Brasil) ele não enfrenta limitações para emitir títulos à taxa de juros básica vigente (Dalto *et al.*, 2020).

Inclusive a própria ortodoxia neoclássica atualmente reconhece que a taxa de juros da economia é exogenamente determinada pelo Banco Central, conforme a descrição da TMM. Blanchard (2017, p. 101), por exemplo, afirma que “o Banco Central escolhe a taxa de juros e faz o que for preciso com a oferta de moeda para atingi-la”.

Além do governo criar moeda no processo de pagamentos, por definição, esses dispêndios públicos são renda do setor privado, ao passo que a tributação significa a destruição da moeda anteriormente criada e, também, a redução de renda e patrimônio do setor privado. Desta forma, o déficit público, considerando-se uma economia fechada, é o superávit do setor privado. Trata-se de mera identidade contábil: para todo superávit deve haver um déficit igual e compensatório; para cada dívida existe um ativo financeiro igual e compensatório; para cada injeção de gastos na economia, há um vazamento igual e compensatório.

Podemos estender essa análise para uma economia aberta e avaliar a interação dos três setores – público, privado e externo – a partir da análise dos balanços setoriais, tal qual como desenvolvida pelo economista britânico Wynne Godley.

A análise setorial baseia-se na descrição de que quando o setor governamental apresenta déficit orçamentário, os setores não governamentais (doméstico privado e externo) juntos devem, necessariamente e por identidade, apresentar superávit e vice-versa. Os saldos setoriais representam uma mera identidade contábil resultante do rearranjo dos componentes da demanda agregada (Godley, 2005).

Godley (2005, p. 1) nos lembra que

como todos os especialistas em contabilidade nacional sabem, o déficit do governo geral (federal, estadual e municipal) é em toda parte e sempre igual (por definição) ao déficit em conta corrente mais o saldo do setor privado (o excesso da poupança privada sobre o investimento).

Descritivamente, a identidade é: (poupança - investimento) + (importação - exportação) + (receita tributária - despesa) = 0, ou seja:

$$(S - I) + (M - X) + (T - G) = 0 \quad (2)$$

Para além da mera identidade, devemos levar em consideração que, ao passo que o Estado emissor soberano de moeda, independentemente do tamanho da sua dívida ou do seu déficit anual, não sofre restrições financeiras no sentido de possibilidade de escassez de moeda para cumprir com as suas obrigações para o setor privado, mero usuário da moeda estatal, há uma impossibilidade de sustentação de déficits de forma contínua, já que um estoque crescente de dívidas privadas, cedo ou tarde, acaba por alimentar o surgimento de um processo de fragilidade financeira insustentável.

Como vimos, Minsky argumentou que as crises financeiras são endógenas ao capitalismo porque os períodos de prosperidade econômica encorajaram mutuários e credores a serem progressivamente imprudentes. Portanto, ciclos econômicos puxados pelo endividamento do setor privado são contraproducentes. É sensato, portanto, que o governo atue no sentido de evitar o endividamento privado.

Com base nos balanços setoriais, os déficits públicos e os superávits em conta corrente são as fontes de renda do setor privado doméstico.

$$(S - I) = (X - M) + (G - T) \quad (3)$$

Como o saldo em conta corrente não está sob controle direto da política econômica, ao contrário da política fiscal, a manutenção dos superávits privados depende, em última instância, da política fiscal do governo. No caso de uma economia em situação de déficit externo ($M > X$), se o governo decidir garantir a sustentabilidade financeira do setor privado, deve recorrer a um déficit governamental ($G > T$) grande o suficiente a ponto de tornar o setor privado superavitário.

Portanto, o primeiro passo para repensarmos o papel do Estado na condução do necessário processo de sofisticação estrutural é reconhecer sua ampla capacidade fiscal, bem como os verdadeiros limites para os gastos públicos, que não estão dados por algum tipo de resultado fiscal aleatório.

Ao passo que as abordagens convencionais estruturam suas recomendações de políticas econômicas baseadas em limites financeiros inexistentes, inclusive desconsiderando as reais limitações para os gastos públicos, a TMM propõe o inverso.

Para a TMM, o mapeamento detalhado das restrições reais da capacidade produtiva e dos fatores de produção à venda em moeda doméstica deve ser a base para o planejamento econômico, seja diretamente através da elaboração do ciclo orçamentário ou indiretamente pela formatação da estrutura de crédito estatal.

Como a política fiscal é parte fundamental da determinação da demanda agregada, deve ser sempre calibrada de modo a não pressionar a capacidade instalada para além do pleno emprego dos fatores de produção, evitando, desta forma, pressões inflacionárias pelo lado da demanda. O objetivo da política fiscal no arcabouço da TMM é a manutenção do pleno emprego com estabilidade de preços.

Contudo, em especial nos países periféricos, mesmo antes de se atingir o pleno emprego dos fatores de produção, é possível que existam restrições setoriais como, por exemplo, escassez de mão de obra especializada; falta de alguns recursos naturais; gargalos energéticos e em infraestrutura; e indisponibilidade de divisas internacionais para a viabilização de importações essenciais. Todos os possíveis gargalos mencionados não se impõem como limites

exclusivos aos gastos do governo, já que são restrições a todo e qualquer aumento de dispêndios na economia.

É justamente a existência dessas inúmeras restrições reais que exige um rigoroso planejamento estatal para a superação dos gargalos estruturais. Isso implica, por um lado, a necessidade de políticas fiscais que mobilizem, de forma plena e permanente, os fatores de produção à disposição em moeda doméstica que possam ser úteis para a resolução dos limites estruturais e, de outro, a centralidade da construção de um sistema estatal de crédito estatal direcionado ao financiamento do desenvolvimento.

Além das restrições reais, Kalecki (1990) apontou uma série de limites políticos aos gastos públicos que mobilizem plenamente os fatores de produção, garantindo, portanto, o pleno emprego. São três as razões pelas quais os capitalistas, segundo Kalecki (1990), poderiam se opor à formatação de políticas fiscais e de crédito conforme as propostas pela TMM.

A primeira razão é porque os capitalistas não gostam da interferência direta do governo no problema do emprego (e logo do desenvolvimento), já que isso eliminaria a argumentação de que os governos nacionais devem se subordinar às vontades dos empresários visando à manutenção de um estado de confiança do qual, supostamente, dependeriam os empregos.

A segunda é a rejeição da possível direção dos gastos do governo, especialmente quando focados em setores que, porventura, possam concorrer com a esfera privada.

Por fim, eles resistem às mudanças sociais e políticas resultantes da manutenção do pleno emprego, já que, sob um regime de pleno emprego permanente, a demissão deixaria de desempenhar o seu papel enquanto “medida disciplinar”.

Na próxima seção, veremos como a capacidade fiscal dos Estados monetariamente soberanos tem sido utilizada ao longo da história para o financiamento dos investimentos necessários ao processo de desenvolvimento.

4 O FINANCIAMENTO E OS DESAFIOS DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

Os desafios ao financiamento do desenvolvimento requerem uma análise mais detalhada de como as questões financeiras se relacionam com as possibilidades de alteração da estrutura produtiva e incentivos à inovação. Essas atividades possuem incertezas fundamentais, o que costuma afugentar os capitais privados, por natureza avessos ao risco e à incerteza.

O processo de desenvolvimento econômico, historicamente, envolve atividades complexas e desafios inéditos. Portanto, a busca pela incorporação de setores mais

sofisticados tecnologicamente à nossa matriz produtiva exige a ação estatal tanto no planejamento quanto no direcionamento e financiamento do desenvolvimento.

Como vimos, os desafios para o financiamento do desenvolvimento econômico de países periféricos se tornaram ainda mais profundos na especificidade atual do capitalismo financeirizado. Contudo, também analisamos o enorme potencial do Estado, quando emissor soberano de moeda, em conduzir, planejar e financiar o processo de sofisticação estrutural, necessário tanto para a elevação do padrão de vida da nossa população por conta dos ganhos de produtividade decorrentes quanto para o acúmulo de soluções tecnológicas visando à necessidade urgente de transição para uma economia de baixo carbono.

4.1 A importância do Estado no planejamento e no financiamento do investimento

Desde a Itália renascentista ao oriente contemporâneo, a atuação do Estado tem sido essencial para a promoção do desenvolvimento econômico por meio de combinações distintas, mas sempre presentes, de protecionismo, intervencionismo e investimento estratégico. Entretanto, as propostas e as teorias que os países desenvolvidos recomendam aos países periféricos – políticas macroeconômicas restritivas; liberalização financeira e comercial; e desregulamentações trabalhistas e ambientais – não apenas estiveram ausentes nos seus próprios processos de desenvolvimento, como propiciaram uma devastação da escassa estrutura produtivas existente nos países periféricos que seguiram tal agenda. Em países como Mongólia, Ruanda e Peru, por exemplo, a exposição prematura à concorrência internacional, longe de produzir a prometida diversificação produtiva, gerou um processo de profunda regressão estrutural (Chang, 2004; Oliveira, 2003; Reinert, 2016).

Neste sentido, desde os primórdios do pensamento desenvolvimentista tem sido apontada a relevância do planejamento e do financiamento estatal para a sustentação dos investimentos necessários ao processo de desenvolvimento econômico.

Rosenstein-Rodan (2010),⁵ um dos pioneiros do pensamento desenvolvimentista, já alertava que os investimentos em países subdesenvolvidos enfrentavam a falta de demanda resultante das dimensões reduzidas dos mercados para absorver os novos produtos. A solução, para ele, seria a organização de blocos de investimento pelo Estado e organismos internacionais para que a demanda mútua dos novos setores sustentasse a venda dos novos produtos. Portanto, na ausência de um grande impulso estatal, seriam observados apenas voos de galinha, insuficientes para romper com a inserção subordinada das economias periféricas na divisão internacional do trabalho.

5. Obra originalmente publicada em 1943.

Para Hirschman (1958), o desafio do desenvolvimento para países periféricos passava, também, pela superação da postura intelectual subordinada de políticos e economistas latino-americanos que aceitavam, sem maior reflexão, as recomendações dos países desenvolvidos baseadas em uma falsa noção de validade teórica universal que, por um lado, ignorava as especificidades e os desafios particulares das economias periféricas e, por outro, obstruía a nossa capacidade e habilidade de buscar estratégias próprias para a resolução dos nossos problemas. Aliás, Hirschman destacava que antes de se iniciar efetivamente o processo de desenvolvimento, seria muito difícil visualizar todos os obstáculos e caminhos possíveis.

Já a questão da dependência tecnológica foi especialmente abordada por Furtado (2009),⁶ uma vez que seria uma das razões da permanência do fenômeno do subdesenvolvimento em economias que convivem com setores modernos e arcaicos lado a lado. A dependência tecnológica implica a importação de tecnologia e bens de capital produzidos para a realidade dos países desenvolvidos, que possuem dotações de capital e mão de obra distintas das economias subdesenvolvidas. A absorção de tecnologias intensivas em capital tende a criar um número relativamente baixo de empregos, o que leva à persistência do subemprego ao lado de setores modernos. A solução passaria pelo planejamento estatal e pelas reformas de base, ambas capazes de alterar ao mesmo tempo a estrutura de oferta da economia e a demanda, estruturalmente ligadas à mimetização dos padrões de consumo do mundo desenvolvido pelas classes dominantes locais (Cardoso, 2018).

Aliás, a percepção dos clássicos do desenvolvimento sobre o protagonismo do Estado na direção do processo de planejamento e financiamento do processo de sofisticação estrutural ainda ecoa entre muitos economistas contemporâneos.

Mesmo em uma perspectiva neoclássica, Rodrik (2007) aponta que as imperfeições e falhas de mercados ensejam a possibilidade e a necessidade de intervenções do Estado para a promoção de uma política industrial. O processo de desenvolvimento é entendido por ele como um processo de mudança estrutural que envolve a produção de novos bens com tecnologias inovadoras, por intermédio da transferência de recursos de setores tradicionais para os novos. Problemas de informação assimétrica levariam a imperfeições no mercado de crédito e seguros incompletos, o que exige do Estado uma atuação firme para o financiamento dessas atividades de maior risco, além de uma série de atividades complementares à iniciativa privada.

6. Obra originalmente publicada em 1961.

A mudança estrutural é um processo no qual muitas das falhas de mercado encontram um terreno fértil. O investimento em novas indústrias requer financiamento, mas não apresenta um histórico de *performance* para avaliação futura e parece excessivamente arriscado para os credores privados. Necessita de serviços e insumos complementares que dificilmente existiriam sem uma escala substancial de operação da atividade em questão. Implica treinar trabalhadores e gerentes, que então ficam livres para circular entre concorrentes e imitadores. Gera aprendizado nas atividades práticas, do qual outros podem se beneficiar. Nessas condições, o jogo está contra os empreendedores que contemplam a diversificação em áreas não tradicionais. Os países pobres permanecem pobres porque os mercados não funcionam tão bem quanto poderiam para promover a transformação estrutural necessária (Rodrik, 2007, p. 8, tradução nossa).⁷

No entanto, o retorno dos economistas do *mainstream* ao debate sobre as políticas industriais ainda é cercado de severas limitações analíticas, constituindo-se em traduções do argumento da indústria nascente para o arcabouço neoclássico, o que produz recomendações de políticas limitadas e confusas. Essas limitações acabam por negligenciar a importância da interdependência setorial; das capacidades burocráticas, que tornam as melhores soluções diferentes para cada realidade nacional; e problemas políticos, que podem levar à descontinuidade das políticas. Os desafios do desenvolvimento produtivo requerem uma matriz múltipla, que englobem tanto políticas pelo lado da oferta, outras pelo lado da demanda, bem como estruturas burocráticas hierarquizadas e horizontais (Andreoni e Chang, 2019).

Mazzucato (2014) considera que a atuação do Estado não se restringe à correção das falhas de mercado, que justificariam menos de um quarto dos dispêndios em pesquisa e desenvolvimento (P&D) mesmo nos Estados Unidos, exigindo uma visão visionária que vai além do mero cálculo racional do retorno social ou privado do investimento. Os desafios das grandes inovações disruptivas exigem uma ideia de missão e a confiança entusiasmada em relação ao papel do Estado na economia.

Especialmente em países em desenvolvimento como o Brasil e a China, o processo de desenvolvimento requer a forte atuação de bancos de investimentos, já que as mudanças tecnológicas exigem um período de mudança radical, enquanto o capital produtivo ainda está atrelado ao *status quo* tecnológico (Perez, 2002).

7. "Structural change is a process which is a fertile ground for many of the market shortcomings listed above. Investment in new industries requires finance, but presents no track record and appears excessively risky to private lenders. It needs complementary services and inputs which are unlikely to exist absent a substantial scale of operation of the activity in question. It entails training workers and managers, who then become free to circulate to competitors and copycats. It generates learning-by-doing, which others can benefit from. Under these conditions, the deck is stacked against entrepreneurs who contemplate diversifying into non-traditional areas. Poor countries remain poor because markets do not work as well as they could to foster the structural transformation that is needed."

O problema é que os projetos de inovação mais radicais são imersos em incertezas, cujo cálculo de probabilidade de sucesso é impossível de ser realizado. Contudo, o processo de inovação não é aleatório, pois requer uma persistente e paciente estratégia de longo prazo. Neste sentido, a financeirização e a predominância do mercado acionário, que impõem uma lógica de curtíssimo prazo às empresas, obstruem o avanço de projetos dispendiosos em P&D. Em indústrias caracterizadas pelos capitais de risco (*venture capital*), há evidências de que a oferta de capitais de longo prazo comprometidos com projetos de elevada incerteza tem sido cada vez mais problemática (Mazzucato, 2013).

As dificuldades do setor privado em financiar investimentos em P&D tem reforçado a importância de fundos públicos para inovações radicais, muitas vezes com recursos a fundo perdido para a inovação e com a garantia das compras públicas. Nas últimas décadas, o caso paradigmático é os Estados Unidos com programas como Defense Advanced Research Projects Agency (Darpa), Small Business Innovation Research and Small Business Technology Transfer (SBIR/STTR) e de medicamentos órfãos, financiando parte substancial das inovações relevantes, o que foi objeto de uma tímida, porém consistente, tentativa de mimetização institucional pelo Brasil com a Empresa Brasileira de Pesquisa e Inovação Industrial (Embrapii) (Mazzucato, 2014; Vieira Filho, 2021).

4.2 A participação do Estado e dos bancos públicos no financiamento ao desenvolvimento

A importância do Estado no financiamento do investimento deve ser analisada pela sua presença nos múltiplos instrumentos e instituições de promoção do desenvolvimento. A presença de grandes bancos públicos de desenvolvimento é generalizada incluindo países como a Alemanha (KfW), Coreia do Sul (KDB), China (Big 4), México (Nacional Financiera), Chile (Corporación de Fomento de la Producción – Corfo), Argentina (Banco de la Nación) e Brasil (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES).

Desta forma, é importante observar que duas das mais bem sucedidas estratégias de industrialização dos últimos anos estiveram assentadas no monopólio estatal do crédito. Enquanto a Coreia do Sul manteve o monopólio estatal do crédito até a crise dos anos 1980, o mercado de crédito chinês é dominado até hoje por quatro bancos públicos (Industrial and Commercial Bank of China, China Construction Bank, Bank of China e o Agricultural Bank of China) que possuem, em conjunto, ativos de US\$ 17,32 bilhões e que ainda são complementados por uma grande estrutura de bancos provinciais públicos.

Também é relevante avaliar as experiências históricas da utilização da soberania monetária do Estado para o fortalecimento dos bancos públicos de

desenvolvimento. Em 1939, o Chile utilizou para a capitalização do Corfo empréstimos diretos do Banco Central chileno, além de impostos adicionais sobre o cobre e empréstimos do United States Export-Import Bank (Eximbank).

Entre 1940 e 1954, a participação do Corfo chegou a 30% das inversões em máquinas e equipamentos e 25% dos investimentos públicos, ao mesmo tempo que o Banco Central passou a financiar diretamente as empresas de construção civil (Rondanelli, 2006). Outro caso importante sobre a utilização da soberania monetária para a capitalização dos bancos de desenvolvimento ocorreu no Brasil entre 2008 e 2014, com a emissão de R\$ 440,80 bilhões em títulos do Tesouro Nacional de elevada liquidez.

A utilização da soberania monetária para o financiamento do desenvolvimento e de outras atividades essenciais não é restrita aos países periféricos. Tradicionalmente, o Tesouro norte-americano oferece garantias formais ou implícitas às agências responsáveis por financiar atividades como habitação, agricultura e crédito estudantil (Stigum e Crescenzi, 2007). De fato, em 2008, quando as agências Fannie Mae e Freddy Mac estiveram com dificuldades financeiras, não apenas o Tesouro americano, mas também o Federal Reserve (como parte do *quantitative easing* – QE) partiram em socorro à essas agências de crédito imobiliário.

Na Alemanha nazista, houve a criação de uma empresa privada de fachada para burlar a legislação do Reichsbank para a emissão das Mefo Bills, que eram títulos que poderiam ser descontados no próprio Banco Central, resultando em emissão monetária, enquanto o Tesouro alemão usava recursos orçamentários para financiar diretamente o setor privado (Mazzucchelli, 2009).

Contudo, a intervenção do Estado alemão para o financiamento ao desenvolvimento não ficou restrita ao período totalitário. No pós-guerra, a reconstrução da economia da Alemanha Ocidental, que sofria com o colapso do sistema de transportes, destruição de habitações e desorganização da agricultura, contou com a preponderância do crédito público, que obteve participação no total de crédito de 45,6% em 1950, 55,7% em 1960 e 57,1% em 1970 (Mazzucchelli, 2013).

A despeito dos graves problemas estruturais em áreas estratégicas da economia, parte expressiva desses capitais estavam orientados para a modernização e reinserção na economia internacional da economia alemã, posto que o estoque de capital ao final de guerra era 20% superior ao início de sua eclosão (Mazzucchelli, 2013).

A participação do Estado na oferta do crédito entre as economias desenvolvidas no pós-guerra não ficou restrita à Alemanha Ocidental. Na França, o Plano Monnet (1947-1952) nacionalizou os quatro maiores bancos de depósitos do país

(Crédit Lyonnais, Société Generale, Comptoir d'Escompt e o Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie), assim como setores importantes como carvão, gás e eletricidade e empresas como a Renault e a Air France. No Japão, foi criado o Banco de Financiamento da Reconstrução e o Banco de Desenvolvimento do Japão, enquanto o Banco do Japão forneceu apoio sistemático aos *city banks*, que lideraram a consolidação e modernização dos *keiretsus* (Mazzucchelli, 2013).

Assim, a despeito dos bancos comerciais poderem financiar investimentos sem a necessidade de poupança *ex ante* determinada, como demonstrado na seção 2 deste artigo, os estados nacionais têm utilizado bancos de desenvolvimento públicos ou até a mesmo a estatização completa do sistema bancário como forma de financiar e induzir o desenvolvimento econômico. A razão é que a aversão ao risco do sistema privado de crédito tende a concentrar o financiamento em setores tradicionais de menor risco ou ao consumo privado, o que pode fazer com que a economia atinja a utilização plena dos fatores de produção sem diversificar sua estrutura produtiva e que as escassas divisas internacionais sejam utilizadas para consumo de luxo ou para aquisição de máquinas e equipamentos que não serão úteis para a estratégia nacional de sofisticação produtiva.

Ainda como apresentado na seção 2 e na subseção anterior, a financeirização tem ampliado a disfuncionalidade do financiamento privado para a inovação, o que pode ser estendido para o financiamento à diversificação produtiva nos países da periferia do sistema capitalista. Deste modo, há uma inexorável tarefa para o Estado em planejar, direcionar e financiar as atividades essenciais ao desenvolvimento econômico e à inovação tecnológica, o que permitiria reduzir a dependência tecnológica desses países, como deixou claro os exemplos bem-sucedidos da Coreia do Sul e da China.

Essa missão do Estado deve ser compreendida diante da elástica capacidade de autofinanciamento dos países emissores de moeda soberana, cujo próprio déficit produz os recursos líquidos essenciais para a estabilidade macroeconômica e financeira dos agentes privados.

5 CONCLUSÃO

Como vimos ao longo do artigo, o desafio do desenvolvimento econômico de países periféricos requer uma robusta e sofisticada estrutura de financiamento. Isso porque o processo de desenvolvimento envolve enorme incerteza, pois exige a busca por realização de atividades inéditas; a absorção, a difusão e a geração de técnicas das quais as nações possuem escasso ou nenhum domínio e a criação de instituições capazes de levar à frente o desafio histórico da inovação.

Na seção 2 discutimos como o setor financeiro privado, especialmente na atual especificidade do capitalismo marcada pela predominância da financeiri-

zação, passou a direcionar a oferta de crédito para operações centradas na intermediação com o mercado financeiro. Ao mesmo tempo, a atuação das firmas tem se voltado à valorização de curtíssimo prazo de suas ações, o que gera uma tendência de que os lucros acumulados sejam utilizados para a recompra de ações, reduzindo os investimentos com recursos próprios. Portanto, os países periféricos, como o Brasil, atualmente acumulam os problemas clássicos do desenvolvimento com os novos desafios gerados pelo acelerado processo de financeirização do capitalismo global.

Ainda nessa seção, ficou demonstrado que o financiamento dos investimentos não requer um acúmulo de poupança *ex ante*, podendo ser gerado pela atividade bancária e por ativos líquidos retidos pelos agentes, sendo a poupança gerada apenas posteriormente e servindo para adequar as necessidades financeiras das empresas ao longo do ciclo às receitas esperadas. Além disso, observamos como os ciclos de alta do investimento propiciam a sua própria fragilidade financeira, o que torna o déficit público e os títulos públicos importantes mecanismos para contrabalançar a vulnerabilidade financeira do setor privado.

Na sequência, exploramos as lições da TMM para o financiamento do desenvolvimento econômico, onde foi demonstrada a ampla capacidade financeira dos Estados monetariamente soberanos para o financiamento do desenvolvimento, bem como as verdadeiras restrições para os gastos e financiamentos públicos, que são dadas pela disponibilidade de bens e serviços ofertados em moeda doméstica e não por algum indicador fiscal arbitrário.

Por fim, após a exposição das operacionalidades e das possibilidades para o financiamento estatal de investimentos fundamentais ao desenvolvimento, elencamos os principais desafios ao desenvolvimento econômico para então avançarmos com a exposição teórica e histórica dos principais motivos pelo qual o Estado deve planejar, induzir e financiar a estrutura de investimentos necessária ao processo de sofisticação estrutural.

REFERÊNCIAS

- ANDREONI, A.; CHANG, H.-J. The political economy of industrial policy: structural interdependencies, policy alignment, and conflict management. **Structural Change and Economic Dynamics**, v. 48, p. 136-150, 2019.
- BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 7. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2017.
- CARDOSO, F. **Nove clássicos do desenvolvimento econômico**. Jundiaí: Paco Editorial, 2018.
- CHANG, H.-J. **Chutando a escada: a estratégia de desenvolvimento em perspectiva histórica**. São Paulo: Editora Unesp, 2004.
- DALTO, F. A. S. *et al.* **Teoria Monetária Moderna: a chave para uma economia a serviço das pessoas**. Fortaleza: Nova Civilização, 2020.
- FURTADO, C. **Desenvolvimento e subdesenvolvimento**. Rio de Janeiro: Contraponto, 2009.
- GODLEY, W. **Some unpleasant American arithmetic**. New York: Levy Economics Institute of Bard College, 2005. (Policy Note, n. 5).
- GREMAUD, A. P. *et al.* **Manual de economia**. São Paulo: Saraiva, 2004.
- HIRSCHMAN, A. O. **The strategy of economic development**. New Haven: Yale University Press, 1958.
- INNES, A. M. What is money? **Banking Law Journal**, p. 377-408, May 1913.
- _____. The credit theory of money. **Banking Law Journal**, p. 151-168, Jan. 1914.
- KALECKI, M. Political aspects of full employment. **The Political Quarterly**, v. 14, issue 4, p. 322-330, Oct. 1943.
- _____. **Theory of economic dynamics**. London: Routledge, 1954.
- _____. The problem of financing of economic development. **Indian Economic Review**, Delhi, v. 2, n. 3, Feb. 1955. Disponível em: <<http://www.jstor.com/stable/29792981>>.
- KEYNES, J. M. **A treatise on money: the pure theory of money**. New York: Harcourt-Brace-Jovanovich, 1930.
- _____. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Abril Cultural, 1982. (Coleção Os Economistas).
- _____. A teoria *ex ante* da taxa de juros. In: _____. **Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia**. 3. ed. Brasília: Ipea, 2010. cap. 5, p. 85-97.

- KNAPP, G. F. **The state theory of money**. Londres: Macmillan, 1924.
- LAPAVITSAS, C. Financialised capitalism: crisis and financial expropriation. **Historical Materialism**, v. 17, p. 114-148, 2009.
- LERNER, A. **Functional finance, and the federal debt**. Kansas City: ILL UMKC Library, 1943.
- MAZZUCATO, M. Financing innovation: creative destruction *vs.* destructive creation. **Industrial and Corporate Change**, v. 22, n. 4, p. 851-867, Aug. 2013.
- _____. **O Estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. setor privado**. 1. ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2014.
- MAZZUCHELLI, F. **Os anos de chumbo: economia e política internacional no entre guerras**. São Paulo; Campinas: Editora Unesp; Facamp Editora, 2009.
- _____. **Os dias de sol**. Campinas: Facamp Editora, 2013.
- MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.
- _____. **John Maynard Keynes**. New York: McGraw-Hill, 2008.
- MINSKY, H.; ADELMAN, I. On the national debt and economic growth. **Hyman P. Minsky Archive**, 1960.
- OLIVEIRA, C. A. B. D. **Processo de industrialização do capitalismo originário ao atrasado**. São Paulo: Editora Unesp, 2003.
- PEREZ, C. **Technological revolutions, and financial capital: the dynamics of bubbles and golden ages**. Cheltenham: Edward Elgar, 2002.
- REINERT, E. S. **Como os países ricos ficaram ricos e por que os países pobres continuam pobres**. Rio de Janeiro: Centro Celso Furtado; Contraponto, 2016.
- RODRIK, D. **Normalizing industrial policy**. Cambridge: Harvard University, 2007.
- RONDANELLI, E. H. **Chile y su desarrollo economico en el siglo XX**. 1. ed. Santiago: Universidad Gabriela Mistral, 2006.
- ROSENSTEIN-RODAN, P. Problemas de industrialização da Europa do Leste e do Sudeste. *In*: AGARWALA, A. N.; SINGH, S. P. **A economia do subdesenvolvimento**. Rio de Janeiro: Contraponto; Centro Internacional Celso Furtado, 2010. p. 265-275.
- SANTOS, D.; RESENDE, M. F. D. C. Os impactos da financeirização sobre o circuito finance-investimento-poupança-funding. **Brazilian Keynesian Review**, v. 7, n. 2, p. 306-333, 2021.

SECCARECCIA, M. Financialization and the transformation of commercial banking: understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 35, p. 277-300, 2012.

SERRANO, F.; PIMENTEL, K. Será que “acabou o dinheiro”? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 21, n. 2, p. 1-29, maio/ago. 2017.

STIGUM, M.; CRESCENZI, A. **Stigum's money market**. 4th ed. New York: McGraw-Hill, 2007.

TAVARES, M. D. C. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1972.

TORRES FILHO, E. T. Por que ainda não temos crédito privado de longo prazo no Brasil? *In*: PRADO, L. C. D. **Ensaio em comemoração aos 80 anos de Maria da Conceição Tavares**. Rio de Janeiro: Contraponto; Centro Internacional Celso Furtado, 2012. p. 91-116.

VIEIRA FILHO, L. A. M. Embrapii e SBIR/STTR: uma análise comparada de políticas de inovação. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA INDUSTRIAL E INOVAÇÃO, 5., 2021. **Anais...** São Paulo: Blucher, 2021. p. 1384-1397.

WRAY, L. R. **Trabalho e moeda hoje**: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Rio de Janeiro: Editora UFRJ; Contraponto Editora, 2003.