

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO
DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**LIMITES AO FINANCIAMENTO DA POLÍTICA
FISCAL E AO NÍVEL DA TAXA DE JUROS**

PHILIP SCHLANGER

Matrícula nº 114078278

ORIENTADORA: Prof. Ana Cristina Reif

SETEMBRO 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO
DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**LIMITES AO FINANCIAMENTO DA POLÍTICA
FISCAL E AO NÍVEL DA TAXA DE JUROS**

PHILIP SCHLANGER

Matrícula nº 114078278

ORIENTADORA: Prof. Ana Cristina Reif

SETEMBRO 2019

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

RESUMO

A crise de 2008 certamente impôs um desafio à macroeconomia contemporânea. Muito do que se considerava temerário foi feito sem maiores consequências práticas. O experimento do *Quantitative Easing* (QE) é o exemplo mais notório, mas, de forma alguma, o único. As taxas nominais de juros das economias desenvolvidas próximas de zero, suas inflações persistentemente abaixo das metas, e seu baixo crescimento crônico (os EUA sendo uma exceção recente nesse aspecto) denotam algum grau de disfuncionalidade, em particular, nas políticas macroeconômicas: fiscal e monetária. O argumento que se busca desenvolver, a partir do proposto por Lara Resende (2019), é de que, primeiro, essas políticas não são independentes, e, para tanto, lança-se mão de uma literatura clássica ligada aos casos de dominância fiscal, e à Teoria Fiscal do Nível de Preços. Segundo que, em sendo as políticas interdependentes, a possibilidade da política monetária em controlar a inflação autonomamente fica comprometida, enquanto o efeito da taxa de juros sobre a dinâmica da dívida pública se mantém. Assim, busca-se trazer alguns argumentos, a partir do modelo clássico de Samuelson de gerações sobrepostas, para a manutenção de taxas de juros abaixo das taxas de crescimento de longo prazo da economia, o que, não por acaso, ajuda a explicar a situação financeira global atualmente de taxas de juros muito baixas. Por outro lado, dado que o escopo da política fiscal se torna amplo, visto que o da monetária diminui, busca-se nas Finanças Funcionais de Lerner uma prescrição adequada às circunstâncias. A *Modern Money Theory* avança nesses argumentos e propõe a ausência de restrição financeira do governo, fortemente apoiada na operacionalização do seu “financiamento”. Por último, faz-se uma breve incursão nos dados e operacionalidade dessas políticas no Brasil a fim de intuir sobre a relevância e aplicabilidade das teorias apresentadas.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	6
CAPÍTULO I – A INTERDEPENDÊNCIA ENTRE AS POLÍTICAS MOENTÁRIA E FISCAL	10
I.1. Modelo monetarista	10
I.1.1. O modelo.....	11
I.1.2. Conclusão.....	13
I.2. Modelo Novo-Clássico: a Equivalência Ricardiana.....	14
I.2.1. O modelo.....	15
I.2.2. Extensões do modelo	18
I.2.3. Conclusão.....	18
I.3. A Teoria Fiscal do Nível de Preços	20
I.3.1. O modelo.....	21
I.3.2. A neutralidade da moeda	23
I.3.3. O caso particular da Equivalência Ricardiana	24
I.3.4. Conclusão.....	25
I.4. Dominância fiscal em uma economia aberta.....	26
I.4.1. O modelo.....	26
I.4.2. Conclusão.....	28
I.5. Conclusão	29
CAPÍTULO II – O ESPAÇO DA POLÍTICA MONETÁRIA E O PAPEL DA POLÍTICA FISCAL	32
II.1. O modelo de gerações sobrepostas	33
II.1.2. O modelo	33
II.1.3. Economias Samuelsonianas.....	34
II.1.4. Economias Clássicas.....	36
II.1.5. A dívida pública.....	37
II.1.6. Incerteza.....	37
II.1.7. Conclusão	38
II.2. O caso americano e as implicações de taxas de juros muito baixas.....	39
II.2.1. O caso americano.....	40

II.2.2. Implicações sobre o bem-estar	40
II.2.3. Incerteza.....	42
II.2.4. Simulações.....	42
II.2.5. Pontos favoráveis à política fiscal	44
II.2.6. Contra-argumentos	44
II.2.7. Conclusão	45
II.3. Finanças Funcionais	46
II.4. Modern Money Theory	48
II.4.1. O modelo	48
II.4.2. Separando o Banco Central e o Tesouro	50
II.4.3. O setor externo.....	52
II.4.4. Prescrições de política	54
II.4.5. Conclusão	56
II.5. Conclusão	59
CAPÍTULO III – O ESPAÇO FISCAL E MONETÁRIO NO BRASIL	61
III.1.1. A relação entre o Banco Central e o Tesouro.....	61
III.1.2. O mercado de títulos	62
III.1.3. Senhoriagem.....	66
III.1.4. Dívida Pública.....	68
III.1.5. Taxa de juros	71
III.1.6. Restrição externa.....	74
III.2. Conclusão.....	74
CONCLUSÃO.....	77
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	81

INTRODUÇÃO

O Brasil vive, ainda hoje, as consequências de sua mais longa recessão, e sua recuperação mais lenta. O discurso hegemônico é de que o governo não tem espaço fiscal para estimular a economia, os juros já caíram, junto com a inflação – que se situa, de modo inédito, largamente abaixo da meta do Banco Central – e o cenário externo se torna cada vez mais desafiador, com notícias de desaceleração econômica e guerra comercial entre EUA e China, as maiores economias do mundo e maiores parceiros do Brasil. Os suspeitos de sempre, portanto, de terem tirado o país de suas crises no passado, parecem ausentes desta vez. Aqui a situação é mais urgente, mas o problema crônico do baixo crescimento assola o mundo desenvolvido desde o fim dos anos 70, com o esgotamento do modelo europeu social-democrata de Estado de bem-estar social, conjugado com valorização real dos salários, bons empregos industriais e crescimento da classe média. O caso americano, apesar de contar com uma menor rede de proteção social, colheu os maiores frutos da industrialização, aliada a uma classe média consumidora pujante. O crescimento dos anos 80, baseado no modelo neoliberal de desregulamentação e – pode-se dizer – financeirização, esgotou-se também, de modo súbito, em 2008, com a crise global iniciada nos EUA. O que se seguiu ainda é – e será, certamente, por muito tempo – objeto de análise, mas, sem dúvida, apoiou-se fortemente em um elemento, até então, quase inédito: o excesso de liquidez com taxas de juros em seu limite inferior (“*zero lower bound*”), resultando em taxas reais negativas. Esse rápido movimento salvou o mercado financeiro americano do colapso e, conseqüentemente, o global, graças à orientação – e espaço de política (*policy space*) – do Fed, o banco central americano, que, através do QE (*Quantitative Easing*) expandiu seu balanço e, por seu turno, a liquidez dos mercados, em mais de dez vezes, permitindo a retomada da economia americana para um deus mais longos ciclos de crescimento da história. O mesmo não pôde ser dito do Banco Central Europeu (BCE), quando da crise da zona do Euro em 2011, ainda sob os efeitos desestruturantes de 2008 no sistema financeiro internacional. O BCE não tinha o espaço de política do Fed, imaginava-se, visto que os países do Euro haviam cedido sua soberania monetária, e que socorrer uma ou outra economia individualmente não era politicamente defensável. A Grécia, o elo mais fraco da cadeia, sofre as consequências até hoje, quase uma década depois – tendo tomado medidas tão “austeras” quanto cortar as aposentadorias daqueles já aposentados – porque não tinha instrumentos, nem a política monetária, nas mãos do BCE; nem a cambial, também por causa do Euro; e nem a

política fiscal, porque o governo não tinha recursos e, nesse contexto, não tinha de onde consegui-los. Os títulos públicos gregos sofrem concorrência direta dos títulos alemães, ambos em Euro, o que leva o custo de financiamento grego a patamares proibitivos¹. O resumo dessa história é que – embora hoje o BCE também tenha uma política altamente acomodatória e juros praticamente zero – o problema grego, *mutatis mutandis*, representa a contraface da solução americana. A política fiscal grega se tornou inviável, na medida em que a política monetária deixou de existir.

Essa linha argumentativa, levada ao extremo, implicaria dizer que o problema é não poder imprimir dinheiro, o que, todo o manual de macroeconomia, normalmente no primeiro capítulo², adverte, gerará inflação. O objetivo desse trabalho é discutir exatamente a restrição financeira do governo, suas causas fundamentais (adiantando, a taxa de juros), condições, e implicações para as políticas monetária e fiscal. O fio condutor do argumento foi colocado no debate econômico brasileiro atual por André Lara Resende (2019), que, com sua originalidade característica, trouxe (de volta) um arcabouço teórico, no mínimo, interessante, para discutir a questão global crônica posta, e, também, o caso brasileiro urgente.

A tese que se coloca, a partir da *Modern Money Theory* (MMT), é de que o governo monetariamente soberano não tem restrição financeira, vale dizer, sempre pode fazer seus pagamentos, porque, no limite, basta fazer um lançamento a crédito na conta que os bancos comerciais mantêm no Banco Central. Certamente parece excessivo, mas, o que a experiência mostra, é que o nível de endividamento público *per se* quer dizer muito pouco. Dependendo da trajetória (e do tamanho) da conta de juros, os efeitos podem ser pouco relevantes. Resgatando pontos das Finanças Funcionais de Lerner (1943), se os agentes gastam os juros, então isso aquece a economia e o governo precisa gastar menos, para levar a demanda agregada para o potencial; já se não gastam, então o efeito sobre a atividade é pouco relevante e o governo precisa atuar fechando esse hiato do produto.

Sem desenvolver excessivamente o argumento anterior, o questionamento mais óbvio é a preocupação, particularmente no caso brasileiro, sobre a trajetória do endividamento público, que é, de fato, uma questão central e que depende, fundamentalmente, da taxa básica de juros, que baliza o custo do carregamento da dívida. Não por acaso, o texto motivador do

¹ O que não quer dizer que as taxas de juros em Dracma, a antiga moeda grega, seriam baixas, mas: primeiro, o câmbio segrega os mercados e, segundo, o governo grego poderia se financiar independentemente da taxa de juros, visto que teria um banco central capaz de acomodar a oferta de títulos públicos. Essa possibilidade é devidamente explorada pela MMT.

² Ver MANKW, N. G. **Principles of macroeconomics**. Cengage Learning, 2006.

próprio Lara Resende (2019) foi a palestra de Blanchard (2019) à *American Economic Association* (AEA) exatamente sobre o custo da dívida pública americana nos últimos 60 anos, e – já adiantando algumas conclusões – como não foi, de fato, um custo.

Assim, o trabalho começa revisando uma literatura clássica do *mainstream* econômico sobre a interdependência entre política monetária e fiscal – que se manifesta via dívida pública – no artigo seminal de Sargent e Wallace (1981). Avança em seguida para a proposição da Equivalência Ricardiana, o caso polar da irrelevância da política fiscal e seu conjunto de hipóteses, a partir do texto clássico de Barro (1974). Depois, com a Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP) de Woodford (1995) e outros, avança-se, não apenas na interdependência entre as políticas, mas na forte relação da política fiscal sobre o nível de preços. O primeiro capítulo termina expandindo o argumento de dominância fiscal para uma economia aberta, isto é, sob quais condições e porque a política monetária passa a ser ineficaz e contraproducente, baseando-se em uma clara e concisa exposição de Blanchard (2004).

A interdependência das políticas, combinada com as possíveis falhas da política monetária em controlar a inflação – papel que a política fiscal, pelo menos em pleno emprego, parece ser capaz de desempenhar, via demanda agregada – aponta, no contexto do argumento sendo construído, para a necessidade de análise da política monetária, mais especificamente a taxa de juros *vis-à-vis* a dívida pública, sendo um canal fundamental para os contextos de falência da política monetária nos modelos.

No capítulo 2, retorna-se ao modelo de gerações sobrepostas de Samuelson (1958)³, em uma clara exposição de Weil (2008), para discutir a dinâmica da dívida pública e seus efeitos, a partir das diferentes taxas de juros. Sobre possibilidade de uma dívida sem custo fiscal – na medida em que o crescimento fosse consistentemente superior aos juros, o caso das chamadas economias Samuelsonianas – Blanchard (2019), em sua palestra à AEA, aponta que esse suposto “raro” e “ineficiente” caso foi, de fato, a economia americana nas últimas décadas e, certamente, é hoje o de boa parte do mundo desenvolvido. Blanchard expande a análise fiscal para as importantes considerações sobre os possíveis efeitos no bem-estar social dessas políticas. Dessa forma, o presente trabalho segue, tendo endereçado a questão da taxa de juros, em linha com Lara Resende (2019), afirmando que o juro de longo prazo deveria estar sempre abaixo da taxa de crescimento potencial, de modo a criar espaço para um endividamento sem custo fiscal que possa, quando necessário, contribuir para levar a economia ao pleno emprego,

³ Utilizado por Sargent e Wallace (1981) e Barro (1974).

e evitar a adoção automática do Regime de Metas de Inflação (RMI)⁴, que, no Brasil, principalmente, entregou desinflações às custas de juros reais muito elevados, quando, possivelmente, como indicado no capítulo 1, a política fiscal pode ser mais eficiente.

Depois, portanto, discute-se, finalmente, a MMT, que – com uma política fiscal ativa e eficaz, e uma taxa de juros abaixo do crescimento – não vê qualquer restrição financeira do governo (apenas as da realidade) na formulação e persecução de políticas voltadas ao pleno emprego. Estas são devidamente expostas, com uma série de ressalvas posteriores. A percepção, entretanto, resgatada de Lerner (1943), de que a política pública tem de atender às necessidades da economia e não estar presa a dogmas é certamente positiva.

O terceiro e último capítulo traz alguns dados da economia brasileira, a fim de localizar o país dentro desse arcabouço construído, e expor as dificuldades que se apresentam em relação à sua adoção. Mais do que isso, também se avaliam as trajetórias passadas dos principais indicadores macroeconômicos, considerando essa concepção. Adota-se como base uma análise abertamente favorável à MMT para discutir a operacionalidade das políticas do Banco Central e Tesouro, que traz noções de funcionamento do sistema, ocasionalmente, deixadas de lado, mas que se mostram esclarecedoras.

Em resumo, busca-se apresentar alternativas ao que se coloca hoje como constrangimento absoluto da capacidade do governo brasileiro de tomar medidas mais efetivas para a superação da estagnação econômica. As propostas, por não serem de fato o objetivo do trabalho – que foi a análise dessa possível alternativa trazida por Lara Resende (2019) – encontram-se em nível de princípios básicos do que se considera que seria inequivocamente desejável.

⁴ Nos países desenvolvidos esse não é um problema: a inflação segue persistentemente baixa.

CAPÍTULO I – A INTERDEPENDÊNCIA ENTRE AS POLÍTICAS MOENTÁRIA E FISCAL

O objetivo deste capítulo é apresentar, de modo sintético, os principais argumentos dentro do *mainstream* macroeconômico relacionados à política fiscal, cuja consequência direta é a dinâmica da dívida pública, e à política monetária, cuja função por excelência tornou-se o controle da inflação, e sua indissociabilidade. A partir de um mapeamento das hipóteses e limites de cada análise, espera-se demonstrar essa interdependência e, mais ainda, a possível expansão do campo de atuação da política fiscal, e sua consequência para a política monetária.

Tomar-se-á como base três artigos seminais, nesta ordem: *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic* (SARGENT & WALLACE, 1981); *Are Government Bonds Net Wealth?* (BARRO, 1974) e *Price level determinacy without the control of a monetary aggregate* (WOODFORD, 1995); que correspondem, respectivamente, a uma crítica ao monetarismo tradicional, mas a partir de um modelo monetarista; ao argumento da Equivalência Ricardiana, que ganha espaço no debate acadêmico com o pensamento Novo-Clássico; e à Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP), construída, pelo seu menor distanciamento temporal, dentro do Novo-Consenso (ou *mainstream* macroeconômico). A quarta seção traz implicações para a economia aberta, particularmente em dominância fiscal, em uma clara e concisa exposição de Blanchard (2004); e, ao final, um breve resumo do conjunto é apresentado.

I.1. Modelo monetarista

Para uma orientação mais clara da leitura, busca-se demonstrar, a partir de Sargent e Wallace (1981), que as políticas monetária e fiscal precisam ser coordenadas, e não são, portanto, independentes, como é comumente propalado. Trata-se, de fato, de um resultado limite de um modelo monetarista: se a política fiscal tenta empurrar a economia para além do pleno emprego, o resultado – devido à necessidade da política monetária de expandir a oferta de moeda por conta excesso de endividamento público – é inflação, e, mais ainda, tentativas da política monetária de conter esse processo, i.e., contração da oferta de moeda, gerarão, no limite, mais inflação do que se fosse adotada uma política acomodatória. Como uma contração da oferta de moeda, no modelo, implica em elevação da taxa de juros, esse resultado é facilmente transposto para o Regime de Metas de Inflação (RMI), em que a taxa de juros é

fixada exogenamente e a oferta de moeda se ajusta, visto que uma política restritiva nesse caso seria, justamente, a elevação dos juros.

I.1.1. O modelo

O artigo de Sargent e Wallace (1981) busca responder à seguinte pergunta: em uma economia monetarista – em que o nível de preços está ligado à base monetária, e a autoridade monetária pode aumentar a senhoriagem⁵ – sob quais condições a política monetária, entendida como operações de mercado aberto, perde a capacidade de, no longo prazo, controlar a inflação? Os autores estão aqui, curiosamente, também dialogando com um discurso à AEA, em particular, o de Milton Friedman (1968), alertando sobre as limitações da política monetária em influenciar variáveis reais no longo prazo, capaz apenas de controlar a inflação (SARGENT & WALLACE, 1981, p. 1). E é justamente esse último ponto a ser questionado. Para isso, apresentam um modelo monetarista com três premissas centrais (Ibid., p. 2):

- a. Uma taxa de crescimento constante para o produto real e a população;
- b. Uma taxa de juros real constante sobre os títulos públicos superior à taxa de crescimento;
- c. Uma teoria quantitativa da demanda por base monetária com velocidade de renda constante⁶.

Desse modo, a economia descrita tem as propriedades monetaristas de as variáveis reais serem independentes da política monetária (a e b), e da relação funcional entre o nível de preços e a base monetária (c).

Além disso, a demanda por títulos públicos (i.e., dívida do governo) implica em restrições ao endividamento de duas formas: existe um limite sobre o estoque real de títulos em poder do público em relação ao tamanho da economia⁷; e, a partir de certo ponto, um aumento do endividamento do governo eleva os juros sobre os títulos públicos. O efeito dessas limitações sobre a política monetária dependerá do que o artigo chama de coordenação entre políticas, em outras palavras, qual é dominante (SARGENT & WALLACE, 1981, p. 1).

⁵ Na prática, operações de mercado aberto, que, ao retirar do público títulos do governo e substituí-los por moeda, elevam a base monetária e alteram a proporção entre moeda e títulos detidos pelos agentes econômicos. Em outras palavras, política monetária acomodatória.

⁶ $M^d = 1/v PY$

⁷ De fato, em um horizonte de tempo infinito, o estoque inicial de títulos em poder do público é irrelevante e a análise passa para a alocação de portfólio dos agentes a cada período, ou seja, quanto consumir e quanto poupar, em particular, sob a forma de títulos públicos. Existe um evidente limite para essa proporção e, na ausência de acomodações monetárias, essa é uma restrição forte.

No caso de dominância monetária, essa autoridade anuncia sua política primeiro⁸, o que, em uma economia monetarista, significa os estoques futuros de base monetária, ou, alternativamente, sua taxa de expansão, e, dessa forma, a autoridade fiscal precisa, sabendo quanto dos seus gastos serão acomodados pela expansão da base monetária (ou senhoriagem), calibrar seus déficits, que necessariamente deverão ser financiados via emissão de dívida, e superávits, de modo a garantir uma trajetória sustentável dos gastos públicos (SARGENT & WALLACE, p. 2). Sob essa coordenação, a autoridade monetária controla a inflação, conforme premissa c.

Por outro lado, em dominância fiscal, o governo anuncia seu fluxo futuro de déficits e superávits e cabe à autoridade monetária ajustar a combinação dos passivos do governo entre moeda (base monetária) e dívida para financiar esses gastos. Não é impossível para a política monetária ser bem-sucedida, mas apenas se o governo estiver mantendo o orçamento equilibrado, de modo a permitir à autoridade monetária controlar o crescimento da base monetária. Alternativamente, suponha que o governo incorre em déficit em um determinado período. Se este for financiado via dívida, é preciso que haja um superávit futuro para compensá-la, pois, na medida em que a taxa de juros sobre esses títulos é superior à taxa de crescimento da economia, o serviço da dívida é superior ao crescimento da base monetária que não geraria inflação, equivalente ao crescimento do produto. Na ausência de superávits em magnitude suficiente, e sem acomodação da autoridade monetária, a dívida entra em trajetória crescente, e, pelos limites ao endividamento do governo apresentados, ou a dívida teria uma participação insustentável no PIB (Produto Interno Bruto), ou a taxa de juros sobre os títulos aumentaria⁹ (pois o governo não poderia se financiar à taxa corrente), o que acelera a trajetória da dívida rumo à insustentabilidade. No limite, a autoridade monetária tem de acomodar, via expansão da base monetária, todo o déficit do governo, que atingiu o limite do seu endividamento, sob pena de insolvência, e o resultado é inflação (Ibid., p. 2).

Portanto, em dominância fiscal, a política monetária não tem liberdade para controlar a inflação – pois menos inflação no presente, implicará em mais inflação no futuro – e, mais do que isso, os autores demonstram que a política mais adequada a combater a inflação é, contraintuitivamente, acomodatória¹⁰, visto que, quanto maior a expansão da base monetária, menor a necessidade de emissão de dívida, e, como a primeira não paga juros, menor a pressão sobre os resultados fiscais (déficits ou superávits) do governo. A intuição, devidamente

⁸ Dito de outra forma, de modo independente da política fiscal.

⁹ O que violaria, inclusive, a premissa b.

¹⁰ “*Loose Monetary Policy*” (SARGENT & WALLACE, 1981, p. 6)

apresentada pelo modelo, é que quanto maior acomodação agora, menor esta precisará ser no futuro, pela redução do serviço da dívida, para uma dada sequência de resultados fiscais.

Aprofundando o argumento, o artigo assume expectativas racionais¹¹, e incorpora os futuros estoques de base monetária à sua função de expectativas de inflação, de modo que os agentes podem prever adequadamente o resultado da política monetária sobre a inflação futura. Assim, tentativas no presente de controlar a inflação, por terem o efeito de elevá-la no futuro, em dominância fiscal, ao serem imediatamente incorporadas pelos agentes em suas expectativas¹², terão efeito imediato sobre a inflação corrente, minando o objetivo, ainda que temporário, da autoridade monetária de controlar a inflação. Dito de outra forma, uma política monetária restritiva hoje, implica em maior inflação, não apenas no futuro, mas hoje também (SARGENT & WALLACE, 1981, p. 5).

I.1.2. Conclusão

Em sua conclusão, os autores reconhecem explicitamente que duas hipóteses cruciais foram utilizadas: a de que a taxa de juros é superior ao crescimento da economia (Ibid., p. 6) (premissa b do modelo); e a de que a política fiscal é independente, e seus resultados (déficits e superávits) são dados (Ibid., p. 7). A primeira foi adotada para dialogar com proponentes de políticas monetárias restritivas independentemente do déficit¹³, mas que, em sendo abandonada, contemplaria uma relação entre taxa de juros da dívida pública e a política monetária, algum teto para a demanda per capita por títulos em poder do público, e alguma faixa de nível de endividamento público em que a taxa de juros é inferior à de crescimento.¹⁴ O resultado de que uma política monetária suficientemente restritiva, salientam os autores, elevando a dívida pública de modo a gerar uma maior inflação futura do que aquela sob uma política monetária mais frouxa (acomodatícia), se mantém. Sobre a segunda hipótese, ressalta-se que, ao contrário da primeira, esta não depende das preferências dos agentes, mas de qual tipo de jogo – vale dizer, esquema de coordenação – as autoridades, monetária e fiscal, estão jogando, e quem se move primeiro, conformando o segundo às suas decisões. “*Since the monetary authority affects the extent to which seignorage is exploited as a revenue source, monetary and fiscal policies simply have to be coordinated.*” (SARGENT & WALLACE, 1981, p. 6)

¹¹ No caso de um modelo não estocástico, como o utilizado, isso equivale à informação perfeita (Ibid., p. 4)

¹² Trata-se, intuitivamente, de um processo de *backward induction*, comum em modelos de expectativas racionais.

¹³ “*We have made that assumption because it seems to be maintained by many of those who argue for a low rate of growth of money no matter how big the current deficit is*” (Ibid., p. 6)

¹⁴ É interessante notar que existe o reconhecimento da possibilidade de senhoriagem com títulos públicos, em outras palavras, dívida sem custo fiscal (Ibid., p. 6): “*...for some monetary policies entailing low enough bond supplies, seignorage can be earned on bonds as well as on base money.*”

I.2. Modelo Novo-Clássico: a Equivalência Ricardiana

Com o propósito de colocar de modo estruturado o que ficou conhecido na literatura como pensamento Novo-Clássico (SNOWDON & VANE, 2005, p. 223), em particular, a chamada Equivalência Ricardiana¹⁵ (Ibid., p. 112), de grande relevância para a discussão aqui proposta, na medida em que seu célebre resultado de irrelevância do endividamento público constitui o contraponto quase total ao argumento deste trabalho. Apresentar-se-á, portanto, de modo amplo, principais conclusões do artigo referência de Robert J. Barro (1974) a esse respeito: “*Are Government Bonds Net Wealth?*”. A fim de notar, posteriormente, os pontos de divergência e convergência entre os argumentos.

O objetivo do artigo, como indicado por seu título, é avaliar se a emissão de dívida por parte do governo, isto é, como forma de arrecadação para financiar seus gastos, em oposição a um aumento de impostos¹⁶, representa uma elevação da riqueza líquida (*net wealth*) da economia. Em outras palavras, se uma expansão dos gastos do governo, via dívida pública, representa uma expansão da demanda agregada da economia, ou, a hipótese alternativa, se o aumento da demanda do governo será inteiramente compensado pela redução do consumo do setor privado, na medida em que este incorpora a suas expectativas a elevação de impostos necessária para o pagamento no futuro da dívida emitida (BARRO, 1974, p. 1096).

Algumas considerações sobre as premissas adotadas são, contudo, pertinentes. O modelo, notadamente Novo-Clássico, analisa situações de equilíbrio competitivo. Os agentes são idênticos, racionais e otimizadores; têm informação perfeita, inclusive sobre o futuro; e a moeda, tampouco, está presente¹⁷. Falhas de mercado, desemprego e produto abaixo do potencial são, portanto, não-temas. Dentro desse conjunto restritivo de hipóteses, Barro (1974) transforma um modelo de gerações sobrepostas em um de vidas infinitas, através de transferências intergeracionais, para apontar que o endividamento público não tem efeito sobre qualquer variável econômica. É importante, entretanto, chamar atenção antecipada para os casos de falência desse resultado: ausência de transferências intergeracionais, seja por preferências dos agentes, seja por custos de transação elevados, taxa de juros abaixo da de

¹⁵ Apesar de não fazer referência ao termo em seu artigo.

¹⁶ Sobre estes não há dúvida que, em um orçamento equilibrado e desconsiderando os efeitos distributivos da taxação, representam uma troca equivalente: cada unidade monetária retirada do setor privado é gasta pelo setor público.

¹⁷ Trata-se da hipótese Novo-Clássica de “*superneutrality*”. Ver, a seguir, a exposição de Woodford (1995).

crescimento (“ineficiência” econômica); e indivíduos com diferentes taxas de desconto intertemporal – todos tratados pelo próprio Barro (1974).

I.2.1. O modelo

Barro (1974) reconhece que existem posições divergentes sobre o tema. Por um lado, Tobin (1971, p. 91 apud BARRO, 1974, p. 1096), em artigo originalmente publicado em 1952, argumenta: *“How is it possible that society merely by the device of incurring a debt to itself can deceive itself into believing that it is wealthier? Do not the additional taxes which are necessary to carry the interest charges reduce the value of other components of private wealth?”*. Do outro, Barro (1974, p. 1096) admite que a maioria das análises sobre endividamento público não defende especificamente essa posição: *“This [analysis] includes government bonds as a net asset to the public. We are aware of, but not persuaded by, the arguments which hold that such bonds are not seen as net worth by individuals because of the implied future tax liability.”* (BLINDER & SOLOW, 1973, p. 325, n. 8 apud BARRO, 1974, p. 1096)

Duas linhas argumentativas para o efeito compensatório da redução de consumo do setor privado ser apenas parcial são apresentadas (BARRO, 1974, p. 1096-1097): a primeira, baseada em agentes com vidas finitas, sugere que o horizonte temporal relevante para a expectativa de impostos futuros é inferior ao prazo de vencimento dos títulos públicos¹⁸; a segunda apoia-se em mercados de capitais imperfeitos, de modo que a taxa de desconto relevante para os impostos é superior àquela do pagamento de juros¹⁹, permitindo um valor presente líquido (VPL) positivo, mesmo em um modelo em que os agentes têm vidas infinitas. (Ibid., p. 1097-1098)

Para discutir essas implicações, o modelo adotado é, não por acaso, uma versão do modelo de Samuelson (1958) de gerações sobrepostas. Assume-se que, por simplicidade, os agentes são idênticos e vivem apenas dois períodos²⁰ (juventude e velhice)²¹. A cada período, decidem quanto consumir e quanto poupar (considerando que toda a poupança é mantida sob a forma de ativos financeiros²²), com o objetivo de maximizar sua função utilidade, que tem como

¹⁸ Assim, dois fluxos equivalentes de impostos e pagamentos de juros terão um valor presente líquido (VPL) positivo

¹⁹ Cf. nota anterior.

²⁰ Um deles, evidentemente, sobreposto, isto é, os jovens da geração 2 convivem com os velhos da geração 1 e assim sucessivamente.

²¹ Outras hipóteses menos centrais incluem a existência um único bem, produzido através de capital e trabalho por uma função com retornos constantes de escala, em que o modelo se equilibra igualando o produto marginal de trabalho e capital às respectivas taxas de salário e juros. Adicionalmente, não há crescimento (econômico ou populacional) e tampouco mudanças tecnológicas. (BARRO, 1974, p. 1098)

²² Homogêneos e equivalentes ao estoque de bens de capital da economia, de modo que a taxa de juros, em equilíbrio, é igual à eficiência marginal do capital (BARRO, 1974, p. 1101). Assume-se, implicitamente, a inexistência de moeda, ou, no mínimo, sua irrelevância, seguindo, evidentemente, a linha Novo-Clássica.

argumentos o consumo ao longo da vida, jovem e velho, e a utilidade de seus descendentes diretos, ou seja, da geração seguinte (BARRO, 1974, p. 1099-1100). Esta, por sua vez, tem como única variável relevante²³ a dotação inicial, determinada pelo montante legado pela geração anterior. É fundamental para todas as conclusões subsequentes que haja solidariedade intergeracional²⁴.

Introduz-se então a emissão de títulos públicos²⁵, por simplicidade, de um único período, com a totalidade do montante arrecadado sendo transferida para a geração mais velha naquele momento²⁶ e os juros e principal a serem pagos, cobrados da geração seguinte, respectivamente, quando jovem e depois mais velha sob a forma de impostos – sempre assumidos como *lump-sum*, quando não especificado o contrário, a fim de não gerar distorções distributivas –, de modo que os efeitos do endividamento do governo estão restritos a duas gerações (Ibid., p. 1101-1102). Se aquela que recebe o recurso advindo da emissão de títulos tivesse decidido, *a priori*, como escolha ótima, legar uma certa dotação à geração seguinte de modo a afetar positivamente utilidade desta e, por conseguinte, a sua própria, então, sabendo que o imposto adicional causado pela dívida pública reduzirá a renda disponível, o consumo, logo, a utilidade da geração seguinte e, por consequência, a sua própria, o caminho racional otimizador, assumido no modelo, leva a um incremento do montante legado à geração seguinte²⁷ a fim de compensar exatamente a perda de renda disponível decorrente da taxa necessária em função do aumento do endividamento do governo (Ibid., p. 1103).

Algumas exceções incluem, por exemplo, se, contudo, o montante ótimo que se desejasse legar à geração seguinte fosse zero, e mais ainda, negativo, se possível. Nesse caso, de fato, a dívida pública criaria espaço para que o membro da geração que recebeu o recurso elevasse o seu consumo às custas da redução do consumo da geração seguinte. Sob tais circunstâncias, haveria um excesso de oferta no mercado de ativos financeiros²⁸, o que levaria a uma elevação da taxa de juros, e reduziria a formação bruta de capital fixo (investimento),

²³ Considerando dados o salário, as preferências e a taxa de juros.

²⁴ O caso de uma doação dos mais jovens para os mais velhos, no sentido contrário ao exposto, não altera a lógica do argumento (Ibid., p. 1104).

²⁵ Supõe-se que estes são substitutos perfeitos para os outros ativos financeiros da economia (Ibid., p. 1101), havendo, portanto, uma substituição de ativos privados em favor de títulos públicos, partindo de uma situação de equilíbrio, a ser compensada, *ex-post*, pela elevação da poupança, mantendo, assim, a taxa de juros inalterada.

²⁶ Permitir que parte fosse transferida para os jovens não alteraria as conclusões (Ibid., p. 1102).

²⁷ Isso é possível sem alterar o consumo da geração mais velha exatamente porque esta recebeu uma dotação a mais oriunda exatamente da emissão de títulos públicos.

²⁸ Na medida em que o recurso oriundo da emissão de títulos, ao invés de retornar ao mercado de ativos financeiros através do incremento no montante legado às gerações futuras, detido, necessariamente, sob essa forma, iria para consumo.

representando um efeito real²⁹ do endividamento público como o descrito por Modigliani (1961 apud BARRO, 1974, p. 1103)³⁰. Uma possibilidade a ser considerada é a heterogeneidade dos agentes, caso em que o efeito real do endividamento público dependeria da proporção de indivíduos que desejariam legar “dívidas”³¹ à geração seguinte (Ibid., p.1104). Outra possibilidade de interpretação das transferências intergeracionais poderia tomar a forma de gastos da geração mais velha em benefício da mais jovem durante o período de sobreposição, como, por exemplo, em educação superior. É necessário, no entanto, que esses gastos não estejam atrelados a algum nível de consumo de um bem específico diferente da escolha ótima da geração mais jovem, situação em que os resultados iniciais não se manteriam (Ibid., p.1104).

A extensão lógica ao modelo apresentado é aplicá-lo para n gerações, em que a n -ésima geração finalmente tem que arcar com o pagamento da dívida pública, enquanto as anteriores são taxadas apenas no montante necessário para arcar com os juros dos títulos. Raciocinando a partir do fim para o início, a geração $n-1$, eleva o montante legado à geração n , a fim de que esta, após a tributação para encerrar a dívida pública, tenha uma dotação que a coloque no nível de consumo ótimo como se não houvesse endividamento do governo. A geração $n-2$ age analogamente à geração $n-1$ e assim por diante. Novamente o ponto crucial é a hipótese de que a dívida será paga em algum momento do tempo.

Entretanto, se n tende a infinito³², a relevância do principal, considerando o nível do endividamento público constante, seria desprezível. A grande questão, no entanto, é justamente a possibilidade de crescimento da dívida pública no tempo. Assumindo que esta fosse limitada pela capacidade do governo de financiar o serviço da dívida via impostos, seu aumento estaria limitado exatamente pela taxa de crescimento da economia (g), que, em última análise, determina a taxa de crescimento dos impostos³³, e pela taxa de juros sobre a dívida (r), que deve ser maior do que g . O argumento para essa conclusão reside no fato de que economias com $g > r$ seriam ineficientes, pois teriam excesso de estoque de capital em relação ao nível da regra de ouro (Diamond, 1965). É possível que o equilíbrio se situe nessa região, mas, em um modelo em que os agentes tem vidas infinitas e sua utilidade é descontada, i.e., trazida a valor presente, (e.g. Koopmans, 1965) isso não seria possível. Dito de outra forma, o modelo garante eficiência, e, como através de transferências intergeracionais, o modelo (apresentado) de gerações

²⁹ Em oposição ao ajuste intergeracional de portfólio (entre renda e riqueza) descrito no modelo inicial.

³⁰ Não se considera o caso do uso do endividamento público para investimento nessa situação.

³¹ Nas palavras de Barro (1974, p.74): “*to ‘go out’ insolvent*”.

³² Como parece ser o caso da humanidade, ou, pelo menos, como gostamos de pensar, isto é, não parecem existir muitas decisões que levem em consideração a nossa extinção em algum momento futuro.

³³ Independentemente do nível da alíquota.

sobrepostas, efetivamente se comporta como um modelo de vidas infinitas, isto é, o efeito real do endividamento público é zero, $g < r$ seria garantido, e o endividamento infinito do governo seria descartado (BARRO, 1974, p. 1105). O capítulo 2 retoma o modelo de gerações sobrepostas de Samuelson (1958) para discutir exatamente os casos de falência dessa conclusão.

É fundamental perceber que a condição suficiente para que a dívida pública não tenha nenhum impacto real sobre a economia é que a alocação ótima do montante legado à geração seguinte seja positiva. Não é, portanto, necessário que os agentes considerem a utilidade de nenhuma geração, além da imediatamente seguinte, em sua decisão, tampouco, que valorem o consumo da geração futura do mesmo que o seu próprio³⁴. Desde que haja transferências intergeracionais, todas gerações se conectam por meio dessa cadeia (Ibid., p. 1106).

I.2.2. Extensões do modelo

Três extensões ao modelo de gerações sobrepostas de Barro (1974, p.1107-1108) são consideradas: arranjos previdenciários, impostos sobre herança, e custos de transação. As primeiras duas mantêm exatamente a mesma lógica do endividamento público, qual seja, o governo promove uma mudança alocativa intergeracional que não havia sido escolhida como ótima inicialmente. A primeira transfere, imediatamente, recursos dos jovens para os velhos, que, por sua vez, apenas incrementam a herança legada. A segunda tem a ligeira diferença do governo cobrar impostos dos velhos e transferi-los aos jovens, de modo que, novamente, basta um ajuste do montante legado.

A presença de custos de transação na cobrança e transferência de tributos, entretanto, tem a diferença crucial de gerar uma perda líquida de bem-estar (*dead-weight-loss*). Para um dado montante legado, menos é recebido pela geração seguinte, sem que essa redução tenha qualquer contrapartida, vale dizer, “não vai para ninguém”. Isso torna as heranças menos prováveis, i.e., para um custo suficientemente alto, não ocorrerão, mas, na medida em que aconteçam, os resultados básicos se mantêm.

I.2.3. Conclusão

Em resumo, o artigo demonstrou que, se se assume as hipóteses cruciais de que a dívida pública precisa ser de fato liquidada em algum momento, e os agentes são capazes de levar em consideração em suas expectativas os futuros aumentos de impostos para isso, o efeito do endividamento público sobre variáveis reais é nulo. Também se demonstrou que essa

³⁴ É necessário, contudo, que conheçam a função utilidade da geração seguinte de modo a compreender os impactos precisos da elevação da carga tributária para financiar a dívida pública e fazer o ajuste no montante legado.

conclusão é perfeitamente compatível com agentes de vidas finitas, através do modelo de gerações sobrepostas apresentado, desde que exista algum mecanismo de solidariedade intergeracional, isto é, a geração 1 deriva utilidade do consumo da geração 2 (o contrário também é possível) e conhece sua função utilidade e seus parâmetros, de modo que, sob essas circunstâncias, os agentes se comportam como se tivessem vidas infinitas. Arranjos previdenciários e impostos sobre heranças – cujas receitas são transferidas à geração seguinte àquela tributada (BARRO, 1974, p. 1108) – também não alteram essas conclusões. Custos de transação tornam transferências intergeracionais menos prováveis, mas, na medida, em que continuem acontecendo, o resultado básico se mantém válido.

O caso de indivíduos com diferentes taxas de desconto – ainda que não tenha sido formalmente exposto, por fugir do argumento central deste trabalho, e abandonar o modelo de gerações sobrepostas para isso – abre espaço para que o governo, através da emissão de títulos, funcione essencialmente como intermediário para empréstimos de agentes com baixa taxa de desconto para aqueles com alta taxa de desconto. O argumento de eficiência sugere, no entanto, que o governo se endividaria até esgotar os ganhos para a sociedade, de modo que, na margem, o efeito de dívida adicional seria nulo (BARRO, 1974, p. 1112). O mesmo argumento de eficiência é empregado no caso em os títulos públicos proveem “serviços de liquidez”. Assumindo um custo e um benefício marginal para esses serviços, a solução eficiente seria a provisão até o nível em que o efeito marginal fosse zero (BARRO, 1974, p. 1113). As implicações desse resultado são amplas. De acordo com Barro (1974, p. 1116): i) alterações do estoque de moeda seriam neutras; ii) mudanças no estoque de títulos públicos não teria efeito sobre a formação bruta de capital fixo (investimento); iii) e alterações na gestão do passivo do governo (entre impostos e dívida) não teria qualquer efeito sobre as variáveis reais da economia i.e., demanda agregada, taxa de juros e investimento.

É claro que o argumento contrafactual às conclusões de Barro (1974) é igualmente pertinente. Existem, mesmo dentro do conjunto restritivo de hipóteses do modelo, espaços para que a dívida pública tenha efeito, seja transferindo recursos entre indivíduos com diferentes taxas de desconto, caso que parece bastante plausível do mundo real, bem como a provisão de serviços de liquidez. É verdade que, em equilíbrio, todos esses ajustes já teriam sido feitos, mas, fora dele, claramente existem funções reconhecidas por Barro (1974). A ausência de moeda, e a condição de que a taxa de juros seja maior do que a de crescimento ($r > g$), certamente também são cruciais. A primeira será endereçada, a seguir, por Woodford (1995); a segunda, retomada no capítulo 2.

I.3. A Teoria Fiscal do Nível de Preços

Com o propósito de avançar no argumento teórico, particularmente da interdependência das políticas (monetária e fiscal) do governo, Woodford (1995) expõe uma Teoria Fiscal do Nível de Preços (TNFP)³⁵, isto é, de que a política fiscal é a variável determinante para o nível de preços de equilíbrio, ao contrário da abordagem de Barro (1974), que não trata da inflação em absoluto (visto que seu modelo não tem moeda); ou mesmo da de Sargent e Wallace (1981), que apresenta uma correlação com a questão fiscal, mas ainda deriva a inflação do aumento da oferta de moeda.

O argumento intuitivo básico de Woodford (1995) é que a política fiscal, entendida como gastos, tributação e/ou emissão de dívida, ao afetar o balanço do governo (ativos e passivos) e impactar, conseqüentemente, o balanço do setor privado, visto que todo passivo do governo é um ativo do público, impacta a demanda dos agentes, via efeito riqueza, o que então afeta o nível de preços³⁶. Se, por exemplo, há uma elevação do nível de preços³⁷, o valor real dos ativos líquidos³⁸ do setor privado, ou, de modo equivalente, dos passivos do governo, diminui, o que, via efeito riqueza direto, reduz o consumo, de modo retornar ao equilíbrio, em que demanda agregada iguala oferta agregada. (WOODFORD, 1995, p. 2)

Sua construção também se baseia em agentes racionais otimizadores, o que o próprio Woodford (1995) reconhece como sendo seu mérito, isto é, demonstrar um processo inflacionário baseado na elevação do passivo do governo, i.e., base monetária e dívida, – compreendida aqui, no sentido de Barro (1974), como riqueza líquida – sem depender de irracionalidade, erro expectacional, ou limitações de horizonte temporal relevante. Apesar da análise ser feita em equilíbrio, no qual o efeito da política fiscal recai integralmente sobre o nível de preços, Woodford (1995) também faz a ponderação de que, no curto prazo, com preços pouco flexíveis, existe um ajuste via produto, retomando, implicitamente, o conceito keynesiano de política fiscal. O modelo é, inclusive, uma versão intertemporal do IS-LM.

³⁵ Também desenvolvida por Leeper (1991) e Sims (1994), como reconhecido por Woodford (1995, p. 10), cuja exposição será tomada como referência.

³⁶ Trata-se do caso clássico de inflação de demanda em pleno emprego: não existe ajuste de quantidade, apenas de preço.

³⁷ A hipótese implícita é a de inflação de demanda.

³⁸ “líquidos”, nesse contexto, significa desconsiderando os ativos detidos entre entes privados, havendo equivalência entre ativos líquidos (*outside assets*) privados e públicos. (Lagos, 2006). Esse tipo de agregado será adotado durante toda a exposição.

A exposição subsequente, acompanhando o trabalho original, apresentará: alguns aspectos do modelo proposto centrais para suas conclusões; regimes em que a oferta de moeda é exógena, que explicitam bem as relações causais do modelo, e que podem ser facilmente transpostas para uma análise da oferta de moeda endógena (fixação da taxa de juros), como feito no original, mas que, aqui, faz-se supérfluo³⁹; e, por fim, dialogando com Barro (1974), o caso particular da Equivalência Ricardiana⁴⁰.

I.3.1. O modelo

Woodford (1995) começa com um modelo de agente (*household*) representativo em uma economia monetária. Os agentes (indivíduos) são idênticos, têm vida infinita, e buscam maximizar sua utilidade, que depende, por sua vez, do nível de consumo (do único bem existente), e de encaixes reais, havendo dessa forma expressa “preferência pela liquidez”⁴¹ (WOODFORD, 1995, p. 4). Por simplicidade, Woodford (1995) trabalha com um modelo determinístico e, conseqüentemente, de previsão perfeita (*perfect foresight*). Assim, bastam dois ativos financeiros: moeda e títulos (nominais de um período) (WOODFORD, 1995, p. 5). O modelo não restringe a possibilidade de um estoque negativo de títulos, isto é, os agentes podem se endividar, mas por outro lado, existe uma importante limitação: que a dívida possa ser paga em tempo finito, dito de outra forma, limitado apenas pela dotação futura⁴². Formalmente, esta não pode superar o somatório do fluxo de renda disponível (líquida de impostos) futura descontado pela taxa de juros dos títulos (WOODFORD, 1995, p. 6).

Assim, os indivíduos escolhem a combinação de consumo, encaixes reais e títulos que maximiza sua utilidade, dado o estoque inicial de riqueza (W_0), o nível de preços (p_t), as taxas de juros, dos títulos (R^b_t) e da moeda (R^m_t)⁴³, a renda (ou produto) (y_t), gastos do governo (g_t) e os impostos (T_t). O regime monetário/fiscal do governo pode definir independentemente quatro das seguintes seqüências: g_t , T_t , R^m_t , R^b_t , M_t , B_t (Ibid., p. 6), em que o subscrito t diz respeito ao tempo, M_t , é o estoque de moeda e B_t , de títulos, todos em termos nominais⁴⁴. Se o governo escolhe g_t , R^m_t , M_t e B_t , então T_t é determinado pela restrição de financiamento do

³⁹ Visto que se trata de uma aplicação direta do exposto, com a fixação de parâmetros diferentes.

⁴⁰ As implicações da existência de substitutos para a moeda estatal, a última extensão do artigo de Woodford (1995), apesar de interessante e cada vez mais atual, foge ao objetivo deste trabalho.

⁴¹ Existe, portanto, utilidade na conveniência de realizar transações com dinheiro e/ou mantê-lo para se ter essa possibilidade. Essa demanda por encaixes deve ser interpretada como sendo diretamente da base monetária, “sublimando” do modelo a intermediação financeira. (WOODFORD, 1995, p. 5)

⁴² Corresponde ao conceito de “*borrowing limited only by one’s future endowment*” definido em Santos e Woodford (1993 [1997] apud WOODFORD, 1995, p. 6).

⁴³ Esta tradicionalmente não paga juros, mas poderia fazê-lo.

⁴⁴ Sendo o nível de preços (p_t) consequência dessas variáveis, isto é, o aumento, por exemplo, dos encaixes nominais acima do nível ótimo leva a um aumento dos preços de modo a levar os encaixes reais de volta ao equilíbrio.

governo, isto é, para um nível de g_t , considerando M_t e B_t , existe um único valor que iguala receitas e despesas; e R_t^b se determina no mercado de títulos (Ibid., p. 7).

É importante ainda chamar atenção para o fato de que, considerando W_0 , a restrição orçamentária apresentada é equivalente à necessidade de que o somatório da renda disponível nominal descontada por R_t^b , mais o estoque de riqueza, se iguale ao somatório do consumo mais encaixes nominais descontados por R_t^b (Ibid., p. 7). Também é necessário para que haja uma solução ótima que ambos somatórios sejam finitos, pois, se o somatório da renda disponível descontada fosse infinito⁴⁵, não haveria restrição efetiva ao nível de consumo possível (Ibid., p. 8).

Woodford (1995) demonstra que seu modelo pode ser compreendido essencialmente como uma versão intertemporal do modelo Hicksiano tradicional IS-LM, e que, considerando a renda a soma de consumo privado mais gasto do governo, é possível escrever a igualdade anterior como o somatório dos superávits primários do governo em termos reais, entendidos como arrecadação de impostos menos gastos mais receitas de senhoriagem⁴⁶, descontados pela taxa juros real, ao estoque real de riqueza em cada período, dado que agentes otimizadores deverão esgotar sua restrição orçamentária em cada período (WOODFORD, 1995, p. 8). Em outras palavras, o valor presente dos superávits primários futuros do governo precisa igualar seus passivos líquidos (os ativos líquidos do setor privado)⁴⁷. Essa igualdade pode ser vista como a condição que determina o nível de preços, considerando as demais variáveis conhecidas (Ibid., p. 9).

A partir dessa constatação, e considerando que o modelo incorpora uma função de demanda por moeda estável (a “LM”), em linha com o arcabouço tradicional da teoria quantitativa da moeda, Woodford (1995) busca sugerir que a relação que incorpora os superávits do governo é a mais adequada para se determinar o nível de preços, sendo a “LM” a determinante do estoque de moeda, se esta for endógena, ou do diferencial de juros ($R_t^b - R_t^m / R_t^b$) se for exógena. (Ibid., p. 10). Isso confirma, em sua visão, a sugestão de Sargent (1982 apud WOODFORD, 1995, p. 10) de que o equilíbrio fiscal é relevante para o valor da moeda, porque esta, como outros passivos do governo, “*depends upon ‘private agents’ expectations about the revenue streams backing it*”. O argumento vai na linha de que, se há um aumento nominal do passivo do governo, – ou dos déficits futuros reais esperados inconsistente com

⁴⁵ Dito de outra forma, se a taxa de crescimento da renda fosse superior à taxa de juros, o consumo possível tenderia ao infinito.

⁴⁶ $(R_t^b - R_t^m / R_t^b)M_t/p_t$ (Ibid., p. 7-8)

⁴⁷ E é equivalente à restrição orçamentária dos indivíduos.

equilíbrio – que leva os indivíduos a crerem que suas possibilidades de consumo aumentaram, – dado o nível de preços, via efeito riqueza, pois o aumento dos passivos públicos aumenta os ativos privados, – haverá excesso demanda e, portanto, inflação, cuja consequência é reduzir o valor real dos ativos, anulando o efeito riqueza inicial e trazendo a economia de volta ao equilíbrio⁴⁸ (Ibid., p. 10-11). Se, no entanto, os preços são rígidos no curto prazo, o ajuste ocorre no nível do produto de equilíbrio. Tem-se assim uma teoria dos efeitos fiscais sobre a atividade econômica (Ibid., p. 10).

I.3.2. A neutralidade da moeda

Progredindo no argumento, Woodford (1995) apresenta as condições para que mudanças na oferta de moeda sejam irrelevantes para o nível de preços. Três hipóteses adicionais são necessárias:

- a. A função utilidade dos indivíduos depende do consumo e dos encaixes reais de forma independente, de modo que a utilidade marginal da renda independe dos encaixes reais, o que torna a taxa de juros real independente destes e da trajetória da inflação⁴⁹, e que o autor denomina “*superneutrality*” (WOODFORD, 1995, p. 15).
- b. As receitas de senhoriagem são descontadas dos impostos cobrados, de modo que alterações na oferta de moeda não alteram diretamente o passivo do governo (Ibid., p. 13).
- c. Os encaixes reais desejados tendem a zero para níveis suficientemente elevados de diferencial de juros⁵⁰, que é o custo de carregar moeda ao invés de títulos, e que garante um limite para a redução dos impostos cobrados pelo aumento das receitas de senhoriagem (WOODFORD, 1995, p. 14).

Essas condições permitem escrever a restrição orçamentária intertemporal do governo sem qualquer referência a variáveis monetárias, de modo que, dado o estoque de riqueza nominal, o nível de preços passa a ser determinado exclusivamente pelos seus resultados fiscais. A oferta de moeda ainda tem um papel, evidentemente, mas é o de determinar o diferencial de taxa de juros, considerando R_t^m exógeno, o que, de fato pode ter impacto sobre o nível de preços, no futuro, mas, precisamente, na medida em que afeta os resultados fiscais (Ibid., p. 15-16).

É possível, inclusive, obter um resultado de irrelevância mais forte fixando g_t , x_t , M_t , e R_t^b , em que x_t é uma sequência exógena da qual são descontadas as receitas de senhoriagem

⁴⁸ Discute-se, portanto, o caso da economia operando em pleno emprego no produto potencial.

⁴⁹ Equivale apenas à taxa marginal de substituição entre consumo presente e consumo futuro

⁵⁰ Isso quer dizer que, no limite, a utilidade derivada do consumo supera a preferência pela liquidez, o que não parece ser irrealista.

para se chegar ao imposto cobrado, ou, dito de outra forma, “*government’s interest savings from the fact that some of its liabilities are monetary*” (WOODFORD, 1995, p. 13). Isso permite que o ajuste se dê via R^m_t , de modo que o nível de preços deixa de ter qualquer relação com a oferta de moeda. Um resultado similar a esse também é obtido, mesmo sem alterar o regime monetário/fiscal, apenas fazendo a demanda por moeda (preferência pela liquidez) infinitamente elástica, de modo que o diferencial de juros de equilíbrio, independa da oferta de moeda (Ibid., p. 16). Ainda que esse tipo de regime seja de relevância prática reduzida, ele chama atenção para a causalidade entre oferta de moeda e preços.

De fato, esses resultados contradizem a lógica tradicional da teoria quantitativa da moeda, que supõe, por exemplo, que contrações na oferta de moeda reduzem o nível de preços, pois ao elevar juros sobre os títulos públicos, acelera a trajetória de crescimento dos passivos do governo (e da dívida pública, conseqüentemente), o que se “ajusta” com um aumento do nível de preços. Dito de outra forma, o aumento do passivo do governo, por espelhar o ativo da sociedade, leva, via efeito riqueza, a uma elevação do consumo, que, em pleno emprego, gera inflação. Esta, por sua vez, reduz o valor real dos ativos da sociedade de volta para o nível de equilíbrio (WOODFORD, 1995, p. 16). Esse resultado está na mesma linha de Sargent e Wallace (1981), ainda que, para estes, o argumento envolvesse o fato de que, no limite haveria a monetização do déficit e, portanto, a elevação da oferta de moeda elevaria os preços, em linha com a lógica monetarista. Woodford (1995), por outro lado, vai além e afirma que uma redução permanente da oferta de moeda, cuja contraface é uma alta dos juros, sem alterações dos fluxos esperados das variáveis fiscais, implica em maior inflação, “*because the increased nominal value of government liabilities is inflationary even if it is never monetized.*” (WOODFORD, 1995, p. 17).

I.3.3. O caso particular da Equivalência Ricardiana

Woodford (1995) prossegue então construindo o caso particular do modelo em que a política fiscal e a dívida pública são irrelevantes para a determinação do nível de preços, que ele chama de caso “Ricardiano”. Assumindo um regime que fixa exogenamente g_t , M_t e R^m_t , cuja regra fiscal implica que os impostos cobrados são iguais a g_t , descontadas as receitas de senhoriagem, e somada uma fração do montante da dívida pública no início do período, garante necessariamente que o valor presente do estoque de títulos do governo quando o tempo tende a infinito é zero, independentemente do nível de preços ou da taxa nominal de juros⁵¹ (WOODFORD, 1995, p. 22-23). Dessa forma, tanto o nível inicial de endividamento público,

⁵¹ “...the fiscal policy regime makes the expected nominal value of future government surpluses vary with the price level” (WOODFORD, 1995, p. 30)

quanto desvios temporários da regra fiscal, são completamente irrelevantes para a determinação dessas variáveis (WOODFORD, 1995, p. 23)⁵², enquanto a oferta de moeda é claramente relevante e o raciocínio quantitativista tradicional é válido (Ibid., p. 24).

A crítica feita ao modelo de Equivalência Ricardiana é que, apesar da condição imposta de o valor presente dos futuros superávits primários (incluindo as receitas de senhoriagem) se igualar ao valor da dívida pública se verificar em equilíbrio, não há nada que force o governo a respeitá-la. Esta é vista como uma restrição orçamentária do governo (WOODFORD, 1995, p. 24-25). Não há, entretanto, nenhuma instituição que imponha essa limitação em uma economia que se presume que existirá por tempo indeterminado. Este ponto foi colocado claramente pelo modelo de gerações sobrepostas de Diamond (1965), em que a dívida pública pode ser “rolada” para sempre (Ibid., p. 26).

O modelo apresentado por Woodford (1995) não permite essa conclusão em equilíbrio, por aplicação da Lei de Walras, i.e., os orçamentos individuais podem ser agregados para se obter um valor presente da demanda agregada definido, e todos os mercados se equilibram simultaneamente, o que implica que o valor presente da restrição orçamentária dos indivíduos se iguala à restrição análoga para o governo (Ibid., p. 26), como exposto inicialmente.

I.3.4. Conclusão

Em resumo, o argumento de Woodford (1995) se baseia no efeito riqueza que o aumento do passivo do governo (moeda ou dívida) tem sobre o ativo da sociedade. Em equilíbrio, não há como incrementos de consumo derivados serem absorvidos pela oferta, e o resultado é inflação, que “corrige” o valor real dos ativos para o equilíbrio e anula o efeito riqueza inicial. Ele não nega os efeitos de aumentos na oferta de moeda, mas argumenta que a inflação surge na medida em que a primeira altera o diferencial de juros de equilíbrio, que, por seu turno, afeta a dívida pública e, principalmente, sua dinâmica, retornando ao argumento inicial do passivo total do governo.

Nesse sentido, apesar de colocar a Equivalência Ricardiana como um caso particular, dependente da “superneutralidade” da moeda, é de fato a regra fiscal retroalimentativa (passiva), que garante seus resultados, reiterando o papel central da política fiscal no controle da inflação, tradicionalmente, o objetivo principal da política monetária. Como o próprio reconhece, o mérito de sua análise é demonstrar que essas conclusões não se baseiam em erros

⁵² “... (except insofar as the path of real government purchases affects real interest rates) ...” (WOODFORD, 1995, p. 24).

de informações e/ou expectativas⁵³, mas são resultado, ao contrário, de agentes racionais idênticos otimizadores de vidas infinitas em equilíbrio.

I.4. Dominância fiscal em uma economia aberta

Dentro do que se pode chamar de *mainstream* econômico, apesar de haver uma certa predominância de análises discutindo economias fechadas⁵⁴, e da maior parte da discussão posterior seguir nessa linha, convém apresentar, de modo sintético, o que constituiria uma visão “consensual” sobre os principais canais de interação entre taxa de juros, câmbio e dívida pública em uma economia aberta. E, em particular, os casos limite de dominância fiscal, reforçando, também com o setor externo, a interdependência entre as políticas monetária e fiscal. A exposição tomará como base o artigo de 2004 de Olivier Blanchard, que trata coincidentemente do caso brasileiro entre 2002 e 2003, ainda que o foco, aqui, não seja a análise particular, mas sim os mecanismos mais gerais.

A lógica mais tradicional postula que um aumento da taxa básica de juros torna a dívida pública doméstica mais atraente para os investidores e leva a uma apreciação real do câmbio. Se, por outro lado, essa elevação também aumentar a probabilidade de default, é possível que o efeito líquido seja uma depreciação real do câmbio. Esse resultado é tanto mais provável quanto maior o estoque de dívida, maior a proporção dela em moeda estrangeira, e maior o prêmio de risco (BLANCHARD, 2004, p. 3)

I.4.1. O modelo

O argumento de Blanchard (2004) vai na linha de que, em certas circunstâncias, se o Banco Central, dentro de um Regime de Metas de Inflação (RMI), em resposta a uma aceleração desta, eleva o juros, e o efeito sobre a probabilidade de default supera o aumento de rentabilidade da dívida pública, então o câmbio deprecia, o que eleva, em moeda local, o preço dos importados⁵⁵ e, por seu turno, a inflação. Nesse cenário, de dominância fiscal – reconhecido como recorrente na literatura (Ibid., p. 4), em que a dinâmica da dívida pública supera os efeitos da taxa de juros – a política fiscal, e não a monetária, seria o instrumento adequado para controlar a inflação (Ibid., p. 3).

⁵³ “*The novelty of the present analysis consists solely in a demonstration that such effects do not depend upon myopia, bequest constraints, or liquidity constraints.*” (WOODFORD, 1995, p. 27).

⁵⁴ O próprio Keynes, uma das maiores figuras do pensamento econômico, em sua Teoria Geral do Emprego, do Juro e Moeda (1936), apesar do título, centra sua argumentação em uma economia fechada.

⁵⁵ E de produtos cujos preços dependam da cotação internacional em moeda estrangeira, basicamente, commodities.

Tradicionalmente, elevações da taxa básica de juros reduzem a inflação de duas formas: via redução da demanda agregada, e através da apreciação cambial, que barateia, em moeda doméstica, os produtos importados. Alternativamente, é possível que, levando em conta o efeito da taxa de juros real sobre a probabilidade de default da dívida pública, essa elevação cause, ao contrário, depreciação cambial e aumento da inflação (BLANCHARD, 2004, p. 4-5).

O modelo para analisar esses movimentos assume dois ativos: títulos públicos de um período denominados em moeda doméstica, cuja taxa de juros real depende da inflação interna; e títulos denominados em moeda estrangeira, dívida externa, cuja taxa real depende da inflação estrangeira (Ibid., p. 6). Considerando que ambos estão sujeitos à mesma probabilidade de default⁵⁶, é a taxa de câmbio real a responsável por igualar as diferentes taxas de juros reais (interna e externa) à taxa básica de juros, em termo reais, acrescida de um prêmio de risco (p), ponderado pelo grau de aversão a risco dos investidores (θ). Fazendo o raciocínio ao contrário, essa igualdade fornece uma teoria para a determinação dos juros que precisam ser pagos pelos títulos públicos como função da taxa básica real (r), p e θ (Ibid., p. 7).

A segunda relação a ser definida é entre a probabilidade de default (p), a taxa básica em termos reais (r), e a taxa de câmbio real (ϵ). Ignorando a álgebra, “The higher the expected return on Brazilian dollar bonds, or the lower the expected return on U.S. dollar bonds, or the lower the risk on Brazilian bonds, the larger the capital inflows.” (Ibid., p. 8). Existe, portanto, além de um prêmio de risco, derivado de uma maior probabilidade de default (p)⁵⁷, uma aversão ao risco de investidores estrangeiros (θ^*), cujo efeito negativo sobre os fluxos de capitais é crescente com p , e, além disso, o investidor estrangeiro é mais avesso ao risco, em relação aos títulos domésticos, do que o mercado local, de modo que, um aumento em p , além de implicar em um aumento das taxas reais dos títulos públicos, a fim de manter a rentabilidade esperada, de acordo com a relação anterior, também leva a uma saída de capitais estrangeiros⁵⁸ (Ibid., p. 8). O último elemento a ser relacionado é a taxa de câmbio real (ϵ), da qual se assume que as

⁵⁶ O que parece uma simplificação forte, do ponto de vista teórico pelo menos, considerando que um governo não quebra em moeda doméstica, da qual não há escassez, ao contrário da dívida externa, que depende de divisas, possivelmente indisponíveis.

⁵⁷ Em relação, sempre, ao ativo “livre de risco” que são títulos públicos americanos, cujo governo emite a moeda de reserva do mundo ainda hoje.

⁵⁸ Cujas aversão a risco é superior à do investidor local, pois, se fosse idêntica, o aumento da taxa de juros para compensar a maior probabilidade de default seria suficiente e não haveria saída de capitais (BLANCHARD, 2004, p. 8).

exportações líquidas dependem⁵⁹, e que, em equilíbrio, precisa compensar o fluxo de capitais⁶⁰, sendo, portanto, a variável que garante esse ajuste (BLANCHARD, 2004, p. 9).

Essa igualdade permite escrever uma relação positiva entre câmbio (ϵ) e risco (p): “*An increase in the probability of default increases risk. This increase in risk leads to an increase in the exchange rate – to a depreciation*” (BLANCHARD, 2004, p. 10). E, para um dado nível de p , aumentos em r levam a uma apreciação cambial (ϵ) da forma tradicional. O grau de aversão ao risco dos agentes determina, por sua vez, o quão sensível é o câmbio a mudanças no risco e vice-versa, e como essa sensibilidade aumenta para níveis muito elevados dessas variáveis (Ibid., p. 10). Dito de outro modo, a partir de certo ponto, a trajetória se torna rapidamente explosiva.

O próximo passo é estabelecer a relação entre a taxa real de câmbio (ϵ) e a taxa de juros real (r) na probabilidade de default (p), o que depende da dinâmica da dívida pública (p. 10). Primeiramente, se não há dívida em moeda estrangeira, p pode ser positivo, mas independe da taxa de câmbio. Se, por outro lado, há dívida em moeda estrangeira, p pode ser insensível a ϵ , se o estoque de dívida se mantiver muito baixo, ou tem-se uma relação crescente em que proporção da dívida denominada em moeda estrangeira e o estoque inicial de dívida torna p cada vez mais sensível às variações no câmbio (Ibid., p. 13). Já o efeito de r sobre p é quase nulo se o endividamento se mantém abaixo do nível crítico, ou positivo, e tanto mais forte quanto maior o estoque inicial de dívida (Ibid., p. 13).

I.4.2. Conclusão

Em resumo: “*high debt, high risk aversion on the part of foreign investors, or a high proportion of dollar debt can each lead to a depreciation in response to an increase in the interest rate.*” (Ibid., p. 16). A conclusão é de que, quando as condições macro econômicas estão “erradas” (dívida elevada, em moeda estrangeira, alto grau de aversão a risco por parte dos investidores), maior a probabilidade de um aumento da taxa de juros, contrariando o efeito tradicional da política monetária, levar a uma depreciação cambial, deterioração do quadro fiscal, e aumento da inflação (Ibid., p. 32). Em outras palavras, é mais provável que se esteja em dominância fiscal e que seja a política fiscal a mais adequada para o controle da inflação, tal como nos modelos de Sargent e Wallace (1981) e Woodford (1995).

⁵⁹ “*Capital flows can be expressed as a function of the real exchange rate and real interest rates, or as a function of the nominal exchange rate and nominal interest rates. But the trade balance is a function of the real exchange rate.*” (BLANCHARD, 2004, p. 21).

⁶⁰ Intuitivamente, equivale a igualar oferta e demanda por divisas. Se, por exemplo, existe um ingresso líquido de capitais, a taxa de câmbio deve ser tal que as exportações líquidas demandem exatamente aquele montante.

I.5. Conclusão

Em resumo, o panorama anterior apresentou, inicialmente, que as políticas fiscal e monetária não são independentes e a política fiscal afeta o nível de preços. Sargent e Wallace (1981), Woodford (1995) e Blanchard (2004) chegaram consistentemente nesse ponto por caminhos diversos. Os primeiros adotam um modelo (de gerações sobrepostas) explícita e propositadamente monetarista, i.e., em que há uma função de demanda por moeda com velocidade de renda constante, para chamar atenção para os efeitos notadamente contraproducentes da adoção de uma política monetária restritiva⁶¹, em um quadro de excesso de endividamento público (dominância fiscal). Isto é, em algum momento, a dívida atinge um teto (em proporção do PIB e precisa ser acomodada via aumento de base monetária, i.e., monetizada, (o que gera inflação), e a tentativa inicial de restringi-la, apenas acelera sua escalada, na medida em que eleva a taxa de juros, produzindo ainda mais inflação. É necessário, portanto, que as políticas sejam coordenadas.

Depois, elaborando nesse último aspecto, o da dívida pública, Barro (1974), ainda que cronologicamente anterior, mas dentro de um arcabouço Novo-Clássico, demonstra que, sob certas circunstâncias, o aumento da dívida pública não tem, na verdade, efeito sobre o produto, os juros, nem a inflação da economia, na medida em que os agentes reduziram seu consumo presente para compensar a elevação futura da carga tributária. Esse resultado não depende de agentes com vidas infinitas, mas de um mecanismo de solidariedade intergeracional (cada geração se preocupa com a seguinte e assim sucessivamente), informação perfeita e racionalidade otimizadora (o modelo tampouco considera explicitamente o papel da moeda).

Avançando no tempo (e no debate macroeconômico), Woodford (1995), introduz a Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP), recuperando, de certa forma, um resultado de Barro (1974), e de Sargent e Wallace (1981) em um modelo formalmente mais sofisticado, qual seja: de que o aumento da dívida pública, em equilíbrio, não afeta o produto. Para os últimos, entretanto, existe um impacto na taxa de juros – ao se adotar uma política monetária restritiva, o que, por seu turno, piora a dinâmica da dívida – e sobre a inflação, quando esta é, no limite, monetizada, via política monetária acomodatória. Woodford (1995), na verdade, vai além, na medida em que o efeito do endividamento público sobre o nível de preços passa a ser direto: a lógica do argumento reside no efeito riqueza gerado pelo aumento do passivo do governo

⁶¹ Não permitir a elevação dos agregados monetários tem como contraface a elevação da taxa básica de juros, que é exatamente a política monetária restritiva em um Regime de Metas de Inflação (RMI)

(moeda ou dívida) sobre sua contraface: o ativo da sociedade. Quando este aumenta (via efeito riqueza) o consumo se eleva. Em equilíbrio, o ajuste se dá no nível de preços (e não no produto), de modo que, ao final do processo, o valor real dos ativos da sociedade, a taxa de juros real e, conseqüentemente, a demanda, retornaram ao patamar inicial.

No que diz respeito ao nível da dívida pública, é preciso que o custo de carregamento iguale o somatório infinito do valor presente líquido dos superávits futuros, descontados pela taxa de juros de equilíbrio. O modelo de agentes com vidas infinitas, entretanto, não permite $r < g$, e, portanto, nem analisar um governo financeiramente insolvente, caso que será endereçado no capítulo 2.

Esse resultado é mais “fraco” que o obtido por Barro (1974), para quem o endividamento do governo é completamente irrelevante: o consumo não se altera, e, conseqüentemente, nem a inflação ou a taxa de juros, por conta de seu mecanismo de solidariedade intergeracional, conjugado à hipótese de que a dívida tem de ser liquidada em algum momento, – sendo, portanto, mais restritivo do que Woodford (1995) – de modo que os velhos simplesmente aumentam sua poupança com a renda extra advinda do endividamento público, a fim de garantir aos seus descendentes diretos que seu consumo não seja afetado pela necessidade de arcar com a elevação futura de impostos para pagar a dívida. Woodford (1995) demonstra, na verdade, que a Equivalência Ricardiana é um caso particular de seu modelo em que a preferência pela liquidez é zero, que ele denomina “*superneutrality*”, e, de fato, o modelo de Barro (1974) desconsidera a moeda, de modo claramente Novo-Clássico. Os resultados mais gerais de Woodford (1995), entretanto, dependem também da explícita consideração da moeda como ativo e da preferência pela liquidez (pela “LM”), ainda que modelando agentes racionais otimizadores de vidas infinitas.

A prescrição de política, apesar de seguir por outro caminho, retorna a Sargent e Wallace (1981), isto é, a política fiscal tem (ou pode ter) um papel sobre o controle do nível de preços muito maior do que convencionalmente se atribui, e os efeitos da política monetária sobre a dinâmica da dívida pública devem ser observados com atenção. Blanchard (2004), não por acaso, trata justamente da dinâmica externa em dominância fiscal, isto é, o efeito da política monetária é, também no front externo, contraintuitivo. Se, domesticamente, a elevação de juros para combater a inflação (via redução da demanda agregada), na verdade, dado o elevado grau de endividamento público, piora de tal forma a dinâmica da dívida, que, em linha com a TFNP

(e Sargent e Wallace (1981)), o resultado é, ao contrário, mais inflação⁶²; no setor externo, particularmente quando há dívida em moeda estrangeira, o aumento da probabilidade de default, associado à aversão ao risco dos investidores externos, faz com que o aumento do diferencial de juros, ao invés de atrair divisas e apreciar o câmbio, leve a uma fuga de capitais e à depreciação cambial, na medida em que os efeitos adversos suplantam a elevação nominal da rentabilidade⁶³.

Esse conjunto forma um sólido arcabouço dentro do *mainstream* macroeconômico, argumentando para a necessidade de coordenação, e de interdependência, entre as políticas monetária e fiscal. Por outro lado, enquanto o papel desta última potencialmente se ampliou, ao passar a ter influência direta sobre o nível de preços, além (e, de certa forma, por causa) do tradicional papel de (des)estímulo à demanda agregada; a política monetária perdeu espaço, na medida em que alterar discricionariamente a taxa de juros (ou a oferta de moeda), para combater a inflação via redução de demanda, pode ter efeitos contraproducentes em relação ao seu objetivo, e é certamente negativo para o endividamento público. O propósito do próximo capítulo é justamente ampliar a discussão sobre qual seria o papel mais adequado para a política monetária, cuja atuação tradicional mostrou-se inadequada, mais especificamente, os efeitos da taxa de juros sobre a economia; e qual espaço haveria no âmbito da política fiscal para endereçar as questões que fogem ao escopo da primeira.

⁶² Via produtos importados (*tradables*) e/ou que tenham seu preço determinado no mercado internacional, como commodities (petróleo, principalmente), na medida em que são insumos-chave. O preço do diesel, por exemplo, impacta o custo do transporte de quase todas as mercadorias, (consequentemente, a inflação) e depende, por sua vez, do preço internacional do petróleo.

⁶³ A rentabilidade esperada, que é a variável relevante, dado o aumento da probabilidade de default, diminui.

CAPÍTULO II – O ESPAÇO DA POLÍTICA MONETÁRIA E O PAPEL DA POLÍTICA FISCAL

O presente capítulo busca avançar, a partir da construção anterior de que as políticas monetária e fiscal não são independentes, e de que essa última tem uma maior influência sobre a inflação do se costuma atribuir, primeiro, sobre o caminho mais adequado para se definir a taxa de juros, visto que, como abordado anteriormente, a persecução de uma meta de inflação via controle da taxa de juros pode não ser eficaz para esse fim, e certamente deteriora a dinâmica fiscal; e, segundo, sobre qual, nesse contexto, passa a ser o papel da política fiscal, vale dizer, o que ela deve perseguir e qual espaço tem para fazê-lo.

Primeiramente, retomar-se-á a discussão do nível da taxa de juros em relação à taxa de crescimento, mais especificamente, as condições e consequências de $r < g$, oposto ao caso clássico ($r > g$), discutido no capítulo 1, a partir da exposição de Weil (2008) do modelo de gerações sobrepostas de Samuelson (1958). O resultado teórico de endividamento sem custo fiscal quando $r < g$ é trazido para a realidade, em seguida, por Blanchard (2019) em seu discurso à AEA, com os dados da economia americana, que certamente foi um desses casos. Também introduz o complicador da incerteza (tratada, no caso, como risco), mas, fundamentalmente, centra sua discussão nos impactos do endividamento público sobre o bem-estar, em particular, quando não há custo fiscal.

Ainda que sua análise se dê em equilíbrio – pleno emprego, portanto – Blanchard (2019) chama a atenção para o papel anticíclico das políticas monetária e fiscal, como atestou o experimento do QE. E, com o intuito de aprofundar esse aspecto – o de manutenção da economia em pleno emprego – e já tendo endereçado um possível caminho para a taxa de juros, i.e., $r < g$, o capítulo prossegue com a exposição dos princípios de *Functional Finance* de Abba Lerner (1943), que oferece justamente um nexos para a orientação da política fiscal, focado em seus efeitos na economia e, presumivelmente, sobre o bem-estar. Ou, em suas palavras: “...with an eye only to the results of these actions on the economy...” (LERNER, 1943, p. 39).

O capítulo conclui com um resgate atual das ideias de Lerner (1943), aprofundadas por uma concepção monetária de que o governo não tem restrição financeira, sob a forma da *Modern Money Theory* (MMT). Apesar de ser eminentemente heterodoxa, suas conclusões sobre a moeda são fortemente baseadas nos aspectos práticos da atuação do Banco Central e do Tesouro, fornecendo insights interessantes sobre o enquadramento adequado das restrições do

governo. Suas prescrições de política, entretanto, são expostas com uma série de ressalvas posteriores.

II.1. O modelo de gerações sobrepostas

Philippe Weil (2008), em seu artigo “comemorativo” dos 50 anos do modelo de gerações sobrepostas de Paul Samuelson (1958)⁶⁴, faz uma análise-ode dos seus possíveis casos, especialmente os das economias ditas “Samuelsonianas” (não pelo próprio), de taxa de juros muito baixas, cuja definição precisa aqui (e no modelo de Samuelson) é de taxa de juros (r) inferior à taxa de crescimento (g) (WEIL, 2008, p. 119). Seu grande mérito é apresentar resultados que não dependem dos “*usual suspects*”⁶⁵, como distorções ou falhas de mercado. Mais especificamente, o equilíbrio competitivo não precisa ser eficiente de Pareto e o teorema do bem-estar não se confirma, em um contexto, possivelmente bastante mais realista, isto é, um mundo em que novas gerações estão sempre chegando (Ibid., p. 115).

II.1.2. O modelo

Weil (2008, p. 118)) apresenta uma versão mais enxuta do modelo original de Samuelson⁶⁶, que, dentre outras características, considerava agentes vivendo três períodos (nesse caso, vivem apenas dois, seguindo a literatura posterior), mas que mantém os mesmos resultados e facilita a exposição. O primeiro aspecto relevante do modelo é o conceito de novos indivíduos. Não se trata de nascimentos biológicos, ou questões etárias, mas de nascimento econômico. O modelo também funcionaria com imigrantes ou extraterrestres chegando à economia, e o aspecto relevante é que esses novos indivíduos não estão incorporados aos cálculos dos agentes preexistentes, mais do que isso, o modelo é sobre a desconexão econômica entre presente e futuro⁶⁷. Associado à hipótese de que esse fluxo é infinito, gerações de “novos” agentes (no sentido descrito acima), implica que há infinitos agentes distintos, assim como bens, no tempo (Ibid., p. 118).

⁶⁴ Que, não por acaso, é a base de tanto Sargent e Wallace (1981), quanto de Barro (1974).

⁶⁵ “suspeitos conhecidos” (LARA RESENDE, 2019)

⁶⁶ Vale notar que o objetivo original do modelo era testar a hipótese de Böhm-Bawerk de que a preferência temporal seria necessária para produzir uma taxa de juros positiva (o que não se confirmou) (WEIL, 2008, p. 116). É notável, contudo, perceber a mudança profunda pela qual as motivações dos economistas passaram nesta metade de século.

⁶⁷ Alternativamente, no modelo Ramsey-Cass(-Koopmans), o “*workhorse*” da teoria macrodinâmica, não há novos agentes e novos indivíduos podem ser interpretados como pertencendo a famílias preexistentes. Nesse sentido, ele pode ser visto como um caso particular do modelo de gerações sobrepostas em que o número de “novos” agentes foi a zero (Ibid., p. 116).

O segundo ponto é que, como os agentes vivem apenas dois períodos e se encontram em apenas um, não há trocas intergeracionais⁶⁸; e, supondo que todos os indivíduos nascidos em um mesmo período são idênticos, pode-se eliminar trocas intrageracionais, limitando a heterogeneidade ao período de nascimento, o que facilita a análise. Em seguida, assume-se um único bem (chocolate, seguindo Samuelson), não produzido e não estocável, nesse primeiro momento, que os agentes, ao receberem em cada período, precisam consumir ou trocar (caso contrário, ele derreterá). O último ponto, diz respeito às preferências dos consumidores. Para discutir as propriedades do modelo, dois exemplos polares serão empregados: consumidores que só se importam com o consumo quando velhos (infinitamente pacientes), ou que se importam majoritariamente com o consumo quando jovens (quase infinitamente impacientes), o motivo para não ir ao extremo nesse último caso tornar-se-á claro posteriormente. A realidade, evidentemente, está em algum ponto intermediário (WEIL, 2008, p. 118).

A conclusão direta dessas hipóteses é que, em equilíbrio, os agentes precisam ser autossuficientes, e estar satisfeitos dessa forma. Se um indivíduo quiser emprestar chocolate hoje para um membro da sua geração, como são todos idênticos, não há ninguém com preferências complementares para tomar emprestado; e por outro lado, trocas intertemporais entre gerações diferentes não são possíveis, já que elas só se encontram em um período (Ibid., p. 118).

Como só há um bem, as únicas trocas possíveis são intertemporais (considerando uma economia fechada), porque seria irracional trocar mais chocolate hoje por menos chocolate hoje, assumindo um bem normal e preferências bem-comportadas. A taxa de juros, que determina a relação de troca entre chocolate hoje por chocolate amanhã, é o mecanismo que elimina o desejo de trocar entre os consumidores e equilibra o mercado.

II.1.3. Economias Samuelsonianas

Supondo primeiro que os consumidores são infinitamente pacientes, em sua juventude, eles tentariam trocar toda a sua dotação enquanto jovens, por algum chocolate adicional na velhice. Não existe, entretanto, ninguém com quem conduzir essa troca, como explicitado. Para que os indivíduos estejam satisfeitos com essa situação, a taxa de juros tem que ser baixa (negativa) o suficiente para tornar qualquer troca possível não vantajosa, isto é,

⁶⁸ Até poderiam haver transferências, como em Barro (1974), em cujo modelo todos os indivíduos novos são parte de famílias existentes, mas não trocas.

ela teria que ser (proibitiva, uma penalidade) de 100%⁶⁹ no período, de modo que ninguém teria interesse nela e o equilíbrio se mantém autárquico, i.e., todos se mantêm com a dotação inicial (Ibid., p. 119). É evidente que essa situação poderia ser melhorada, no sentido de Pareto, por uma transferência intergeracional dos jovens para os velhos, de modo que o equilíbrio competitivo, era, portanto, sub-ótimo. O modelo mais trivial para isso seria o governo tributar os jovens *lump-sum* e transferir para os velhos (WEIL, 2008, p. 120).

Supondo agora que existe uma tecnologia de armazenamento linear com uma taxa de retorno exógena (r), de modo que um chocolate hoje, torna-se $1+r$ chocolates amanhã. A taxa de juros de equilíbrio iguala-se então à taxa marginal de transformação (r)⁷⁰. Os consumidores podem agora guardar todo o seu chocolate na juventude para consumi-lo na velhice. Por outro lado, iniciando um sistema de transferências nos moldes anteriores, os velhos do período inicial, recebem algo de graça, nenhum imposto, mas uma transferência positiva. Para todas as gerações subsequentes, de fato, elas são taxadas quando jovens, mas recebem uma transferência na velhice. Sem interferências, os consumidores poupam chocolate à taxa r , e o consomem na velhice, mas se a taxa de crescimento (g) – nesse caso, considerada apenas como crescimento populacional – for superior a r , a redistribuição gera uma taxa de retorno implícita maior (visto que $r < g$). Enquanto a taxa de juros estiver abaixo da taxa de crescimento, a sequência infinita de transferências, melhora o bem-estar de todas as gerações no sentido de Pareto⁷¹. O ponto ótimo nesse cenário é a transferência de toda a dotação dos jovens para os velhos *ad infinitum* (Ibid., p. 120).

Mais genericamente, considerando uma taxa marginal de retorno ao armazenamento (r) decrescente, e começando em um ponto de excesso de armazenamento, tal que $r < g$, a transferência de jovens para velhos cresceria – reduzindo o armazenamento, e aumentando a escassez; garantindo o *crowding-out* do capital privado e elevando seu produto marginal (r) – até que a taxa de juros iguale a taxa de crescimento ($r = g$)⁷². Essa é a taxa de juros biológica

⁶⁹ Tecnicamente, a taxa de juros de equilíbrio deve se igualar à taxa marginal de substituição entre o primeiro e segundo período. Como a utilidade do primeiro período é sempre nula, $1 + r = 0$. Logo, $r = -100\%$. Nesse caso, a taxa de juros funciona como uma taxa de desconto.

⁷⁰ Com $r = -1$, chocolates se destroem, como no caso anterior; $-1 < r < 0$, derretem parcialmente, e se multiplicam com r positivo.

⁷¹ Nesse ponto, Barro (1974) está perfeitamente alinhado com a ideia de que economias em que $r < g$ são ineficientes, mas considera que o caso não existiria, isto é, seria automaticamente corrigido pelo mercado, o que, não necessariamente, acontece, mas que está em linha com os pressupostos Novo-Clássicos.

⁷² Outra nomenclatura possível para as economias Samuelsonianas, e que faz referência a seu aspecto definidor, é o de dinamicamente ineficiente, visto que há *sobre-poupança*, ou, dito de outra forma, *sobre-acumulação* de capital, de modo que, reduzindo capital hoje (via *crowding out* da poupança privada), não reduz o consumo agregado em nenhum ponto no tempo, e pode, em certos casos, elevá-lo (WEIL, 2008, p. 129).

de Samuelson ou a “regra de ouro” de acumulação de capital de Phelps (1961) (WEIL, 2008, p. 120-121). É importante notar, contudo, primeiro, que as transferências precisam ser sempre no sentido de jovens para velhos, e nunca no sentido contrário, pela assimetria do tempo: existe um instante inicial, mas não um final. Isso independe da taxa de juros, visto que, caso contrário, a primeira geração de velhos seria subtraída de consumo, sem receber nada em troca. E, segundo, que as transferências precisam ser perpétuas, porque a tentativa de encerrar o sistema, implicaria que alguma geração de jovens seria taxada, mas não receberia nada na velhice, porque a geração de jovens seguinte não seria taxada com o fim do sistema. Portanto, a eliminação dessas transferências sempre envolve alguma deterioração no sentido de Pareto⁷³ (WEIL, 2008, p. 121).

II.1.4. Economias Clássicas

Prosseguindo para o caso de consumidores quase infinitamente impacientes, como consumo velho é pouco valioso, os jovens gostariam de tomar emprestado chocolate dos velhos, o que inicialmente não seria possível, pois o equilíbrio competitivo, como visto anteriormente, é autárquico. Para isso, a taxa de juros precisa ser muito alta (positiva) para eliminar o desejo de trocar chocolate amanhã por chocolate hoje. Quanto menos os agentes se importam com o consumo na velhice, maior a taxa necessária para desincentivá-los a tomar emprestado. No limite, se a utilidade marginal na velhice é zero, a taxa de juros de equilíbrio tende ao infinito, e, portanto, nessa situação, a taxa de juros está acima da taxa de crescimento (WEIL, 2008, p. 121).

Ao contrário do primeiro caso, uma tentativa de melhorar o bem-estar, transferindo dotação dos velhos para os jovens, não seria ótima de Pareto, visto que os últimos, certamente estariam melhor, mas os primeiros, que não receberam nada na juventude, como ainda derivam alguma utilidade do consumo, estariam pior. Se, em um caso extremo, a utilidade marginal dos velhos fosse zero, então a simetria com a primeira situação, em que os jovens não se importam com o consumo seria reestabelecida. O ponto crucial aqui é a assimetria do tempo. Nas palavras de Samuelson (1958 apud WEIL, 2008, p. 122): “*We must give mankind a beginning . . . Must we give mankind an end as well as a beginning? Even the Lord rested after the beginning, so let us tackle one problem at a time and keep births forever constant.*”.

A conclusão fundamental do modelo é que o primeiro teorema do bem-estar, de que o equilíbrio competitivo é eficiente no sentido de Pareto, não precisa ser verdade. Em uma

⁷³ Isso pode não ser verdade se a taxa marginal de retorno aumentar abruptamente com o volume poupado. Ver Weil (2002) para detalhes.

economia com infinitos agentes e recursos no tempo, uma alocação que é muito cara a preços de mercado, não é necessariamente impossível, em outras palavras gastar mais não é necessariamente sinônimo de consumir mais do que está disponível (Ibid., p. 123). O grande mérito de Samuelson, aponta Weil (2008, p. 124), foi ter feito um modelo, na ausência de externalidades ou distorções, em que a validade do primeiro teorema do bem-estar se trata de um caso muito particular, e, ademais, é difícil discutir com o realismo de um modelo em que “novas” gerações, no sentido abordado, estão sempre vindo. O próprio Barro (1974) reconhece que seus resultados dependem de um mundo em que todos os pais legam heranças positivas a seus filhos.

II.1.5. A dívida pública

Uma segunda solução centralizada para curar a ineficiência de economias Samuelsonianas, em linha com Diamond (1965), é a dívida pública. Se o custo fiscal for, ao menos parcialmente, repassado para as “novas” gerações, desconectadas economicamente; diferente do aplicado em Barro (1974), financiar déficits com a emissão de dívida eleva o consumo (logo, melhora o bem-estar) e reduz a poupança privada, o que diminui a razão capital-trabalho, e, por sua vez, eleva a taxa de juros. Então, em uma economia com $r < g$, a elevação da dívida pública é benéfica para todos. Do ponto de vista normativo, a dívida deveria ser elevada até a regra de ouro da acumulação de capital ($r = g$). A partir desse ponto, o governo, se não gastar nada (ou mantiver um orçamento equilibrado), pode rolar esse nível de endividamento per capita para sempre sem nunca ter de cobrar impostos para isso (WEIL, 2008, p. 125).

Suponha que o governo toma emprestado o valor b de cada indivíduo jovem e devolver $(1+r)b$ na velhice a cada um. Como os jovens são $1+g$ vezes mais numerosos, e $r = g$, o valor constante que se toma emprestado dos jovens a cada período compensa o principal e os juros da geração anterior, sem a necessidade da cobrança de impostos. A dívida nesse caso é análoga a um esquema de pirâmide, isto é, o governo é insolvente no sentido financeiro, dado que ela excede o valor presente descontado dos resultados fiscais futuros, e se libertou da restrição orçamentária intertemporal que limita os demais agentes da economia (Ibid., p. 126).

II.1.6. Incerteza

Weil (2008) traz quatro extensões do modelo de gerações sobrepostas⁷⁴; basta, para os propósitos deste trabalho, entretanto, concentrar-se em uma: compartilhamento de risco

⁷⁴ A título de referência, as outras três, além da apresentada, são: a relevância empírica da ineficiência dinâmica, e a aplicabilidade i) no pensamento keynesiano e ii) na economia comportamental

intergeracional. Seguindo Samuelson, a exposição até o momento ignorou a incerteza. O que é tanto conveniente quanto perigoso. Se por um lado torna claras e marcantes as diferenças entre economias “clássicas” e Samuelsonianas, por outro, dá uma falsa sensação de simplicidade. No mundo real, onde há incerteza, existe uma miríade de taxas de juros (pública, privada etc.), que, tais quais as taxas de crescimento, flutuam com o tempo (WEIL, 2008, p. 128).

Deixando de lado essas questões práticas, há um ponto teórico mais premente: quando há incerteza, o equilíbrio do modelo de gerações sobrepostas nunca é ótimo porque os nascituros não podem realizar trocas mitigadoras de risco antes de nascer com as gerações anteriores. Essa dificuldade é específica à incerteza e ao mercado de seguros. Para ilustrar o caso, suponha que a dotação agregada constante entre jovens e velhos é decida aleatoriamente logo antes dos jovens da nova geração “nascerem” e os da anterior se tornarem velhos. Dado que só a divisão é aleatória, jovens e velhos poderiam reunir suas dotações para eliminar a incerteza completamente se conseguissem se encontrar antes do evento. Essa participação incompleta no mercado é suficiente, considerando tudo o mais perfeito e completo, para prevenir um resultado ótimo no sentido de Pareto. Esse resultado independe do tipo de economia sendo analisada (Samuelsoniana ou clássica). E, mesmo em uma economia “clássica”, um sistema de redistribuição intergeracional pode ajudar a substituir a participação incompleta no mercado de seguros e, assim, melhorar o bem-estar (WEIL, 2008, p. 129).

II.1.7. Conclusão

Weil (2008) reconstrói, portanto, de modo muito claro e conciso, os grandes resultados de Samuelson, extremamente relevantes para a macroeconomia posterior. Não por acaso, tanto Sargent e Wallace (1981), quanto Barro (1974), dialogam justamente com o seu modelo. O ponto fundamental é demonstrar, em um contexto francamente mais realista, “um mundo em que novas gerações estão sempre chegando”⁷⁵, e na ausência de falhas de mercado, o equilíbrio competitivo pode não ser eficiente no sentido de Pareto. O resultado é surpreendentemente robusto e aponta claramente para o fato de que a taxa de juros, a depender da preferência dos agentes, nem sempre converge para a taxa de crescimento, i.e., para a “regra de ouro” da acumulação de capital, mas pode, se situar acima, ou, o que é mais relevante, abaixo. Economias Samuelsonianas podem ter o seu bem-estar elevado através da intervenção pública, transferindo riqueza dos jovens para os velhos, em oposição à poupança privada individual. E, mais ainda o governo pode, e possivelmente deve, se endividar até absorver o

⁷⁵ Chamando atenção para a definição de “novos” agentes, isto é, desconectados economicamente dos demais, diferentemente da caracterização de Barro (1974).

excesso de poupança, reduzir a relação capital-trabalho, e elevar os juros até que $r = g$ ⁷⁶, ponto no qual, inclusive, a dívida pública pode ser rolada para sempre, em um nível per capita constante, sem custo fiscal. Sob incerteza, mesmo as economias clássicas tem muito a se beneficiar de transferências que ajudem a mitigar riscos para os quais não existem mercados (ou estes são incompletos), como o risco intergeracional de nascer com pouca ou nenhuma dotação inicial, i.e., pobreza.

II.2. O caso americano e as implicações de taxas de juros muito baixas

A fim de prosseguir nessa linha argumentativa, uma relevante exposição é feita por Blanchard (2019, p. 1), em sua palestra como presidente da AEA, sobre o custo da dívida pública, em especial, quando as taxas de juros sobre esta se encontram em níveis muito baixos. De modo sintético, apresenta: os dados para a economia americana desde 1950, demonstrando que taxas de juros abaixo das taxas de crescimento foram a norma, e não a exceção, no período, e, como já abordado em Weil (2008), conseqüentemente, a dívida não teria custo fiscal; o segundo tópico explorado são os efeitos sobre o bem-estar, visto que esta, tem, ainda, conseqüências alocativas; e, por fim, aponta brevemente argumentos contrários ao endividamento público e suas razões.

A taxa nominal do título público americano de 10 anos está na casa de 3%, enquanto as previsões de crescimento nominal em 10 anos estão em 4% (2% de crescimento real, 2% de inflação). Essa desigualdade é ainda mais pronunciada em outras economias desenvolvidas: no Reino Unido, a taxa nominal de juros para 10 anos é de 1,6%, com previsões de crescimento de 3,6% (1,6% real, 2% inflação), um resultado muito similar ao da zona do euro; e, no Japão, a taxa nominal está em 0,1%, com previsões de crescimento em 10 anos de 1,4% (1% real, 0,4% inflação) (BLANCHARD, 2019, p. 2).

Se os juros pagos pelo governo são menores do que a taxa de crescimento, então a restrição orçamentária intertemporal deixa de ser relevante. As conclusões do trabalho, nota o autor, apontam para o fato de que não apenas a dívida pode não ter um custo fiscal substantivo, mas, impactos negativos sobre o bem-estar muito limitados, o que vai de encontro à noção convencional de que os níveis de endividamento público estão demasiadamente elevados e precisam ser reduzidos (Ibid., p. 2).

⁷⁶ Nesse ponto, Barro (1974) está perfeitamente alinhado. De que economias em que $r < g$ são ineficientes, mas considera que o caso não existiria, isto é, seria automaticamente corrigido pelo mercado, o que, não necessariamente, acontece, mas que está em linha com os pressupostos Novo-Clássicos.

II.2.1. O caso americano

Para a economia americana desde 1950, em média, as taxas de juros foram inferiores às taxas de crescimento, em termos nominais e reais. Excetuando-se a desinflação da década de 80 (o período Volcker), ambas as taxas de juros se mantiveram consistentemente abaixo da taxa de crescimento. Para uma análise mais precisa, Blanchard constrói uma série com o custo efetivo relevante da dívida pública. Dois fatores são considerados: a composição da dívida por diferentes maturidades e os impostos cobrados sobre os juros recebidos (BLANCHARD, 2019, p. 7).

Ignorando, por concisão, nesta exposição, a metodologia para a construção da taxa de juros ajustada, e prosseguindo aos resultados, a taxa média ficou em 3,8%, contra 6,3% de crescimento, desde 1950. Hoje, a taxa está em torno de 2,4% (Ibid., p. 9-10). Também é interessante notar que prazo médio da dívida detida por agentes privados caiu de 8 anos e 4 meses em 1950, para 5 anos hoje. Isso se deve, em grande medida, à dívida em poder de instituições públicas, principalmente, do Fed, cujo estoque de títulos costumava ser baixo e de curto prazo. Com a política de *quantitative easing* (QE), o estoque aumentou consideravelmente e se enviesou para papéis de longo prazo, implicando um vencimento médio menor nas mãos do setor privado em relação ao total de títulos emitidos (Ibid., p. 7).

Para reforçar o argumento, conduz-se uma série de simulações: zera-se o resultado fiscal a partir de diversos pontos no tempo para avaliar como teria sido a dinâmica da dívida pública, a partir daquele momento. O resultado, não surpreendente à luz das taxas já apresentadas, é que a rolagem da dívida é possível, e que esta entraria em trajetória decrescente qualquer que fosse o momento histórico e o nível de endividamento. O ponto, salienta, é avaliar se isso seria realmente desejável em termos de bem-estar (*welfare*) (Ibid., p. 9-12).

II.2.2. Implicações sobre o bem-estar

Para avaliar as implicações da rolagem da dívida pública, recorre-se, não por acaso, ao modelo de gerações sobrepostas, seguindo Diamond (1965)⁷⁷, e posteriormente introduzindo incerteza, a fim de diferenciar entre a taxa livre de risco (da dívida pública) e o (arriscado) produto marginal do capital (que remunera a sua acumulação) (BLANCHARD, 2019, p. 12).

No modelo tradicional, sem incerteza, a conclusão é direta: se a taxa de juros é inferior à taxa de crescimento, uma transferência intergeracional (ou aumento da dívida pública) eleva

⁷⁷ Que primeiro estendeu o modelo de Samuelson para esse propósito.

o bem-estar. Com a introdução de incerteza⁷⁸, a pergunta passa a ser qual é a taxa relevante para avaliar esses efeitos. Ambas, na verdade: uma transferência tem um efeito direto reduzindo a acumulação de capital⁷⁹, e um indireto pela mudança dos retornos relativos entre capital e trabalho. O impacto do primeiro efeito sobre o bem-estar depende da taxa livre de risco, como no modelo tradicional, visto que essa deve equivaler a taxa de retorno ao capital ponderada pelo risco. O segundo efeito se dá pela mudança na relação capital-trabalho, e depende, esse sim, do produto marginal do capital⁸⁰(arriscado). Se, em média, este segundo efeito for superior à taxa de crescimento, o resultado será negativo. O cenário atual aponta para uma taxa de crescimento abaixo da taxa livre de risco, mas um produto marginal do capital maior do que a taxa de crescimento, de modo que o efeito líquido é, em princípio, ambíguo (BLANCHARD, 2019, p. 3).

Ignorando, mais uma vez, por simplicidade, a demonstração, seguem algumas considerações sobre os resultados (sem incerteza): com respeito ao primeiro efeito, dados os preços de capital e trabalho, se $r < g$ ⁸¹, há uma melhora de bem-estar porque uma transferência⁸² entrega uma taxa de retorno implícita aos poupadores superior ao capital. Já com respeito ao segundo, através das mudanças nos preços relativos dos fatores de produção (capital e trabalho), uma transferência reduz a acumulação de capital, o que aumenta seu produto marginal e, conseqüentemente, reduz o salário (Ibid., p. 13). Dado que uma redução do capital leva a uma igual redução na renda no primeiro período de vida, mas um aumento no segundo (e último); se $r < g$, então esse aumento é mais atraente do que a remuneração do capital. A magnitude desse segundo efeito depende da elasticidade de substituição entre capital e trabalho, de modo que, se a elasticidade é infinita, i.e., a função de produção é linear, então a acumulação de capital não tem efeito sobre a sua remuneração ou as taxas de salário. Assim, o segundo efeito seria zero (BLANCHARD, 2019, p. 14).

⁷⁸ Em Blanchard (2019) (e no *mainstream* econômico de modo geral) incerteza é sinônimo de risco, isto é, corresponde a um evento, com probabilidade de ocorrência inferior a 1, que segue uma distribuição conhecida. Isso diverge da concepção dada por Keynes (1936) na Teoria Geral, de incerteza não probabilística, que não permite a formalização matemática.

⁷⁹ Reduz a poupança, que é o capital do período seguinte (BLANCHARD, 2019, p. 13), e este se deprecia completamente no período (Ibid., p. 18).

⁸⁰ Que determina a remuneração do fator de produção.

⁸¹ Blanchard (2019, p. 13) assume, por conveniência, que o crescimento é igual a zero, portanto, $g = 1$ (taxa de crescimento nula), de modo que $r < g$ se torna $r < 1$, i.e., uma taxa negativa. Nesta exposição, entretanto, manter-se-á $r < g$.

⁸² Formalmente, Diamond (1965) analisa os efeitos da dívida pública e não uma transferência, mas, sem incerteza, e em equilíbrio, ambos são equivalentes.

II.2.3. Incerteza

Ao introduzir incerteza, o produto marginal do capital passa a ser incerto e, se os agentes são avessos ao risco, a taxa livre de risco será menor do que o produto marginal do capital (BLANCHARD, 2019, p. 14). Apesar disso, a taxa livre de risco ainda é a relevante para avaliar o efeito direto (com preços dos fatores dados) de uma transferência, porque corresponde à taxa de retorno do capital ponderada pelo risco. Se $r < g$, existe melhora do bem-estar, sob esse aspecto. Já o segundo efeito (sobre os preços relativos dos fatores) depende do produto marginal do capital (arriscado). Se a taxa de retorno do capital for R_{t+1} , a mudança nos preços, relativos à redução do capital, representa uma transferência implícita com taxa de retorno R_{t+1}/R_t . Será positiva (em termos de bem-estar) se R_t for menor do que g , e negativa caso contrário (BLANCHARD, 2019, p. 16).

Uma combinação de ambas parece ser o caso dos EUA (e da maioria das economias desenvolvidas): a taxa livre de risco estaria abaixo de g , e, a arriscada, acima de g . Os efeitos trabalhariam, portanto, de forma oposta (Ibid., p. 16). Nessa configuração, apenas a taxa livre de risco aponta para a possibilidade de transferências aumentarem o bem-estar. Conforme a elasticidade de substituição dos fatores diminui, o efeito da mudança nos preços relativos se torna mais forte, e eventualmente anula o bem-estar gerado (Ibid., p. 17).

II.2.4. Simulações

Em seguida, Blanchard (2019) prossegue com simulações do modelo. Ignorando, por simplicidade, a discussão apresentada pelo autor dos parâmetros adotados, os resultados seguem alinhados às conclusões teóricas: com uma função de produção linear, a única taxa relevante é a livre de risco (R^f) e as transferências elevam o bem-estar se $r < g$, pois, mesmo sem efeito sobre a taxa média de retorno do capital, reduzem o prêmio de risco, e elevam R^f até que, em algum momento, a taxa se torna superior ao crescimento ($r > g$)⁸³. Intuitivamente, conforme a transferência aumenta, a renda do segundo período se torna menos arriscada, reduzindo o prêmio de risco e aumentando R^f . No limite, uma transferência que levasse a acumulação de capital (poupança) a zero, eliminaria a incerteza sobre a renda futura, e as taxas convergiriam (BLANCHARD, 2019, p. 20).

Com uma função do tipo Cobb-Douglas, ambas as taxas importam: os resultados, evidentemente dependem de uma série de hipóteses sobre os valores dos parâmetros, cuja discussão, aqui, é pouco pertinente. Apenas para apresentar uma ordem de grandeza, Blanchard (2019, p. 22) estima que, para uma transferência de 10% da dotação dos jovens para os velhos

⁸³ Blanchard (2019, p. 20), ao adotar crescimento zero (cf. nota 87), afirma que a taxa se torna positiva.

ter efeitos positivos sobre o bem-estar, com $R^f = 2\%$ abaixo da taxa de crescimento (g), a taxa arriscada não pode superar g em mais de 2,3%; com $R^f = 1\%$ abaixo de g , essa não pode passar de 1,5% acima de g .

Seguindo para a rolagem da dívida pública, em que o governo, tendo emitido títulos e distribuído os recursos como transferências, não eleva impostos e deixa a dinâmica da dívida se desenrolar, Blanchard (2019, p. 24-25) faz 1000 simulações de evolução do endividamento, com uma função de produção linear, e outra, Cobb-Douglas. Mais uma vez, atendo-se aos resultados, com a função linear, em todos os casos houve um decréscimo da dívida pública, e nenhum efeito sobre a taxa de risco da economia. Já com a função Cobb-Douglas, mesmo sem choques negativos, 5% dos resultados resultaram em trajetórias explosivas.

Considerando as consequências sobre o bem-estar, convém comparar com o caso das transferências intergeracionais, em que o primeiro efeito advém do fato dos agentes receberem uma taxa implícita igual a g na transferência, ao passo que a taxa R^f_{t-1} , recebida na rolagem da dívida, é normalmente menor. Na margem, mesmo que os agentes sejam indiferentes entre ativos de risco ou seguros, existe um efeito “inframarginal”, um excedente do consumidor, sob a forma de um portfólio menos arriscado e, conseqüentemente, um consumo mais seguro no segundo período de vida, mas o saldo positivo sobre o bem-estar é menor do que em um esquema de transferências direto. O segundo efeito, da mudança na taxa de salário e de retorno do capital ainda existe, então o resultado líquido, ainda que menos persistente, na medida em que a dívida se reduz ao longo do tempo, é mais provável que seja negativo (Ibid., p. 25-26).

No caso da função de produção linear, as rolagens tipicamente não falham, e o bem-estar se eleva ao longo do tempo. Para a geração recebendo a transferência, o efeito é positivo, e grande. Para as gerações subsequentes, ainda que estejam, na margem, indiferentes entre ativos seguros ou arriscados como forma de poupança, os ganhos inframarginais implicam em uma utilidade modestamente maior (BLANCHARD, 2019, p. 26).

Se se assume que a função de produção do tipo Cobb-Douglas é uma representação mais fidedigna da realidade, então é importante fazer alguma consideração sobre a taxa de desconto intertemporal, i.e., por quanto se troca consumo futuro por consumo presente, visto que, nesse caso, os efeitos positivos, nos casos em que a rolagem é bem sucedida, normalmente se esgotam após o primeiro período⁸⁴. Assim, se a taxa de desconto for próxima a 1, as rolagens de dívida pública não devem ser interessantes, do ponto de vista do bem-estar, ao passo que, se

⁸⁴ Suposto, no modelo, como sendo de 25 anos (BLANCHARD, 2019, p. 18).

se situar abaixo, é possível que um benefício inicial grande o suficiente domine a perda de utilidade posterior (Ibid., p. 28).

II.2.5. Pontos favoráveis à política fiscal

É fundamental chamar atenção para o fato de que toda a análise se dá em pleno emprego, o que, como o próprio autor reconhece, não faz justiça aos benefícios potenciais de financiamento via déficits, tampouco lida com outros custos potenciais ignorados. Primeiro, aos benefícios: se a taxa de desconto intertemporal for menor do que 1, é bem possível que o benefício inicial compense o custo posterior⁸⁵ (BLANCHARD, 2019, p. 30).

Sobre o papel da política fiscal em elevar a demanda e contra-arrestar os efeitos de uma recessão, Blanchard (2019, p. 31) chama atenção para quatro argumentos: i) uma elevação no tamanho dos multiplicadores, sugerindo que, um pequeno endividamento pode ter grandes efeitos na economia; ii) a presença de histerese, o que pode fazer com que a política anticíclica, ao impedir que a economia se contraia, visto que esses efeitos seriam duradouros, pode, na verdade, melhorar a trajetória de longo prazo, de modo a ter um resultado fiscal mais favorável como consequência da política, sendo tanto mais forte, quanto maior o efeito multiplicador e menor a taxa de juros; iii) o corte excessivo de investimento público, por ocasião de consolidações fiscais recentes, tornou seu produto marginal elevado, e, aqui, deve-se comparar a taxa de retorno social do investimento à taxa de retorno do capital privado ponderada pelo risco, i.e., à taxa livre de risco; iv) se a economia entrou de fato em um período de estagnação secular, em que elevadas taxas livres de risco negativas seriam necessárias para igualar a demanda ao produto potencial, mas a política monetária estaria restringida pelo limite inferior efetivo (taxa básica de juros nominal zero), caso em que sustentados déficits seriam necessários para preencher essa lacuna.

Esse último argumento é, de fato, reforçado pelos resultados do autor. Não somente os déficits seriam necessários para eliminar o hiato do produto, mas, com taxas de juros bastante abaixo do produto potencial, o custo, em termos de bem-estar, pode ser pequeno ou mesmo ausente (BLANCHARD, 2019, p. 32).

II.2.6. Contra-argumentos

Por outro lado, Blanchard (2019, p. 32) também chama a atenção pra três potenciais contra-argumentos: o primeiro, de que a taxa de juros estaria artificialmente baixa, e, portanto, a análise de custos e benefícios não seria válida. É majoritariamente aceito, por exemplo, que

⁸⁵ Principalmente porque o futuro é fundamentalmente desconhecido, isto é, o benefício é garantido no presente e o custo é “apenas” potencial no futuro.

os títulos públicos americanos têm um desconto de liquidez, gerando uma taxa mais baixa do que seria o correto. Esse argumento é válido na medida em que essa diferença reflete distorções do mercado, como restrições impostas a instituições financeiras a manter uma fração do seu capital em títulos públicos etc., e não tecnologia e/ou preferências dos agentes.

O segundo contra-argumento é de que o passado não seria um bom preditor do futuro. Enquanto logicamente, não existe, de fato, razão para extrapolar o presente no futuro, a evidência permite ser otimista: o governo americano, poderia, em tese, financiar-se através de títulos indexados à inflação pelos próximos 30 anos a uma taxa real de 1,11%, abaixo das previsões mais pessimistas sobre o produto potencial (Ibid., p. 32-33).

O terceiro ponto, e mais difícil de refutar, é a possibilidade de existência de equilíbrios múltiplos, isto é, se, por hipótese, os investidores acreditarem que uma dívida perfeitamente sustentável é, na verdade, arriscada e exigirem um prêmio de risco, é possível que, de fato, o endividamento entre em trajetória insustentável, configurando uma profecia auto realizável. Nesse caso, dentro de uma ampla faixa de níveis de endividamento, haveria mais de um equilíbrio: um positivo, outro negativo (uma taxa mais baixa, outra, mais alta) (Ibid., p. 33). A questão, entretanto, reside nas implicações práticas desse ponto, isto é, se existe um nível seguro de endividamento (com equilíbrio único), como mensurá-lo e, em o encontrando, se seria viável alcançá-lo, e.g., uma redução de 100% da relação dívida/PIB para 90%, já exigiria um nível de consolidação fiscal impensável, que não poderia ser compensado pela política monetária (por conta do *zero lower bound*, i.e., juro nominal zero). Em termos mais concretos, é possível que, ao invés de seguir pela austeridade fiscal, que não pode ser plenamente compensada por uma política monetária mais expansionista, seja melhor uma regra fiscal crível para eliminar o equilíbrio negativo (BLANCHARD, 2019, p. 34).

II.2.7. Conclusão

Em resumo, Blanchard (2019) aponta claramente para a relevância do debate sobre o papel do endividamento público em elevar o bem-estar, na medida em que, sob certas condições (basicamente $r < g$), que, de acordo com os dados apresentados, de fato, têm se verificado em economias desenvolvidas, os custos (em termos de bem-estar) podem ser mais baixos do que se supunha, isto é, pelo *mainstream* econômico. Ele reconhece as limitações do modelo, tanto em termos dos parâmetros assumidos, quanto teoricamente, em particular, ao restringir sua análise ao equilíbrio, i.e., ao pleno emprego⁸⁶.

⁸⁶ Limitações estas que, se desconsideradas, tornam o resultado ainda mais relevante

II.3. Finanças Funcionais

Alguns de seus argumentos, entretanto, dialogam, surpreendentemente, com as ideias expostas por Abba Lerner (1943), em seu artigo seminal: *Functional Finance*. Como o próprio coloca (LERNER, 1943, p. 39), sua teoria fundamental é extremamente simples. Seguindo nessa linha, postula que as políticas fiscal e monetária devem ser conduzidas com foco exclusivo em seus resultados sobre a economia, em oposição a qualquer doutrina estabelecida.⁸⁷ Seu ponto é, de fato, extremamente simples: manter a economia em seu produto potencial. Acima, gerará inflação, abaixo, desemprego (LERNER, 1943, p. 39). O corolário dessa política, tal qual resgatou a MMT, é que a tributação nunca deve ser dirigida a coletar recursos para que o governo possa gastar, mas deve, na verdade, ser julgada pelos seus efeitos, que são, aponta, dois: o contribuinte tem menos dinheiro para gastar e o governo tem mais. Como, argumenta, o governo pode atingir o segundo efeito simplesmente “imprimindo dinheiro”, apenas o primeiro efeito é relevante. Sua segunda prescrição é que o governo deve tomar emprestado apenas se quiser reduzir a parcela do público de moeda e aumentar a de títulos, a fim de atingir a taxa de juros adequada, nem muito baixa (pois poderia levar a sobre investimento e, conseqüentemente, à inflação), nem muito alta. (Ibid., p. 40)

Lerner (1943, p. 42-43) aponta que, se o público se torna relutante em continuar a emprestar ao governo, só dispõe de duas opções: entesourar o dinheiro ou gastá-lo. No primeiro caso, o governo simplesmente “imprime o dinheiro” para satisfazer suas obrigações, e evita o compromisso do pagamentos dos juros. Já no segundo, a elevação do consumo elimina a necessidade de o governo se endividar para compensar a falta de demanda, e, se o gasto se torna muito elevado, então é o momento de tributar para prevenir inflação. Essa arrecadação pode, por seu turno, ser utilizada para abater da dívida pública. Em todo o caso, *Functional Finance* provê um simples, quase automático, estabilizador.

Outro aspecto digno de nota é a analogia da oposição ao gasto público financiado por dívida a estar desempregado e ser oferecido um emprego sob a condição de pagar uma parcela de juros sobre o salário à esposa, porque poderia criar problemas matrimoniais no futuro. Lerner sumariza a questão da seguinte forma: mesmo que o pagamento de juros fosse uma perda para a sociedade, em oposição a uma simples transferência de riqueza dentro dela, este seria um

⁸⁷ Lerner faz aqui uma crítica clara ao que Keynes (1936) denominou clássicos, i.e., os discípulos de Ricardo, e.g., John Stuart Mill, Alfred Marshall e Arthur Pigou. (KEYNES, 1996 [1936], p. 43).

custo muito menor do que a perda causada permitindo que o desemprego continuasse (LERNER, 1943, p. 46).

Evidentemente, uma análise de custo-benefício precisa ser feita a partir de dados, mas o ponto mais relevante, é o lúcido entendimento do papel dos juros. De fato, estes não criam riqueza, mas, o que Lerner enseja, ainda que não formule, é que, na verdade quanto maior a conta de juros, pior a distribuição de renda na sociedade (mais desigual) visto que os indivíduos, no mundo real, não têm dotações idênticas e, portanto, aqueles que possuem ativos tendem a elevar seu patrimônio cada vez mais, *ceteris paribus*, quanto maior os juros. Talvez Lerner não faça essa consideração, pois tem o remédio correto para essas distorções: se o governo não quiser que a propriedade privada cresça demais basta taxar os ricos ao invés de tomar emprestado (LERNER, 1943 p. 49).

Mais ainda, Lerner adianta, por exemplo, o argumento básico da TFNP de que o passivo público é o ativo do setor privado, quando argumenta que o aumento da dívida pública age como uma força estabilizadora, gradualmente reduzindo a necessidade de seu crescimento até chegar a um equilíbrio, em que o seu crescimento cessa, pois, quanto maior a dívida pública, maior a riqueza privada. A razão para isso é, simplesmente, que, para cada dólar de dívida do governo, existe um credor privado proprietário dessas obrigações, que as considera parte de sua riqueza pessoal. Argumenta ainda, que, quanto mais ricos os indivíduos, menor o incentivo a poupar e, analogamente, maior a consumir (LERNER, 1943, p. 49). O que não é muito distante da intuição da TFNP sobre o efeito riqueza.

O ponto de Lerner cuja validade talvez seja indiscutível se expressa bem na seguinte passagem: “*It [Functional Finance] means using these instruments simply as instruments, and not as magic charms that will cause mysterious hurt if they are manipulated by the wrong people or without due reverence for tradition*” (LERNER, 1943, p. 51).

Vale, a essa altura, fazer uma separação entre a concepção da política pública como simplesmente meios para um fim, sem dogmatismos, que é de extrema importância em um debate honesto, e quais fins são esses, notadamente: produto, emprego e inflação; e a prescrição dessas políticas, que (como as propostas da MMT, a serem abordadas e ponderadas) precisam ser compreendidas com uma dose de moderação. Isso não invalida, contudo, a atualidade de muitas de suas ideias, e, *mutatis mutandis*, foi essa primeira concepção que Blanchard (2019) buscou endereçar: os efeitos da política pública, particularmente, o da dívida.

II.4. Modern Money Theory

O objetivo desta seção será apresentar os principais argumentos da MMT e suas implicações, a fim de, posteriormente, relacioná-la a outros pontos de vista. A referência para essa exposição será Tymoigne e Wray (2013), “*Modern Money Theory 101: A Reply to Critics*”, tanto por Wray ser uma referência acadêmica dessa abordagem (LARA RESENDE, 2019, p. 3), quanto pelo artigo, conforme sugere seu nome, trazer a MMT em uma exposição “didática” com o objetivo de esclarecer pontos do pensamento em resposta a críticas. O principal ponto da MMT é de que governos “monetariamente soberanos”, i.e., que emitem sua própria moeda, não estão sujeitos a restrições financeiras da forma que entes não-soberanos⁸⁸, de modo que podem se dedicar a questões como pleno emprego e estabilidade de preços (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 2).

Como a MMT não vê restrição financeira ao gasto público, a questão da dívida pública e sua trajetória não é endereçada como um problema. Ademais, em linha com o pensamento heterodoxo, tratam sempre de uma economia abaixo do pleno emprego, que precisa, portanto, de estímulos para ser levada até o produto potencial. Também se dá pouca importância a processos inflacionários abaixo do pleno emprego e à possíveis dificuldades de coordenação das políticas públicas. Por outro lado, questões como tributação e arranjos previdenciários são tratadas, no espírito de Lerner (1943), a partir de suas consequências sobre o lado real da economia, e não do ponto de vista financeiro.

II.4.1. O modelo

Assume-se, inicialmente, em um modelo extremamente simplificado, que só existem dois setores na economia: o governo federal e os outros. Note que o banco central e o tesouro são tratados como um único ente (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 5). Trata-se da “hipótese da consolidação”, a ser relaxada mais adiante, mas que não altera, para a MMT, a “lógica em funcionamento” (Ibid., p. 4). Esse governo impõe um imposto a ser pago com a moeda de sua própria emissão, que, por sua vez, ocorre quando o governo gasta, isto é, entrega moeda ao resto da economia em troca de bens e serviços. Os outros, por outro lado, dependem desse gasto para acumular a moeda necessária ao pagamento de impostos, que, ao ocorrer, retira o valor pago de circulação, i.e., “destrói moeda”, analogamente como o gasto do governo a “cria”.

Nesse simples circuito, fica claro que insolvência ou falência do governo não é possível e, que é necessário que haja primeiro o gasto (ou empréstimo) para que depois se tribute. Nesse sentido, impostos não são uma fonte de recursos, mas a devolução de moeda ao

⁸⁸ O que inclui o setor privado, os governos subnacionais e países sem moeda própria.

governo emissor (Ibid., p. 5). A restrição orçamentária do governo, trazida para a macroeconomia por analogia à restrição orçamentária da família, seria, portanto, melhor interpretada como uma identidade *ex-post* que mostra as fontes de injeção e destruição da moeda governamental, ao invés de descrever as fontes de recursos para as despesas públicas (Ibid., p. 6).

Uma importante função do mecanismo de refluxo – a cobrança de impostos, que permite à moeda retornar ao seu emissor – é lhe atribuir valor e, de modo mais amplo, quanto maior a capacidade de cobrar impostos, maior a demanda pela moeda e mais amplamente esta é aceita como meio de pagamento (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 6-7). Innes (1914, p. 161 apud TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 6) afirma: “[the] very nature of credit throughout the world”, is “the right of the holder of the credit (the creditor) to hand back to the issuer of the debt (the debtor) the latter’s acknowledgment or obligation”.

Em resumo, como também aponta Lara Resende (2019, p. 17), do ponto de vista macroeconômico, a tributação tem a função de reduzir a demanda agregada do setor privado da economia, e, portanto, seguindo Tymogne e Wray (2013, p. 8), o debate sobre impostos deve focar em questões distributivas e de justiça social e na sua capacidade de controlar a inflação⁸⁹. Adicionalmente, a MMT, como a maior parte das abordagens heterodoxas, rejeita a Teoria Quantitativa da Moeda e segue a abordagem tradicional da moeda endógena, em que o estoque de moeda como proporção do produto nacional não tem, em si, relevância (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 9).

O primeiro ponto é que, para qualquer ente econômico, os ativos igualam os passivos, e, mais ainda, os primeiros, à soma de ativos reais e financeiros, e, do outro lado do balanço, ficam os passivos financeiros e patrimônio líquido. Como todo o credor precisa de um devedor e vice-versa, é lógico concluir que, em uma economia fechada, a soma dos ativos e passivos financeiros é zero (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 16).

Mais ainda, se, no agregado, o setor privado for credor de ativos financeiros, como normalmente é o caso, o governo precisa ser devedor líquido⁹⁰. Identidades contábeis não são uma teoria, como os autores reconhecem, mas demonstram que é impossível para o setor privado ser credor líquido e o governo manter um superávit (Ibid., p. 17). Mesmo desagregando

⁸⁹ Vale dizer, todas essas questões são importantes linhas de pesquisa econômica, apenas os modelos macroeconômicos ortodoxos não permitem o seu endereçamento em função de seus pressupostos, e.g., agentes racionais otimizadores, mercados competitivos e completos, informação perfeita etc.

⁹⁰ Parte dos passivos do governo é a própria moeda, que, como nota Patinkin (1965, p.288) e, mais amplamente, Woodford (1995), o governo não está preocupado com o nível de seu passivo (principalmente aquele que não paga juros) como os demais agentes econômicos.

o Banco Central (BC) do Tesouro, e já adiantando o próximo passo da análise, como todo o passivo monetário é do BC, o Tesouro poderia ter um balanço líquido positivo, não fosse o fato de que toda moeda emitida pelo BC é contra um passivo do Tesouro, no caso, títulos públicos.

A implicação desse arranjo é retirar importância da posição fiscal do governo, *per se*. Esta deve atender às necessidades de acumulação do setor privado (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 18). Para a estabilidade do sistema, normalmente é importante que o setor privado seja um credor líquido, do contrário, é necessário que o valor dos ativos reais cresça de modo a compensar a posição financeira devedora, sob pena de reduzir o patrimônio líquido do setor privado. O que, argumentam os autores, foi o que aconteceu durante o boom imobiliário americano que antecedeu a crise de 2008: os preços dos imóveis cresciam rápido o suficiente para sustentar os níveis sem precedentes de tomada de crédito, em linha, afirmam, com a Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 19).

Lavoie (2013, p. 9) também admite que:

While it would seem that government deficits in a growing environment are appropriate — as it provides the private sector with safe assets to grow in line with private, presumably less safe, assets — it is an entirely different matter to claim that government deficits are needed because there is a need for cash.

A MMT reconhece o ponto apresentado por Lavoie (2013) como correto, mas argumenta que a questão fundamental é que a política monetária é capaz apenas de alterar a composição entre moeda e títulos detidos pelo setor privado, e somente a política fiscal que pode “criar” ativos financeiros (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 21).

II.4.2. Separando o Banco Central e o Tesouro

Relaxando finalmente a hipótese de consolidação entre Banco Central e Tesouro, quando o segundo gasta, as reservas bancárias com o setor privado aumentam, e, analogamente, quando o Tesouro arrecada, o nível das reservas se reduz. Considerando a demanda por reservas bancárias altamente inelástica na maior parte do tempo⁹¹, qualquer excesso de reservas tenderia a levar a taxa básica de juros abaixo da meta⁹², requerendo do BC que compensasse esses efeitos via operações de mercado aberto, nesse caso vendendo títulos para absorver a liquidez e vice-versa (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 25). Adicionalmente, o BC tem um estoque limitado de títulos em sua carteira para a condução da política monetária, portanto o Tesouro precisa

⁹¹ Na medida em que bancos mantêm sob essa forma apenas o estritamente necessário para atender às exigências legais e lidar com pequenas flutuações (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 25).

⁹² A menos que a meta fosse zero (Ibid., p. 25).

prover títulos em quantidade suficiente para tanto. De modo mais amplo, uma economia em crescimento normalmente requer também um aumento da base monetária, o que costuma demandar um incremento do estoque de títulos detidos pelo BC, e, no limite, significa que o Tesouro precisaria estar em déficit. (Ibid., p. 25)

Outra forma pela qual o Tesouro (americano, no caso) está envolvido na política monetária é através das TT&Ls (*Treasury Tax and Loan Accounts*), que são contas do Tesouro em bancos comerciais. Criadas em 1917 para receber recursos das *Liberty bonds* (títulos emitidos para financiar o esforço de guerra), em 1948 começaram a receber também o recolhimento de impostos. Elas têm a finalidade de suavizar o impacto de operações fiscais sobre o estoque de reservas. Assim o Tesouro coordena as transferências dessas contas para a sua conta única no Fed⁹³, de modo a manter o seu nível de reservas estável. (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 26).

De fato, a MMT não nega que, no arranjo institucional atual, o Tesouro vende títulos primeiro⁹⁴ para adquirir os recursos que alimentam sua conta no BC para então gastar, isto é, mantém o saldo sempre positivo, mas, o ponto central é que, no caso extremo, de não haver demanda pelos títulos do Tesouro, o BC será obrigado a intervir sob pena de gerar grande instabilidade sobre o sistema financeiro. No caso americano, argumentam, bancos *dealers*⁹⁵ especiais estão sempre a postos para comprar títulos do Tesouro e o Fed, por seu turno, garante que há reservas suficientes para que eles o façam através de *repos* (*repurchase agreements*, equivalentes às operações compromissadas). Em outras palavras, enquanto o Fed não está diretamente envolvido na emissão primária do Tesouro, utiliza operações de mercado aberto para garantir que existam recursos para tanto. O resultado final é o mesmo e, salientam os autores, não é proveniente de uma análise teórica (Ibid., p. 27). Lavoie (2013, p. 16), inclusive, também reconhece esse resultado, apesar de preferir não utilizar a hipótese da consolidação:

In a nutshell, as long as the other characteristics of a “sovereign currency” are fulfilled, it makes little difference, as the cases of Canada and the USA illustrate, whether the central bank makes direct advances and direct purchases of government securities or whether it buys treasuries on secondary markets, as long as the central bank shows determination in controlling interest rates.

⁹³ O Tesouro americano mantém contas em bancos privados (TT&Ls) e no Fed, a *Treasury General Account* (TGA), mas só pode fazer pagamentos a partir desta última (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 28).

⁹⁴ É importante notar, contudo, que, na prática, esse é um processo contínuo, de modo que uma discussão do tipo “o ovo ou a galinha” parece pouco proveitosa, em que pesem importantes argumentos teóricos a esse respeito.

⁹⁵ *Dealers*, como no caso brasileiro, são as instituições que atuam diretamente no mercado de títulos onde são definidas as taxas básicas de juros.

Dito de outra forma, quando os recursos obtidos pelo Tesouro vão para sua conta no BC, há uma redução das reservas em poder do setor privado, o que levaria a uma pressão na taxa básica, a menos que o BC intervisse, como de fato o faz, comprando títulos a fim de prover as reservas necessárias e manter a taxa básica na meta. Analogamente, o gasto do governo injeta reservas no sistema e leva o BC, para estabilizar a taxa básica, a vender títulos para “enxugar” o excesso de liquidez (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 35).

Mesmo na zona do euro, notam, a maioria dessas conclusões se mantêm, apesar dos Tesouros nacionais nesse caso não serem monetariamente soberanos, e ser proibida a coordenação direta com o Banco Central Europeu (BCE) para a gestão da política monetária e fiscal. O BCE também não realizava, até o *Securities Markets Programme* e o *Outright Monetary Transactions*, compras e vendas diretas de títulos. Por outro lado, mesmo antes desses programas, o BCE atuava para prover reservas em euro para os bancos centrais nacionais no âmbito do Target 2⁹⁶, funcionando como “válvula de escape” para que estes últimos sim, atuassem na compra e venda de títulos públicos. O resultado, apontam, ainda é o envolvimento, mesmo que indireto, do BCE na provisão de recursos para os Tesouros Nacionais⁹⁷ (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 31).

Em resumo, o Tesouro emite títulos por outras razões que não o seu *funding*⁹⁸ direto. Uma delas é criar meios de pagamento para a economia⁹⁹, a outra é prover o BC com ativos para a condução da política monetária, e em terceiro lugar, suprir o setor privado com ativos para atingir seus requerimentos de capital e criar um benchmark para o mercado de taxa livre de risco¹⁰⁰ (Ibid., p. 32).

II.4.3. O setor externo

O próximo passo da análise é adicionar o setor externo, com o que se pode extrair importantes conclusões. Em primeiro lugar, governos soberanos, que, portanto, não pagam

⁹⁶ O sistema de liquidação bruta em tempo real da zona do euro para bancos comerciais e centrais. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/target2.en.html>>. Acesso em: 13 ago. 2019.

⁹⁷ Convém notar, no entanto, como no caso da crise da zona do Euro em 2011 e na Grécia, em especial, a limitação desse escopo de atuação.

⁹⁸ MMT faz uma distinção importante entre *financing* (*initial finance*) e *funding* (*final finance*) (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 4). O primeiro diz respeito à provisão de capital, normalmente pelo setor financeiro, com a expectativa de devolução do principal; já o segundo é uma provisão normalmente, com propósito definido, mas que não implica devolução (e.g. depósitos à vista são a principal fonte de *funding* de um banco comercial).

⁹⁹ Apenas na medida em que o BC os compra e expande a base monetária.

¹⁰⁰ Existe, inclusive, o argumento de que os títulos públicos mais longos são emitidos principalmente para atender à demanda do mercado e embasar a curva de juros, ainda que Tymoigne e Wray (2013) sejam céticos sobre essa explicação (Ibid., p. 36).

impostos em moeda estrangeira, podem ainda assim querer mantê-la como reserva¹⁰¹, o que implica dizer que não apenas a cobrança de impostos “cria” demanda por moedas. É conveniente, então, ressaltar a diferença, feita pela MMT, entre condição necessária e suficiente. Impostos (ou outra obrigação involuntária) são suficientes para “fazer circular” uma moeda, mas podem não ser necessários. A MMT se baseia na primeira condição, ainda que não haja evidências históricas sérias de moedas sem essa característica (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 38).

Assim, como o setor externo não cria dólares, precisa obtê-los de transações com os Estados Unidos da América (EUA)¹⁰². Normalmente, quando um estrangeiro “financia” o governo americano, i.e., comprando títulos do Tesouro, o pagamento é feito debitando sua conta em dólares no Fed. O ponto é que a compra de títulos do Tesouro representa apenas uma mudança de composição no balanço do Fed. A China, portanto, não “financia” os EUA, mas, na verdade, estes proveem os chineses com os dólares que desejam, na medida em que essas divisas foram necessariamente oriundas de bens e serviços¹⁰³ vendidos pela China para os EUA e pagos em dólares¹⁰⁴. Não há, portanto, chance de default de um governo sobre sua dívida pública denominada em moeda local por impossibilidade de pagamento, exceto se houver algum tipo de âncora cambial. (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 40).

Um último ponto sobre os impactos do setor externo sobre uma economia pode ser depreendido a partir de identidades de contas nacionais: os resultados financeiros (déficits ou superávits) do setor privado, do governo e do setor externo, necessariamente, somam zero. Portanto, não é possível que os três estejam em superávit ao mesmo tempo; é preciso que ao menos um esteja em déficit. Assim, a posição fiscal do governo depende da acumulação financeira líquida desejada pelos setores privado e externo (Ibid., p. 42).

Por outro lado, para países que abrem mão de sua própria moeda, ou em que a economia é dolarizada, o espaço de política torna-se muito restrito e, no limite, se a moeda governamental só for demandada para propósitos tributários (ou inexistente), o equilíbrio

¹⁰¹ E, de fato, todos os países não emissores de dólares americanos, mantêm reservas internacionais, ou gostariam de fazê-lo, nessa moeda, na medida em que é, ainda hoje, o principal meio de troca e unidade de conta do comércio internacional

¹⁰² Embora seja verdade que bancos estrangeiros podem criar depósitos em dólar, o que é feito no mercado Eurodólar, esses ainda precisam de dólares “de verdade” para saques e compensações (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 39).

¹⁰³ Existe também a possibilidade de as divisas serem oriundas da conta financeira, e.g., lucros e dividendos remetidos para chineses.

¹⁰⁴ Se, por hipótese, a China vendesse todos os seus títulos americanos no mercado, o Fed simplesmente teria de comprá-los para prover liquidez ao mercado e manter a taxa básica de juros na meta. Uma venda maciça de dólares no mercado de câmbio, por outro lado, poderia ter consequências, ainda que um Banco Central também conte com instrumentos de estabilização cambial, e.g., *swaps* cambiais.

governamental seria um orçamento equilibrado¹⁰⁵, e a poupança líquida doméstica privada e externa podem não ser compatíveis o que pode levar a um doloroso processo de ajuste¹⁰⁶ (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 44).

II.4.4. Prescrições de política

As prescrições de política resultantes dessa abordagem, para os proponentes da MMT, rechaçam o que chamam de “*Bastard/IS-LM Keynesian*”¹⁰⁷ focadas em “ajustes finos”, utilizando “ferramentas” indiretas para impelir os agentes de mercado a levar a economia para o ponto desejado, alterando seus incentivos. Para a MMT, entretanto, o governo deveria ter uma atuação direta e constante na economia, gerenciando diretamente a força de trabalho, preços e investimentos. Argumentam que, tornando esses programas permanentes e estruturais, estes estariam isolados de questões políticas, e que, assim, eliminariam os problemas de credibilidade, inconsistência temporal e *lags* (internos e externos)¹⁰⁸ levantados por Friedman. (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 44-45).

Vão, inclusive, mais além, reconhecendo a importância do nível adequado e “adequadamente distribuído” (*rightly distributed*) de demanda agregada, e, (talvez por isso) buscam desconectar o nível de emprego da demanda agregada¹⁰⁹, para isso propõem duas políticas centrais: *Job Guarantee (JG)/Employer of Last Resort*¹¹⁰ (ELR) e taxa básica de juros permanentemente em zero (ou quase zero).

Sobre a primeira, argumentam que não se trata de estimular a demanda agregada ou substituir o gasto privado por público, mas de melhorar a estrutura do mercado de trabalho criando um “*pool of employable labor*” enquanto garante trabalho a todos capazes e dispostos a isso. Em termos simples, o governo se compromete a empregar e assalariar qualquer pessoa disposta a trabalhar pelo salário definido dentro do programa, que, notam, se tornará o salário mínimo, *de facto*, na economia, visto que, qualquer empregador precisará ao menos equiparar essa remuneração para contratar. Como o programa é “adequadamente distribuído”, não haveria pressão sobre salários e preços, sustentam, porque os empregados pelo programa eram parte do “excedente” da força de trabalho que não seria contratado de qualquer forma, e que ainda estão

¹⁰⁵ Da mesma forma que operam os entes subnacionais

¹⁰⁶ O caminho mais provável seria através da taxa câmbio.

¹⁰⁷ De fato, o modelo IS-LM é uma proposta de John Hicks (1937), em seu artigo seminal.

¹⁰⁸ Friedman (1961)

¹⁰⁹ É, no mínimo, interessante supor como seria uma situação de pleno emprego, mas em que a demanda está abaixo do potencial.

¹¹⁰ Essa segunda terminologia refere-se especificamente à proposta de Hyman Minsky (1965). Tymoigne e Wray (2013, p. 45) tratam, nesse caso, JG e ELR como intercambiáveis.

disponíveis por um pequeno *mark-up* sobre o salário do JG¹¹¹, de modo que o programa não seria mais inflacionário do que mantê-los desempregados (Ibid., p. 46). Apontam também que haveria redução nos custos de recrutamento, em função do *pool* de trabalhadores demonstrando prontidão e desejo de trabalhar, do qual empregadores poderiam buscar mão de obra mais facilmente¹¹² (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 47). Combatem também as críticas de que os trabalhadores estariam apenas “cavando buracos” e não produzindo nada de útil, comparando com as úteis ocupações implementadas pelo *New Deal* (Ibid., p. 47), como também o faz Minsky (1965).

Rebatem ainda que, em caso de inflação, o governo ainda tem as ferramentas tradicionais de política macroeconômica à disposição: aumentar impostos, reduzir gastos públicos (exceto nesse programa) e elevar os juros (Ibid., p. 47). Também descartam problemas no que, seguindo Keynes, chamam de “semi-inflação”, isto é, aumento de preços em setores cuja elasticidade da oferta é inferior a um, pois, recorrendo a Keynes novamente, um aumento da demanda efetiva “*spends itself, partly in affecting output and partly in affecting price*” (KEYNES, 1964 [1936], p. 285 apud TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 48).

Em termos da política monetária, argumentam que a sensibilidade da atividade econômica à taxa de juros é, em geral, baixa, que se reduz durante períodos de forte crescimento (*booms*), e que “transparência e gradualismo” fizeram a política monetária muito mais fácil de ser antecipada e de se “proteger” contra ela. Adicionalmente, trazem o argumento de Minsky, de que utilizar a taxa básica de juros para promover “ajustes finos” e estabilidade financeira são propósitos incompatíveis. Aumentos de juros durante uma expansão promovem fragilidade financeira; altas e quedas das taxas de juros para “ajustar” a economia, criam instabilidade no refinanciamento das operações dos bancos¹¹³; e elevações na taxa de juros afetam o custo de empréstimo, o que impacta a produção e os preços, podendo ser inflacionárias se seu aumento é muito elevado (Ibid., p. 48-49). Ao contrário, propõem “*safe underwriting*”, ou o que Minsky chamou de “*hedge financing*”; uma estrutura bancária que promova relações de longo prazo com clientes; regulação de inovações financeiras na direção de produtos seguros; e controles

¹¹¹ Poder-se-ia argumentar, dentre outros aspectos, que um “pequeno *mark-up*” sobre o salário mínimo *de facto* seria “um pouco” inflacionário.

¹¹² Isto não parece eliminar as fricções do mercado de trabalho, apenas reduzir “alguma” assimetria de informação.

¹¹³ O que não parece condizer com o “gradualismo e transparência” adotados pelos bancos centrais. O exemplo para o qual chamam atenção, no entanto, é aquele do período Volcker, que “*killed the thrifts and promoted the growth of securitization and the originate-to-distribute model.*” (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 49).

de crédito diretos para frear comportamentos especulativos e/ou pressões inflacionárias (Ibid., p. 49).

A MMT reconhece, entretanto, a restrição imposta pela capacidade física da economia sobre as possibilidades da política pública, mas chamam atenção para o fato que importantes debates, que deveriam ser tratados sob essa ótica, costumam ser abordados como restrições financeiras, que, por esse ponto de vista, são auto impostas. A questão da previdência social, por exemplo, é um problema demográfico e não financeiro. Os pagamentos podem ser feitos a qualquer momento creditando contas bancárias, mas os bens e serviços desejados podem não estar disponíveis no futuro, e colocar recursos em um fundo não seria necessário, confunde com relação ao problema e pode criar dificuldades do lado real da economia (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 50). Impostos, podem ser propostos, não com a finalidade de “financiar” a previdência, mas de reduzir o consumo das pessoas em idade ativa, para deixar o suficiente para os aposentados consumirem (Ibid., p. 51).

Por fim, concluem que o fato de que o governo pode gastar uma quantidade infinita de recursos não significa que deva, e que a escolha de quanto e como o governo deve gastar é uma questão política, que não deve ser restringida por limitações financeiras, mas dirigida a considerações sobre equidade, pleno emprego, estabilidade financeira e de preços (Ibid., p. 51-52).

II.4.5. Conclusão

Em resumo, e começando pelo final, nota-se que as prescrições de política da MMT têm como característica central a superestimação da capacidade de coordenação da economia pelo setor público. No caso da política monetária, existe uma argumentação, no mínimo, irregular, em que ora o BC é muito “gradual e transparente” de modo que a política é inócua porque os agentes podem se “proteger” das alterações; ora sua política é muito volátil na tentativa de fazer o “ajuste fino” da economia, o que cria instabilidade financeira porque os bancos tem dificuldade de refinancear suas operações, e altas dos juros podem ser até mesmo inflacionárias. Enquanto cada uma dessas possibilidades seja possível, são mutuamente excludentes.

Parece razoável assumir que a realidade está no terreno intermediário e que a maneira de se fazer política monetária, tornando os juros previsíveis e ancorando expectativas através de *forward guidance*, reduziu os efeitos deletérios para a atividade econômica, mas que, por outro lado, não é possível dizer que a taxa básica de juros não tem efeito sobre o nível de

atividade, seja pelo crédito, pelo efeito riqueza ligado ao preço dos ativos, pelo câmbio¹¹⁴, ou pelo efeito distributivo (regressivo) de uma elevação da conta de juros. Além disso, medidas de “*safe underwriting*” parecem tirar do setor financeiro sua principal função social: análise de risco de crédito, em outras palavras, alocação eficiente de capital. Se isso não ocorre, o mais adequado, imagina-se, seria tratar as possíveis causas: assimetria de informação, seleção adversa, falta de concorrência etc. A intervenção direta via controle de crédito também parece deletéria na promoção de um ambiente de negócios estável, promotor de inovações e, fundamentalmente, supõe que o governo é capaz de realizar essa coordenação a contento.

O segundo aspecto que merece atenção seria a política fiscal, particularmente a proposta do JG, em que todos aptos e dispostos a trabalhar teriam um emprego assegurado pelo governo a um salário, que, se não fosse o mínimo legal, se converteria em um *de facto*. Se fosse fixado na primeira alternativa, a maioria das contratações teria de ocorrer com “algum” prêmio (*mark-up*) sobre o salário garantido, mesmo que pequeno, o que deveria criar “alguma” pressão sobre os salários do setor privado, que, tradicionalmente, representariam, “alguma” inflação, mesmo que, o efeito possivelmente não fosse persistente.

O outro tipo, mais grave, seria a chamada “semi-inflação” sobre produtos com ofertas inelásticas, que costumam ser chaves no processo produtivo (e.g., energia, combustível, alimentos etc.). Evidentemente o grau desse efeito guarda correlação com o hiato do produto em relação ao potencial, mas, mesmo assim, se o governo não for capaz de produzir nos setores que a sociedade demanda, certamente, criará desequilíbrios, inflação em alguns e deflação em outros, e, pela escala do programa, não é possível dizer que os efeitos seriam pouco relevantes, e tampouco que os instrumentos macroeconômicos tradicionais resolveriam os desequilíbrios, porque esses atuam sobre a estrutura de incentivos de forma homogênea, e não setorial. A analogia com o *New Deal* ignora o caráter excepcional do programa, isto é, o tipo de obras públicas conduzidas não poderia ser conduzido *ad infinitum* da mesma forma.

E, o último ponto, e possivelmente crucial, reside no argumento de que o programa daria conta do desemprego cíclico, e que esse seria o principal problema dos países desenvolvidos quando, desde pelo menos a crise da zona do Euro em 2011, o desemprego elevado e persistente nas economias europeias periféricas, especialmente entre os jovens, ressaltou a centralidade do desemprego estrutural, sendo essa uma das grandes questões do século XXI, e que não pode ser resolvida simplesmente empregando a todos, visto que o conceito de aptidão, justamente, vem se tornando mais restritivo e, portanto, mais propulsor de

¹¹⁴ Relatório de Inflação, Banco Central do Brasil. (junho de 1999).

desemprego. Essa discussão, contudo, apesar de ser de extrema relevância, foge ao escopo do presente trabalho¹¹⁵.

Se, por um lado, as prescrições de política defendidas pela MMT são passíveis de questionamentos por conta de sua “radicalidade”, é importante não desconsiderar sua análise sobre o funcionamento do financiamento público no contexto de governos monetariamente soberanos, especialmente, visto que, como os próprios autores reconhecem, baseia-se pouco em teoria e muito mais na prática dos governos¹¹⁶. A relevância analítica do argumento é justamente deslocar o foco da análise de questões puramente fiscais para a qualidade (equidade e eficiência) das despesas. Cumpre notar, entretanto, que, enquanto o nível do gasto *per se* não é uma restrição, sua participação em relação ao produto, como notado por Sargent e Wallace (1981), e os problemas de coordenação explicitados acima (entre outros) certamente são. Mais ainda, a questão da trajetória da dívida é abordada, no máximo, de forma tangencial¹¹⁷, ainda que por outras razões (dívida pública nas mãos de estrangeiros), quando, na verdade, o componente dos juros, além dos efeitos potencialmente inflacionários, abordados tanto pela MMT quanto pelo *mainstream* econômico, tem a função (em sendo baixo) de manter o refinanciamento sustentável e a conta de juros menos concentradora de riqueza.

Esses efeitos – de juros baixos – são evidentemente desejáveis, ainda que esses autores não tenham abordado de forma sistemática suas consequências intertemporais. Em Sargent e Wallace (1981), a restrição ao crescimento do estoque de moeda, em face de gastos públicos crescentes, tem como contraface o aumento dos juros, e, no limite inflação. E em Woodford (1995), a taxa de juros reduz o valor presente do fluxo de resultados fiscais do governo (ainda que no mundo real esses resultados não sejam conhecidos *a priori*), o que reduz o nível de gastos públicos sustentável sem gerar inflação – mecanismo pelo qual a riqueza real da sociedade se mantém constante em pleno emprego no modelo. Em Barro (1974), vige a taxa de equilíbrio competitivo, sem qualquer possibilidade de mudança pelo gasto público. Weil (2008) e Blanchard (2019), por outro lado, de fato, fornecem argumentos teóricos, no caso do primeiro, e evidências empíricas, no segundo, para uma taxa de juros estruturalmente baixa.

¹¹⁵ Para uma discussão sobre as consequências do desemprego estrutural, ver BRYNJOLFSSON, Erik; MCAFEE, Andrew. **The Second Machine Age: Work Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies**. New York: W. W. Norton & Company, 2014

¹¹⁶ Não por acaso, seu primeiro proponente Warren Mosler (1995, 2010), é um financista de carreira (graduado em economia) mas sem formação acadêmica posterior (LARA RESENDE, 2019, p.3).

¹¹⁷ “*US indebtedness does not change by this portfolio adjustment, although since the term structure of interest rates is usually positive, this transaction would increase [sic.] payment commitments. However, those interest payments will be made—in the future—in the same way that all other government spending is made, through credits to the foreigner’s account at the Fed.*” (TYMOIGNE & WRAY, 2013, p. 40).

II.5. Conclusão

Unindo o fim ao começo, e retomando explicitamente a lógica de Lara Resende (2019), que utiliza como motivador justamente essa palestra de Blanchard à AEA, convém resumir e articular o que se pode considerar como os resultados apresentados: no capítulo 1, a conclusão foi de que as políticas monetária e fiscal não são independentes, e devem ser coordenadas, mais do que isso, a política fiscal pode ter um papel maior do que normalmente se atribui em controlar a inflação, e, por outro lado, a política monetária, ao tentar fazê-lo, pode ser ineficaz ou até contraproducente, mas, certamente, tem impactos negativos sobre a dinâmica do endividamento público.

O segundo capítulo se inicia justamente com esse objetivo: a discussão intertemporal sobre as possíveis trajetórias da dívida pública. Para isso, retorna ao modelo de gerações sobrepostas de Samuelson (1958), sobre o qual Weil (2008) faz uma clara exposição e analisa as consequências intertemporais de economias que, como prescreve a MMT, têm juros muito baixos ($r < g$). As chamadas economias Samuelsonianas, exibem interessantes propriedades de bem-estar e permitem que o governo seja insolvente no sentido financeiro, isto é, que o seu passivo seja superior ao somatório dos resultados fiscais futuros trazidos a valor presente. Assim, a relação dívida/PIB seria decrescente no tempo, efetivamente permitindo endividamento sem custo fiscal. Formalmente isso deveria ser feito, como nota Weil (2008) e Lara Resende (2019, p. 13), até que a taxa de juros se iguale ao crescimento, em linha com Barro (1974), reduzindo a relação capital-trabalho e elevando seu produto marginal, até o que Samuelson chama de taxa biológica, ou regra de ouro da acumulação de Phelps (1961). Isso “curaria” a ineficiência da economia, isto é, a existência de uma outra alocação possível que é superior ao equilíbrio, mas que não foi escolhida.

Finalmente, Blanchard situa a discussão da sustentabilidade da dívida de modo mais concreto, sugerindo, com ressalvas, que, em linha com o modelo de Samuelson, parece existir espaço para um crescimento da dívida pública com menos custos fiscais e em termos de bem-estar do que comumente se supõe. Convém notar que isso se mostrou relevante na medida em que os juros das economias desenvolvidas se tornaram muito baixos (aparentemente, inferiores ao crescimento), mas que, em que pesem condições de natureza tecnológica, produtiva, institucional etc., as taxas somente foram àquele patamar porque os bancos centrais lá as colocaram. Poderiam não o ter feito. Certamente o manual tradicional não previu políticas como o QE, como aponta Lara Resende (2019, p. 16).

Nesse sentido, tendo apontado um caminho para a política monetária, volta-se para a questão fiscal, isto é, o tipo de política adequada – como nota Blanchard (2019), em termos de bem-estar – em um contexto de taxas de juros muito baixas. Uma abordagem que endereça explicitamente essa preocupação foi posta por Lerner (1943) em seu artigo clássico: *Funtional Finance*. O princípio, extremamente simples, é de que o governo deve conduzir suas políticas focado apenas em seus efeitos reais sobre a economia, sem dogmatismos, como, por exemplo, sua restrição financeira.

A corrente contemporânea que retoma essa visão é a MMT, que fornece, por sua vez, duas contribuições principais: avança na concepção de que dívida e moeda fazem parte do passivo do governo e que este, por sua vez, é o agregado “relevante”. Mais do que isso, como o experimento do QE demonstrou, o governo, monetariamente soberano, não tem uma restrição financeira, o que não quer dizer que não esteja limitado pela restrição da realidade, como também nota Lara Resende (2019, p. 9). Mosler (2010, p. 56) inclusive usa um exemplo bastante ilustrativo disso, ao discutir a previdência social:

Let’s look at it this way: 50 years from now when there is one person left working and 300 million retired people (I exaggerate to make the point), that guy is going to be pretty busy since he’ll have to grow all the food, build and maintain all the buildings, do the laundry, take care of all medical needs, produce the TV shows, etc. etc. etc. What we need to do is make sure that those 300 million retired people have the funds to pay him??? I don’t think so! This problem obviously isn’t about money.

Naturalmente, a MMT se identifica com a heterodoxia econômica, ocasionalmente chamada de *demand side economics* (em oposição ao *supply side economics*), que entende que a causalidade econômica vai do investimento para a poupança, de modo que, como algumas de suas propostas sugerem, existe, possivelmente, um “excesso de ativismo” nas políticas públicas, na opinião do que vos escreve, ainda que, de fato, orientem o debate, como Lerner (1943) já preconizava, em função dos seus efeitos reais.

Assim, esse capítulo buscou trazer elementos para se repensar a condução da política fiscal e em um outro tipo de regra de fixação de taxa básica de juros – à luz do entendimento de que o governo não sofre de restrição financeira – que vise igualar a taxa de longo prazo ao crescimento potencial e sirva, no espírito de Lerner (e da MMT), aos objetivos pretendidos.

O terceiro capítulo, a seguir, analisará o contexto brasileiro no que diz respeito à situação atual e à aplicabilidade das ideias propostas.

CAPÍTULO III – O ESPAÇO FISCAL E MONETÁRIO NO BRASIL

O propósito desse capítulo é comparar os aspectos teóricos discutidos anteriormente à realidade brasileira. Inicialmente, far-se-á uma apresentação da operacionalização dos gastos públicos, focando principalmente na relação Banco Central do Brasil (BCB) e Tesouro Nacional, o impacto para as taxas de juros e o financiamento (*funding*) do governo. Serão adotados, a partir de Serrano e Pimentel (2017), argumentos em linha com a MMT, mas cuja exposição, por outro lado, baseia-se fundamentalmente nos aspectos práticos dessas relações, sendo, dessa forma, bastante esclarecedoras.

Somam-se também orientações do Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central que bem complementam os dados extraídos dessa fonte sobre a economia brasileira recente a ser analisada, apenas para intuir qual seria a situação atual e o caminho mais provável nessas circunstâncias, isto é, em termos das políticas monetária e fiscal

III.1.1. A relação entre o Banco Central e o Tesouro

O argumento central, retomando a MMT, é de que o Brasil, cuja moeda é soberana, mesmo tendo uma proibição legal de que o Banco Central (BCB) financie (compre diretamente seus títulos) o Tesouro Nacional, não pode “quebrar”, isto é, não ter recursos para cumprir suas obrigações financeiras. Razão para isso, apontam os autores, é que, no limite, o BCB ao fixar a taxa básica, se compromete na prática a comprar qualquer quantidade de títulos, que remunerem essa taxa, que o setor privado não deseje reter (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 3).

De fato, se existe um excesso de oferta no mercado de títulos, seu preço tende a cair, o que eleva sua taxa implícita de juros. Como o BCB fixa essa taxa, este precisa comprar os papéis excedentes a fim de manter os juros na meta. Essa é, na prática, uma operação normal de mercado aberto (Ibid., p. 8).

Por outro lado, não é cotidianamente necessário que haja emissão primária de títulos públicos ou arrecadação tributária anterior ao efetivo dispêndio do governo, visto que geraria enormes dificuldades de coordenação. No mundo real, como apontam os autores, o Tesouro mantém uma conta junto ao BCB com saldo inicialmente positivo, de modo que o gasto público, de fato, injeta moeda nova na economia, mas que não representa um financiamento do Tesouro

por parte do BCB, mas uma redução do ativo na conta do primeiro (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 4).

A Conta Única do Tesouro Nacional é alimentada com o recebimento de impostos, venda de títulos públicos, receitas de estatais etc., em resumo, como sugere o nome, ela concentra todas as receitas disponíveis do Tesouro (Ibid., p. 5). Um segundo aspecto fundamental dessa conta é que:

As disponibilidades de caixa da União depositadas no Banco Central do Brasil serão remuneradas, a partir de 18 de janeiro de 1999, pela taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna de emissão do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil. (BRASIL, Medida Provisória nº 1.789, de 29 de dezembro de 1998, Art. 1º)¹¹⁸

O saldo mantido na Conta Única do Tesouro Nacional é por este interpretado como um colchão de liquidez disponível para as despesas cotidianas e possíveis resgates de títulos vincendos, entretanto, “nada impede que o Tesouro venda um título ao público (*dealers* primários) e que o Banco Central, a pretexto de política monetária, compre-o.” (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 5). Isso, como já foi salientado, não constitui ilegalidade, mas, ao contrário, se situa no escopo normal das operações de mercado aberto.

Dessa forma, todo o gasto público federal envolve um débito na conta única – e um crédito na conta de reservas do banco comercial com quem o governo se relaciona – e, por outro lado, toda a receita arrecadada gera um crédito para o Tesouro, de modo que, sempre que houver diferença entre esses fluxos, existe um impacto nas reservas bancárias. Mais do que isso, porque obviamente uma coordenação perfeita entre receitas e despesas não é possível, cotidianamente o Tesouro impacta o mercado de reservas bancárias (Ibid., p. 6).

III.1.2. O mercado de títulos

Como operações no mercado interbancário de reservas entre bancos superavitários e deficitários representam apenas uma troca de titularidade de reservas, e não a criação destas (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 7), o BCB precisa atuar para equilibrar o mercado. Gastos do Tesouro, aquisições de dólares para reservas internacionais e resgates líquidos (i.e., não acompanhados pela sua rolagem) da dívida pública federal, todos impactam o mercado de reservas (Ibid., p. 8).

¹¹⁸ Isso implica, evidentemente, que o custo fiscal da emissão primária de títulos, cuja receita oriunda desta mantém-se depositada na conta única, é bem pouco relevante, visto que a remuneração a ser paga aos investidores que adquiriram os títulos deve ser aproximar necessariamente daquela recebida pelo valor depositado junto ao BCB.

Como as reservas mantidas no BCB pelos bancos não rendem juros, qualquer montante além do mínimo requerido legalmente (mais uma parcela voluntária por motivos precaucionais) será utilizada na compra de títulos públicos, que remuneram as reservas excedentes. O BCB, portanto, intervém diariamente, por meio das chamadas operações compromissadas (*repurchase agreements*, ou *repos*) de curta duração¹¹⁹, vendendo (comprando) títulos¹²⁰ para os bancos com o compromisso de recompra (revenda), remuneradas à taxa básica.

Isso difere das operações no mercado primário de títulos, de competência do Tesouro Nacional, que programa essas ofertas à sua necessidade de “financiamento”, visando minimizar o rendimento pago aos detentores dos títulos e melhorar o perfil da dívida pública (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 9). Uma dívida totalmente pré-fixada, por exemplo, tem total previsibilidade sobre o seu fluxo de pagamentos, mas, por outro lado, costuma embutir o maior prêmio sobre a taxa básica, na medida em que, do ponto de vista do detentor do título, implica em um maior risco, basicamente, com respeito a taxa de juros e inflação futuras.

Os *dealers*, por outro lado, fazem propostas nesses leilões, que podem ou não ser aceitas pelo Tesouro (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 10). Nesse sentido, a conta única fornece importante poder de barganha ao governo, pois permite que, eventualmente, este espere um momento mais propício de mercado (Ibid., p. 15). O efeito, *ceteris paribus*, seria o mesmo de um vencimento de títulos não refinanciado: um aumento das reservas bancárias, que precisariam ser “retiradas” pelo BCB via operações de mercado aberto. É o que denominam atuação passiva (Ibid., p. 9-10).

Do ponto de vista da dívida em poder do público, não há diferença, argumentam, se o Tesouro consegue colocar seus títulos no mercado primário ou não, pois os déficits (superávits) não equacionados, *ceteris paribus*, terão de ser endereçados via contração (expansão) do volume de operações compromissadas do BCB a fim de manter equilibrado o mercado de reservas. Alternativamente, se o Tesouro faz colocações primárias acima da sua necessidade de financiamento, *ceteris paribus*, há uma redução do estoque de compromissadas do BCB, pois as reservas excedentes – acima dos requerimentos legais e precaucionais – que estavam nessas operações são direcionadas para os títulos “novos”. Esse movimento, apontam os autores, resume-se à troca “entre duas instituições governamentais, de seus passivos junto ao público.

¹¹⁹ Entre 1 e 180 dias (BCB, 2013).

¹²⁰ Essas operações não dependem dos títulos utilizados, que funcionam apenas como lastro (BCB, 2013). Vale notar também que, desde 2002, o Tesouro é o único emissor de títulos públicos no Brasil (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 10).

Essa troca não altera os estoques da dívida líquida do setor público nem da dívida bruta do governo geral.” (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 10)

Desse mecanismo de atuação, depreendem os autores que não há risco possível de default da dívida pública por impossibilidade do Tesouro se financiar (poderia ocorrer, entretanto, por motivos políticos). Se, hipoteticamente, o mercado começasse a vender todos os papéis de longo prazo do governo e se recusasse a comprá-los em novas emissões, e o BCB também fosse proibido de fazê-lo, o governo seria obrigado simplesmente a emitir títulos curtos, dos quais depende diretamente a taxa básica, e então o BCB teria de agir no mercado secundário comprando a oferta excedente para manter os juros na meta. Ao fim, apontam, haveria “apenas” uma mudança de perfil da dívida – visto que esse último o BCB de fato não controla – mas o default continua impossível (Ibid., p. 10-11).

Ressaltam que esse papel de comprador de última instância, ou de formador de mercado que o BCB desempenha é reforçado pela legislação brasileira vigente. Até 2008, ao Tesouro era permitido apenas renovar os títulos em carteira do BCB. A partir de 2008, entretanto, o acúmulo de reservas internacionais dos anos anteriores e as operações compensatórias do BCB (venda de títulos públicos), reduziram o estoque de papéis no BCB para execução da política monetária (Ibid., p. 11). Para remediar essa situação, promulgou-se uma lei que autorizava o Tesouro a emitir títulos diretamente em favor do BCB, de modo a “assegurar ao Banco Central do Brasil a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária.” (Lei nº 11.803/2008)¹²¹

Isso assegura em lei, apontam, o poder ilimitado do BCB em atuar da forma descrita. A título de referência, em 2015 o estoque utilizado em operações compromissadas estava em R\$ 913 bilhões, respondendo por mais de 20% do volume da dívida pública (Ibid., p. 11).

Conforme pode-se notar no gráfico 1, de fato, hoje a dívida mobiliária federal interna¹²² está dividida basicamente em quatro partes: prefixados (24,8%), indexados à Selic (29,6%), indexados ao IPCA (18,8%), e as operações compromissadas do BCB (24,3%), e, como também é perceptível pelo gráfico 2, houve um crescimento desse estoque de compromissadas a partir de 2007, e que parece ainda seguir nessa trajetória, o que certamente

¹²¹ Cumpre notar que essa colocação direta se dá “sem contrapartida financeira, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda” e que a organização da legislação vigente, apesar de manter esses pontos *ipsis literis*, foi alterada pela Lei n. 13.043/2014.

¹²² Que representa a maior parte do endividamento público (Banco Central do Brasil, maio de 2019, p. 24)

reforça a importância (e necessidade) de atuação no mercado do BCB a fim de manter a taxa de juros na meta

Gráfico 1:

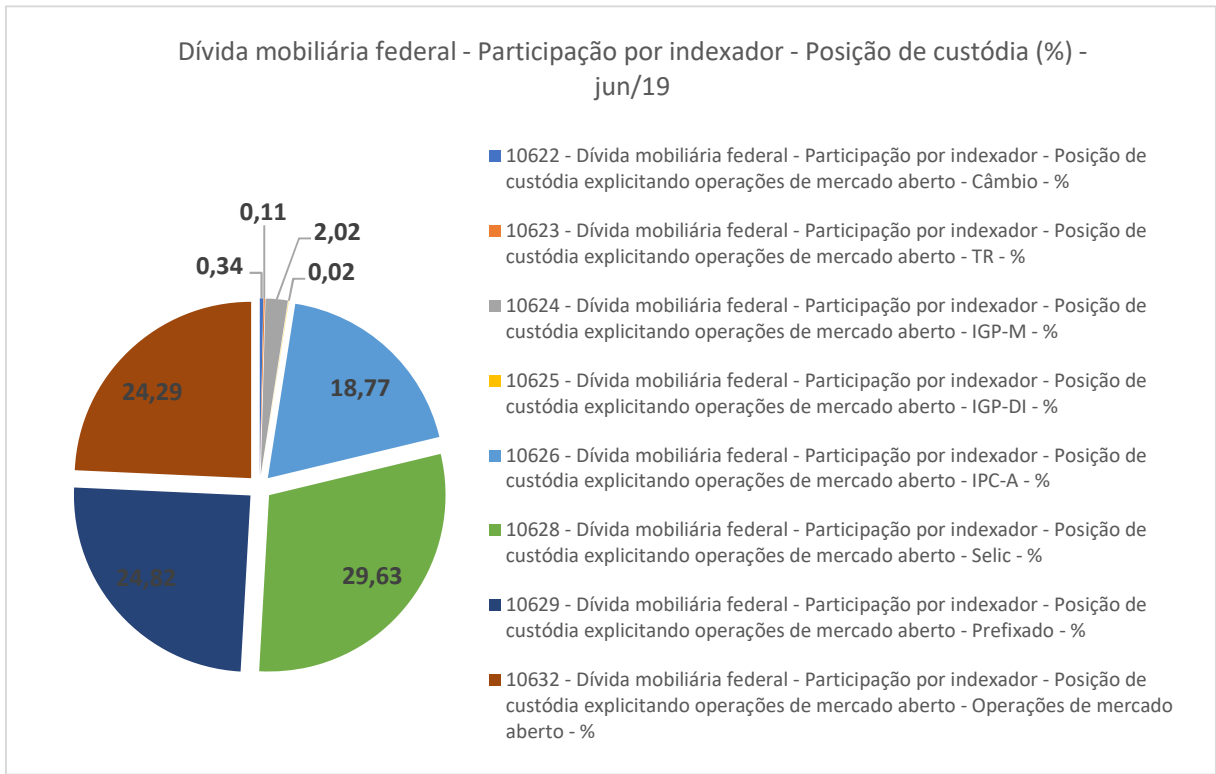
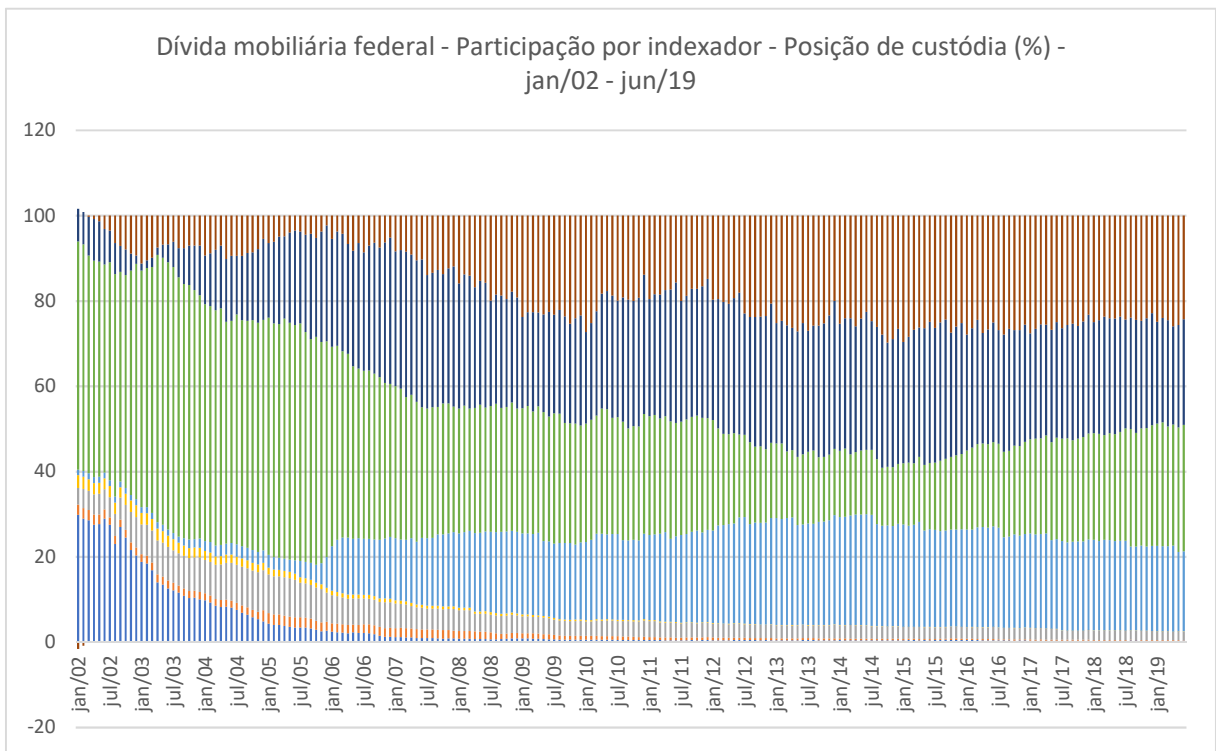


Gráfico 2:



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil

III.1.3. Senhoriagem

O fato de o BCB ser proibido, como já explicitado, de comprar os títulos do Tesouro diretamente, pode levar a crer, segundo os autores, incorretamente, que o déficit fiscal nunca é financiado via emissão monetária, isto é, com ganhos de senhoriagem. Argumentam que, na verdade, em qualquer economia monetária existe algum ganho de senhoriagem. Definem este como o aumento real do estoque de base monetária, que, por sua vez, tem dois componentes: o valor real dos fluxos de emissões do período, mais qualquer perda no valor real do estoque anterior devido à inflação (imposto inflacionário). A base monetária é um passivo do setor público que remunera a juros nominais zero¹²³. Sempre que o setor privado utiliza (ou demanda) um volume maior de base monetária, haverá ganhos de senhoriagem para o emissor (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 12).

Partindo da identidade contábil do orçamento do setor público consolidado, “para um dado déficit fiscal em termos reais acima da linha necessariamente deve corresponder um aumento líquido nas emissões reais de dívida pública e/ou base monetária abaixo da linha.” (Ibid., p. 12).¹²⁴ Portanto, se a base monetária, em termos reais, está aumentando, pelo menos uma parte do déficit está “necessariamente” sendo financiado por emissão monetária (Ibid., p. 12). Argumentam que o BCB compra títulos em operações de mercado aberto porque, dada a taxa de juros por ele fixada, o setor privado deseja reter mais base monetária. O BCB, apesar de definir os juros, não escolhe a composição de ativos (moeda/dívida) que o setor privado deseja reter (Ibid., p. 13).

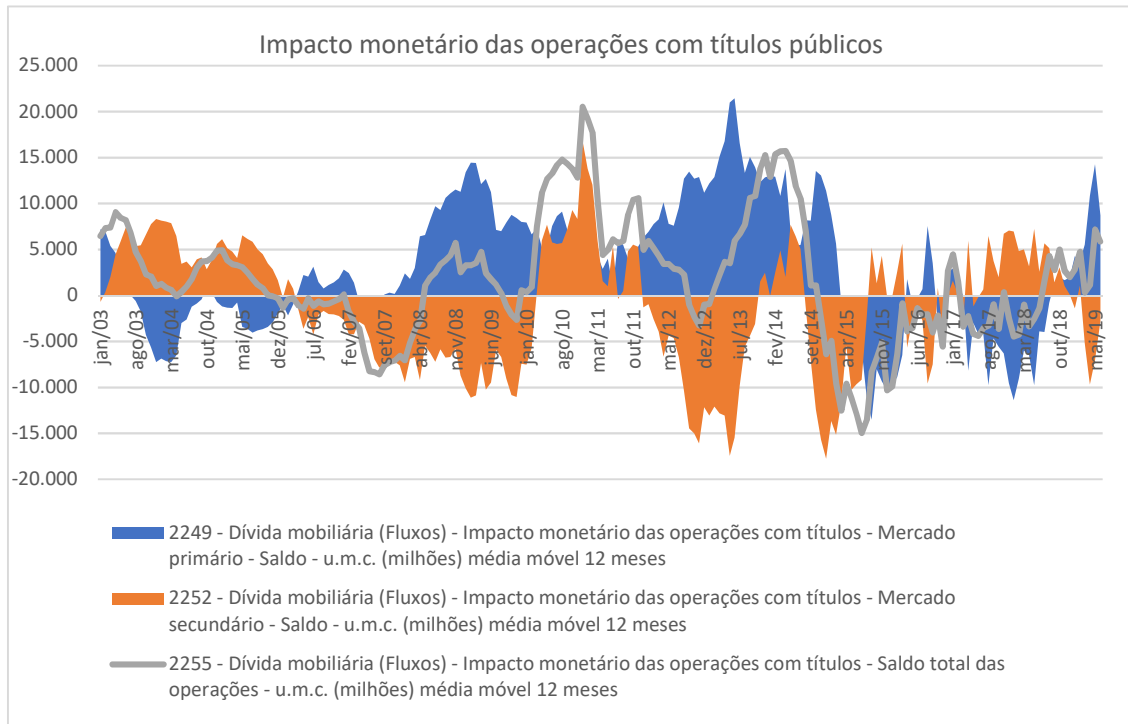
Existe uma aderência clara dos autores à visão da MMT, como já adiantado. Nesse caso, em particular, à hipótese da consolidação, que engloba BCB e Tesouro em uma única entidade para fins analíticos. De fato, parece haver fundamento: todos os títulos emitidos pelo Tesouro, em algum momento, para financiar seu déficit, na medida em que saem das mãos do setor privado para a carteira do BCB, deixam de representar um ônus fiscal, pois, mesmo que paguem juros, esse resultado positivo do BCB (recebimento de juros) seria simplesmente transferido ao Tesouro. A relevância de variações da base monetária em relação ao total da dívida pública federal, entretanto, merece um exame mais cuidadoso.

¹²³ O saldo de papel-moeda emitido e reservas bancárias constitui o passivo monetário do Banco Central (Banco Central do Brasil, maio de 2019, p. 19).

¹²⁴ A expressão “acima da linha” se refere à apuração do resultado fiscal utilizando os conceitos de receitas e despesas, realizada pelo Tesouro Nacional; enquanto “abaixo da linha” diz respeito à mesma variável apurada a partir da variação da dívida líquida, feita pelo BCB. Disponível em:

<<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/resultado-do-tesouro-nacional>>. Acesso em: 26 ago. 2019

Gráfico 3:



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil

O gráfico 3 é um interessante ponto de partida a esse respeito: mostra o impacto monetário das operações com títulos públicos nos mercados primários e secundários, cujas séries são compiladas pelo próprio BCB. A conclusão mais evidente é de que se tratam de séries muito voláteis, isto é, a base monetária varia largamente entre um mês e o outro¹²⁵ – razão pela qual optou-se pela média móvel em 12 meses, para suavizar outliers – e que os movimentos são praticamente espelhados: contrações monetárias no mercado primário oriundas da colocação de títulos, com frequência são contra-arrestadas por uma expansão no mercado secundário, o que, em princípio, reforça a tese da MMT de que, indiretamente, o BCB de fato “financia” o tesouro¹²⁶. O gráfico traz ainda, para facilitar a visualização do resultado dessas amplas movimentações, a linha da média móvel em 12 meses dos saldos das operações. Como se pode (talvez) perceber, a média de variação dessa série é aproximadamente zero, isto é, os percentuais de variação basicamente se compensam ao longo do tempo¹²⁷, enquanto o resultado

¹²⁵ O que corrobora a sensatez de se ter deixado de perseguir metas de agregados monetários, isto é, para manter os agregados estáveis, os juros se tornariam erráticos, sendo um a contraface do outro.

¹²⁶ Em outras palavras, o Tesouro vende títulos ao público no mercado primário, e o BCB se vê obrigado a comprar títulos do público no mercado secundário.

¹²⁷ O que também seria razoável de supor, visto que, caso contrário, haveria aceleração (ou desaceleração) média da base monetária, o que não condiz com a trajetória esperada, de crescimento mais ou menos linear, de uma economia com taxas positivas, em média, de inflação, crescimento e juros.

monetário desses saldos em 12 meses foi, em média, positivo em 1,79 bilhões, desde 2003, o que é pouco expressivo.

Em resumo, apesar do argumento em relação à base monetária ser um passivo sem ônus fiscal para o governo fazer sentido, dificilmente deve ser relevante face ao tamanho da dívida pública. Analogamente, substituir dívida não-monetária por passivo monetário, i.e., recomprar a dívida em poder do público, certamente impactaria o mercado monetário e, consequentemente, os juros. O BCB, por sua vez, para enxugar o excesso de liquidez desse movimento e manter a taxa básica na meta, teria de vender títulos públicos em operações compromissadas, possivelmente anulando, portanto, o efeito inicial de redução da dívida pública, mediante a compra dos títulos em poder do público. Não é trivial, contudo, tentar intuir a magnitude do resultado desse efeito compensatório.

III.1.4. Dívida Pública

Convém, nesse ponto, chamar atenção para a diferença desses agregados: A dívida líquida do setor público (DLSP), não considera as operações compromissadas do BCB, e, por outro lado, também agrega os resultados das empresas estatais e, principalmente, do próprio Banco Central, que costuma ser positivo, como indica a tabela 1¹²⁸.

Tabela 1:

Dívida líquida e bruta do governo geral ^{1/} (% PIB)					Metodologia utilizada a partir de 2008								
Discriminação	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.
Dívida líquida do setor público (A= B+K+L)	44,5	37,6	40,9	38,0	34,5	32,2	30,5	32,6	35,6	46,2	51,6	54,1	55,2
Dívida líquida do governo geral(B=C+F+I+J)	43,4	37,8	41,3	38,5	35,1	32,8	31,1	33,2	37,9	47,8	53,5	56,1	57,2
Dívida bruta do governo geral ^{2/} (C=D+E)	56,7	56,0	59,2	51,8	51,3	53,7	51,5	56,3	65,5	69,9	74,1	77,2	78,7
Dívida interna (D)	51,1	49,3	52,9	44,7	44,5	46,2	42,9	46,2	53,3	59,8	64,6	67,4	68,4
Dívida externa (E)	5,7	6,7	6,3	7,1	6,7	7,5	8,6	10,1	12,2	10,1	9,5	9,8	10,3
Créditos do governo geral (F=G+H)	-19,6	-18,1	-24,9	-25,2	-25,8	-29,0	-28,4	-27,3	-32,0	-32,1	-31,3	-31,6	-30,2
Créditos internos (G)	-19,6	-18,1	-24,9	-25,2	-25,8	-29,0	-28,4	-27,3	-32,0	-32,1	-31,3	-31,6	-30,2
Créditos externos (H)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos livres na carteira do Bacen ^{3/} (I)	6,3	5,4	5,5	10,7	9,4	7,9	8,1	5,3	6,2	7,6	9,1	9,8	8,3
Equalização Cambial ^{4/} (J)	0,0	-5,5	1,6	1,3	0,3	0,2	-0,1	-1,1	-1,9	2,5	1,7	0,8	0,4
Dívida líquida do Banco Central (K)	0,3	-1,0	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-3,1	-2,5	-2,8	-2,9	-2,8
Dívida líquida das empresas estatais ^{5/} (L)	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9

1/ O Governo Geral abrange Governo Federal, governos estaduais e governos municipais. Exclui Banco Central e empresas estatais.
2/ Exclui dívida mobiliária na carteira do Bacen e inclui operações compromissadas do Bacen. Vide Nota Técnica publicada na Nota para Imprensa do dia 27 de fevereiro de 2008.
3/ Diferença entre a dívida mobiliária na carteira do Bacen e o estoque das operações compromissadas do Bacen.
4/ Equalização do resultado financeiro das operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais, realizadas pelo Banco Central (MP nº 435).
5/ Exclui a Petrobras e a Eletrobras.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados compilados pelo Banco Central do Brasil

¹²⁸ Compilada também pelo BCB, na série de tabelas especiais

A diferença, inclusive, é significativa: enquanto a dívida bruta do governo geral (DBGG) está em 78% do PIB, somando os títulos livres na carteira do BCB (8,3%)¹²⁹, o seu resultado (-2,8%), e principalmente os créditos do governo federal (-30%)¹³⁰, a dívida líquida recua para 55% do PIB. Apesar do número ser bastante mais razoável, como nota o próprio BCB a DBGG, ainda que exiba a mesma tendência, é importante na medida em que revela a evolução da “situação fiscal do governo” (Banco do Brasil, maio de 2019, p. 24).

Por outro lado, a taxa implícita¹³¹ da DBGG é significativamente menor do que a da DLSP (hoje, em 8% e 10,3%, respectivamente), conforme as tabelas 2 e 3¹³². Isso ocorre, primeiro, pela influência das operações compromissadas, que representam, atualmente, quase ¼ da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) (ver gráfico 1), e que têm por objetivo a manutenção da meta da taxa básica, “empurrando” a taxa implícita da DBGG para mais próximo da Selic. E, em segundo lugar, dá-se pela inclusão das estatais, particularmente do BCB, no cálculo da DLSP (e, portanto, ausência na DBGG). Como a taxa implícita da dívida líquida depende, em últimos termos, da diferença entre os juros pagos pelo passivo do governo e aqueles recebidos por seus ativos, as compromissadas tem pouca influência, enquanto as reservas internacionais, as operações de capitalização dos bancos públicos e os swaps cambiais são bastante relevantes. Os dois primeiros remuneram abaixo dos juros pagos pelo governo na sua dívida, e o terceiro, apesar de não ser uma dívida, implica, se há depreciação cambial (como houve em 2015), em uma conta de juros potencialmente elevada (Ministério da Economia, junho de 2019, p. 20-22). De todo modo, o grande ponto de nota é a distância entre a dívida pública e a taxa básica – no melhor cenário, quase 40% mais cara em relação à Selic atual, já em 6% a.a.

¹²⁹ Um resultado positivo indica um aumento da dívida, o que não surpreende devido à natureza das operações do BCB para gestão da política monetária.

¹³⁰ O que inclui, até junho, basicamente, caixa junto ao BCB (-18,5%), crédito ao BNDES (-3,8%), os instrumentos híbridos de capital e dívida (IHCD) (-0,6%), o patrimônio líquido dos fundos regionais (FNE, FCO, FNO) e do Programa de Financiamento estudantil (FIES) (-3,1%) , e, principalmente, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) (-4,0%) (Banco Central do Brasil, maio de 2019, p. 18-20).

¹³¹ “...o Banco Central divulga as taxas de juros implícitas para a DBGG e a DLSP. A taxa para a DBGG abrange uma média de taxas incidentes sobre os passivos do governo geral, enquanto para a DLSP consiste da diferença entre os juros pagos pelo setor público sobre os seus passivos e os juros recebidos como remuneração de seus ativos. Tais taxas são diretamente proporcional [sic.] ao diferencial de juros entre ativos e passivos do governo.” (Ministério da Economia, junho de 2019, p. 19-20).

¹³² Cf. nota 133.

Tabela 2:

Discriminação	Dívida líquida do setor público													Taxa de juros implícita - Taxa acumulada em doze meses															
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019			
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.				
Dívida líquida total	15,1	14,6	14,4	14,9	16,9	15,0	16,9	19,3	29,7	17,9	13,7	11,5	10,3	16,7	12,9	19,7	13,9	19,1	15,6	19,8	24,6	39,5	20,9	15,8	12,7	11,2			
Governo Federal e Banco Central	16,7	12,9	19,7	13,9	19,1	15,6	19,8	24,6	39,5	20,9	15,8	12,7	11,2	12,2	18,0	4,3	17,1	11,8	13,6	11,5	9,7	14,8	11,7	7,5	7,9	7,2			
Governos estaduais	14,1	21,3	7,9	20,2	15,0	15,7	14,2	12,6	17,9	13,2	8,3	8,2	7,6	4,2	16,5	10,0	11,1	13,8	11,6	9,4	10,6	13,7	10,9	10,4	10,2	9,6			
Governos municipais	15,2	-1,5	-4,4	3,3	-3,6	-2,2	5,9	4,4	-5,2	21,8	-	23,6	194,7	4,5	Federais	7,7	11,5	7,2	9,6	10,3	8,7	9,0	9,9	12,4	11,2	10,2	9,8	9,4	
Empresas estatais	6,4	7,6	-3,8	5,3	5,9	5,9	6,1	9,9	10,7	9,2	9,2	8,9	7,4	Federais	16,6	-0,1	-2,7	5,2	-2,9	-2,0	5,8	4,3	-4,5	16,8	-	10,3	194,7	4,5	
Federais	13,4	12,2	11,5	11,8	12,9	10,5	11,5	13,4	19,8	12,0	10,1	8,6	7,8	Estaduais	8,2	12,5	7,6	10,3	11,2	9,5	9,9	10,9	13,0	12,6	11,2	11,4	11,1		
Governo Federal e Banco Central	14,0	9,7	14,1	9,6	12,9	9,0	11,0	14,2	20,6	11,5	10,4	8,5	7,7	Municipais	6,4	7,6	-3,8	5,3	5,9	5,9	6,1	9,9	10,7	9,2	9,2	8,9	7,4		
Governos estaduais	12,5	18,5	4,3	17,9	12,4	14,5	12,6	10,8	17,4	13,6	8,3	8,8	7,9	Dívida interna líquida	13,4	12,2	11,5	11,8	12,9	10,5	11,5	13,4	19,8	12,0	10,1	8,6	7,8		
Governos municipais	14,5	21,9	8,1	21,1	15,7	16,8	15,1	13,5	19,8	15,3	9,5	9,3	8,6	Governo Federal e Banco Central	14,0	9,7	14,1	9,6	12,9	9,0	11,0	14,2	20,6	11,5	10,4	8,5	7,7		
Empresas estatais	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Governos estaduais	12,5	18,5	4,3	17,9	12,4	14,5	12,6	10,8	17,4	13,6	8,3	8,8	7,9		
Federais	16,6	-0,1	-2,7	5,2	-2,9	-2,0	5,8	4,3	-4,5	16,8	-	10,3	194,7	4,5	Governos municipais	14,5	21,9	8,1	21,1	15,7	16,8	15,1	13,5	19,8	15,3	9,5	9,3	8,6	
Estaduais	8,2	12,5	7,6	10,3	11,2	9,5	9,9	10,9	13,0	12,6	11,2	11,4	11,1	Empresas estatais	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Municipais	6,4	7,6	-3,8	5,3	5,9	5,9	6,1	9,9	10,7	9,2	9,2	8,9	7,4	Federais	16,6	-0,1	-2,7	5,2	-2,9	-2,0	5,8	4,3	-4,5	16,8	-	10,3	194,7	4,5	
Dívida externa líquida	-3,4	-2,5	-3,9	-7,4	-7,8	-6,1	-7,8	-	12,1	-	10,8	-8,8	-7,7	-4,8	-3,8	Estaduais	8,2	12,5	7,6	10,3	11,2	9,5	9,9	10,9	13,0	12,6	11,2	11,4	11,1
Governo Federal e Banco Central	-1,8	-1,8	-3,2	-6,4	-6,9	-5,4	-6,7	-9,8	-8,5	-7,0	-6,1	-3,5	-2,6	Municipais	6,4	7,6	-3,8	5,3	5,9	5,9	6,1	9,9	10,7	9,2	9,2	8,9	7,4		
Governos estaduais	4,0	4,0	3,5	2,0	1,7	1,3	1,5	1,8	2,0	2,1	2,5	3,2	3,4	Dívida externa líquida	-3,4	-2,5	-3,9	-7,4	-7,8	-6,1	-7,8	-	12,1	-	10,8	-8,8	-7,7	-4,8	-3,8
Governos municipais	4,0	3,3	3,1	2,5	1,7	1,3	2,3	2,2	2,5	2,8	2,8	3,7	4,0	Governo Federal e Banco Central	-1,8	-1,8	-3,2	-6,4	-6,9	-5,4	-6,7	-9,8	-8,5	-7,0	-6,1	-3,5	-2,6		
Empresas estatais	9,0	9,1	7,9	8,9	5,9	4,7	4,5	4,1	9,1	3,4	4,1	4,6	4,0	Governos estaduais	4,0	4,0	3,5	2,0	1,7	1,3	1,5	1,8	2,0	2,1	2,5	3,2	3,4		
Federais	84,7	97,4	89,6	98,5	12,8	1,6	-	1,7	1,6	2,5	nd	nd	nd	Governos municipais	4,0	3,3	3,1	2,5	1,7	1,3	2,3	2,2	2,5	2,8	2,8	3,7	4,0		
Estaduais	5,7	5,6	5,1	5,5	5,4	4,9	4,6	4,3	9,5	3,5	4,2	4,6	4,0	Empresas estatais	9,0	9,1	7,9	8,9	5,9	4,7	4,5	4,1	9,1	3,4	4,1	4,6	4,0		

Fonte: Elaboração própria a partir de dados compilados pelo Banco Central do Brasil

Tabela 3:

Discriminação	Dívida bruta do governo geral													Taxa de juros implícita - Taxa acumulada em doze meses													
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.		
Dívida bruta total	12,9	13,1	10,8	11,3	12,5	10,7	10,6	11,1	13,2	13,1	9,9	8,3	8,0	Dívida bruta total	12,9	13,1	10,8	11,3	12,5	10,7	10,6	11,1	13,2	13,1	9,9	8,3	8,0
Governo Federal ^{1/}	13,0	13,2	10,9	11,4	12,6	10,9	10,8	11,4	13,6	13,5	10,2	8,4	8,2	Governo Federal ^{1/}	13,0	13,2	10,9	11,4	12,6	10,9	10,8	11,4	13,6	13,5	10,2	8,4	8,2
Governos estaduais	6,0	6,1	5,4	5,2	5,5	4,5	4,8	5,7	6,8	7,1	6,3	5,2	5,1	Governos estaduais	6,0	6,1	5,4	5,2	5,5	4,5	4,8	5,7	6,8	7,1	6,3	5,2	5,1
Governos municipais	7,4	7,6	6,9	6,8	6,9	5,6	6,1	6,2	6,5	7,1	6,7	6,4	6,6	Governos municipais	7,4	7,6	6,9	6,8	6,9	5,6	6,1	6,2	6,5	7,1	6,7	6,4	6,6
Dívida bruta interna	13,2	13,5	11,0	11,5	12,6	10,7	10,7	11,2	13,9	13,6	10,0	8,2	7,9	Dívida bruta interna	13,2	13,5	11,0	11,5	12,6	10,7	10,7	11,2	13,9	13,6	10,0	8,2	7,9
Governo Federal ^{1/}	13,2	13,5	11,0	11,5	12,6	10,8	10,7	11,3	14,0	13,7	10,0	8,2	8,0	Governo Federal ^{1/}	13,2	13,5	11,0	11,5	12,6	10,8	10,7	11,3	14,0	13,7	10,0	8,2	8,0
Governos estaduais	9,5	9,8	8,7	8,7	9,4	8,3	8,2	9,1	11,9	12,0	9,3	6,8	6,4	Governos estaduais	9,5	9,8	8,7	8,7	9,4	8,3	8,2	9,1	11,9	12,0	9,3	6,8	6,4
Governos municipais	9,5	9,8	8,7	8,7	9,4	8,3	8,2	8,5	9,1	9,5	8,5	7,6	7,9	Governos municipais	9,5	9,8	8,7	8,7	9,4	8,3	8,2	8,5	9,1	9,5	8,5	7,6	7,9
Dívida bruta externa	10,5	10,5	9,4	10,2	11,7	10,5	10,2	10,5	10,2	10,3	9,8	8,8	8,6	Dívida bruta externa	10,5	10,5	9,4	10,2	11,7	10,5	10,2	10,5	10,2	10,3	9,8	8,8	8,6
Governo Federal	11,1	11,1	9,9	10,9	12,7	11,5	11,5	11,7	11,7	12,0	11,4	10,2	9,8	Governo Federal	11,1	11,1	9,9	10,9	12,7	11,5	11,5	11,7	11,7	12,0	11,4	10,2	9,8
Governos estaduais	4,0	4,0	3,5	2,0	1,7	1,3	1,5	1,8	2,0	2,1	2,5	3,2	3,4	Governos estaduais	4,0	4,0	3,5	2,0	1,7	1,3	1,5	1,8	2,0	2,1	2,5	3,2	3,4
Governos municipais	4,0	3,3	3,1	2,5	1,7	1,3	2,3	2,2	2,5	2,8	2,8	3,7	4,0	Governos municipais	4,0	3,3	3,1	2,5	1,7	1,3	2,3	2,2	2,5	2,8	2,8	3,7	4,0

1/ Inclui as Operações Compromissadas do Banco Central.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados compilados pelo Banco Central do Brasil

III.1.5. Taxa de juros

A outra questão fundamental em termos de dívida pública é a relação entre os juros de curto e longo prazo. Como já se salientou, o BCB fixa a taxa básica de juros, mas quem determina a composição da dívida pública é o mercado. Este busca maximizar seu retorno, enquanto o Tesouro, minimizar seu custo fiscal. Entretanto, argumentam os autores, a taxa de juros dos títulos longos depende – quando emitidos em moeda soberana pelo governo – basicamente da taxa básica e das expectativas futuras do mercado sobre sua trajetória¹³³, acrescido de um prêmio, “pelo risco de perda de capital se estiverem errados” (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 14).

No Brasil, o custo de financiamento do Tesouro é impactado diretamente por conta das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), títulos públicos indexados à taxa Selic¹³⁴ (a taxa básica de juros), e, indiretamente, pela influência desta sobre os papéis de longo prazo e pré-fixados. Evidentemente, elevações da taxa básica precisam ser acompanhadas pelos demais títulos, a fim de preservar sua atratividade (Ibid., p. 14); e, por outro lado, “a concorrência e as oportunidades de ganhos especulativos” tendem a reduzir essa diferença, reforçando o papel da Selic (Ibid., p. 15).

De fato, a demanda varia de acordo com as expectativas de mercado e, em momentos de instabilidade macroeconômica, o preço dos títulos pode sofrer alguma variação excessiva, mas essa não é a regra (Ibid., p. 15). Ao contrário, a relação entre a taxa básica e as taxas longas é tão forte que, argumentam os autores, a causalidade se dá destas para as variáveis fiscais, como dívida (bruta ou líquida) e déficit público, e não o contrário, de que os juros sobem porque o endividamento/déficit está elevado. (Ibid., p. 16). Ainda que a correlação entre essas variáveis e a percepção de risco não seja nula, dificilmente pode-se estabelecer uma relação causal sistemática, como evidenciado pelo caso dos EUA (e da maioria dos países desenvolvidos), em que a dívida como proporção do PIB tem crescido continuamente, e o seu custo, por outro lado, tem acompanhado a taxa básica de juros, definida pelo Fed (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 17).

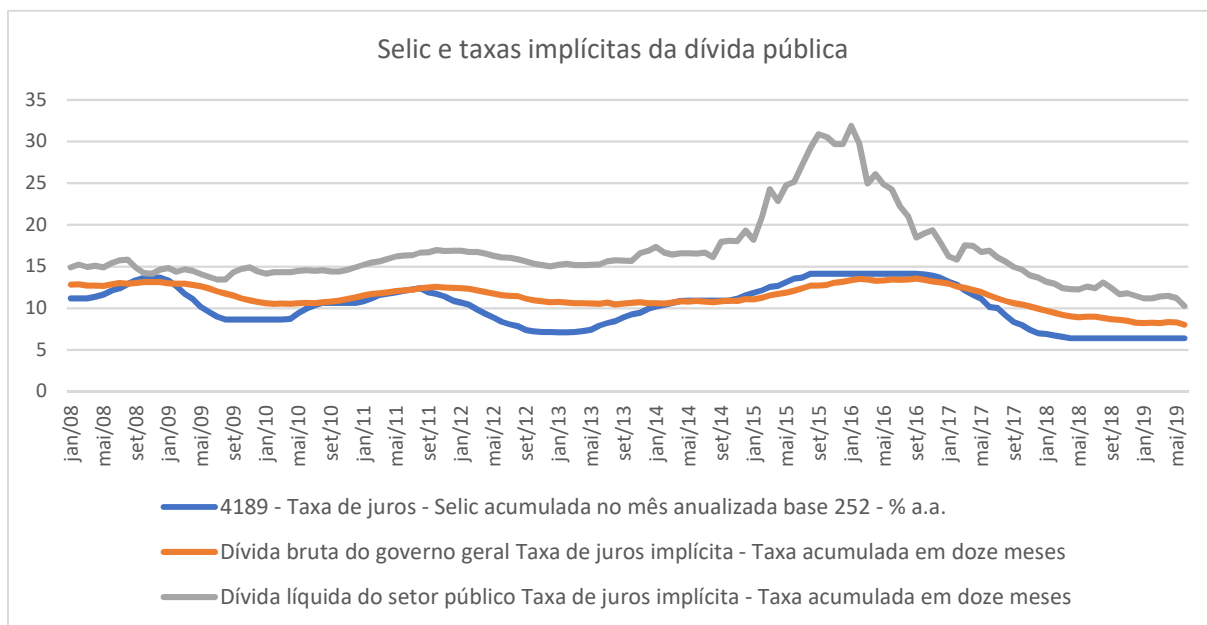
O Gráfico 4, que compara as taxas implícitas da DBGG e DLSP com a Selic, evidencia esse problema de forte correlação, particularmente entre a primeira, que é uma média das taxas

¹³³ A inflação também é uma variável extremamente relevante, não só por compor a determinação da rentabilidade em termos reais, mas também porque, no RMI, constitui um sinalizador forte do comportamento da taxa básica.

¹³⁴ “Define-se Taxa SELIC como a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) para títulos federais.” (Banco Central do Brasil, Circular 2.900. Junho de 1999).

sobre os passivos do governo geral, e a Selic. Também é possível perceber o efeito “estabilizador” das operações compromissadas sobre o indicador, de modo que, não por acaso, a DBGG segue de modo muito mais próximo a taxa básica. A causalidade, no entanto – em que pesem (bons) estudos econométricos – depende primeiro de teoria.

Gráfico 4:

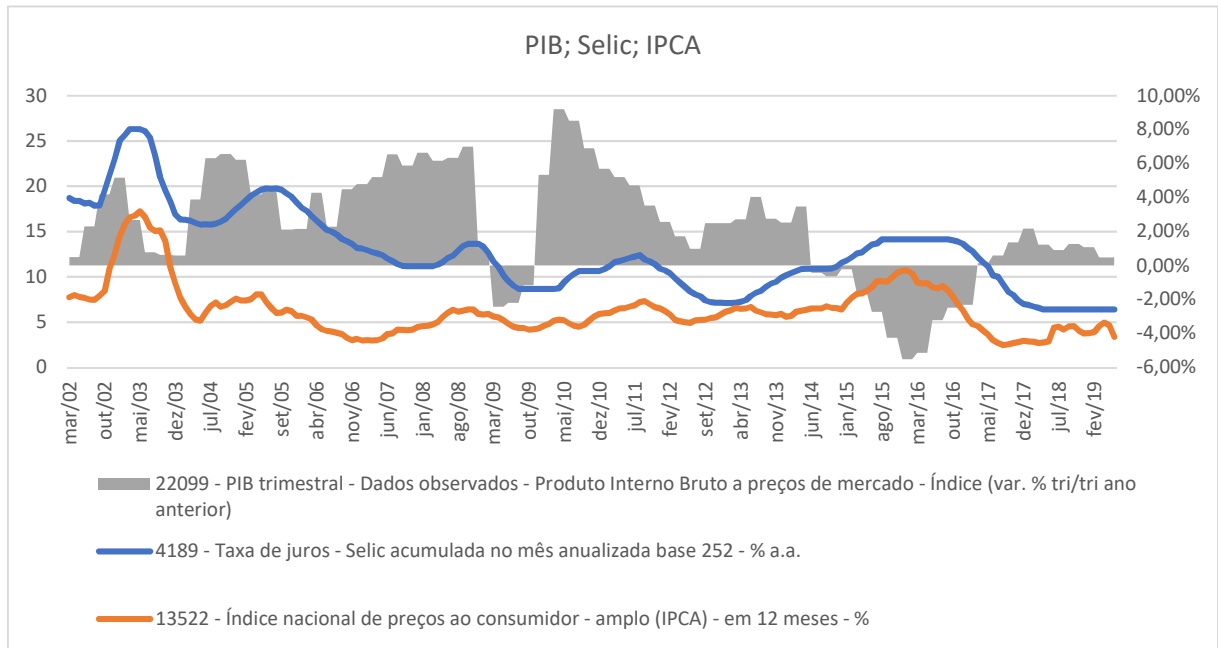


Fonte: Elaboração própria a partir de dados compilados pelo Banco Central do Brasil

Pela MMT, é a Selic que, em última instância, define o custo da dívida. Se, por outro lado, adota-se, por exemplo, a TFNP, combinada ao RMI, os juros subiriam para combater a inflação, que, por sua vez, está acelerando pelo gasto do governo acima da sua restrição orçamentária intertemporal, ainda que, nesse caso, o RMI não fosse o instrumento adequado ao combate da inflação, mas sim a redução do gasto e/ou elevação de tributos por parte do governo, considerando sua conexão direta com o nível de preços. Também cumpre notar que esse é um resultado de pleno emprego, posição na qual o Brasil possivelmente se situava até 2013¹³⁵, mas que se deteriorou rapidamente a partir dali, e, logo em seguida, transformou-se em recessão longa e profunda (ver gráfico 5), de modo que é difícil mensurar sua aplicabilidade direta à primeira vista.

¹³⁵ Com 6,2% de desocupação em dezembro de 2013, de acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio (PNAD) Contínua, divulgada pelo IBGE.

Gráfico 5:



Fonte: Elaboração própria a partir de dados compilados pelo Banco Central do Brasil

Lara Resende (2019), nesse caso, segue a primeira linha: a fixação da taxa básica de juros em patamares excessivamente elevados é causa da insustentabilidade da dívida pública, isto é, torna sua trajetória esperada explosiva. Reconhece, por outro lado, tal qual Serrano e Pimentel (2017), que o governo não tem restrição financeira (“apenas” a da realidade) e, no limite, sempre pode honrar seus compromissos em moeda soberana.

Usando o argumento destes últimos: se os detentores de títulos públicos, que recebem juros do governo, no caso “insustentável”, decidirem poupar tudo, dado que seu consumo é basicamente autônomo, a consequência econômica seria basicamente nenhuma¹³⁶. A poupança privada, sustentam, aumentaria na extensão em que a poupança do setor público fosse diminuindo e a demanda agregada não seria afetada. Se, ao contrário, uma maior conta de juros estimulasse o consumo dos detentores da dívida pública de modo a empurrar a demanda agregada, então o governo teria de reduzir os seus próprios gastos, de modo a não pressionar a inflação. Mas, mesmo nessas circunstâncias, ressalvam, a contração busca evitar a inflação de demanda, e não é causada por dificuldade de financiamento (o que não há) (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 19).

Lerner (1943, p. 43), em suas *Finanças Funcionais*, a quem Serrano e Pimentel (2017) também fazem referência, considera justamente que esse aumento de demanda – proveniente

¹³⁶ Os efeitos do ponto de vista distributivo e alocativo, pelo menos, dificilmente seriam.

do gasto público direto, ou da elevação da conta de juros – atua, conforme já ressaltado, como um estabilizador quase-automático ao endividamento público. Visto que, para combater possíveis excessos de demanda, o governo deveria reduzir seus próprios gastos e/ou ainda aumentar impostos, ambos com impactos positivos sobre o resultado fiscal.

III.1.6. Restrição externa

Cumprir notar, entretanto, que o Brasil, não emitindo dólares americanos, enfrenta uma restrição externa que pode limitar a atuação das políticas monetária e fiscal. O país está inserido em um sistema monetário (dólar flexível) e financeiro internacional assimétrico, apontam Serrano e Pimentel (2017, p. 20), em que a taxa de juros frequentemente é utilizada para atrair capital estrangeiro, e evitar desvalorizações cambiais. Isso implica, argumentam, que o BCB precisaria manter a taxa básica “acima da soma dos juros externos mais o spread do chamado risco soberano e das expectativas de desvalorização cambial do mercado.” (SERRANO & PIMENTEL, 2017, p. 20).

Os dois – risco soberano e expectativas cambiais – são, ressaltam, fortemente afetados pela situação do balanço de pagamentos, e, principalmente, pela disponibilidade de reservas internacionais (Ibid., p. 20). Felizmente houve, concedem os autores, uma melhora estrutural da solvência e liquidez do país desde 2003, motivado pelo acúmulo de reservas internacionais (em torno de 370 bilhões de dólares) e substantiva redução do passivo externo denominado em dólares (Ibid., p. 22). Assim, a probabilidade do Brasil ser forçado a suspender compromissos em moeda estrangeira se reduziu drasticamente em relação ao seu histórico, o que dá margem de manobra para a atuação do BCB em reduzir a taxa básica sem grandes riscos cambiais (Ibid., p. 23).

III.2. Conclusão

O Brasil, com sua taxa básica de juros historicamente muito superior à taxa de crescimento (ver gráfico 5), certamente não se enquadra na categoria de economia Samuelsoniana. Por outro lado, na medida em que essa taxa é fixada exogenamente pelo BCB, a pergunta passa a ser se poderia sê-lo. Não há que se discutir com o elevado grau de correlação entre a Selic e a inflação, até porque, pelo RMI, a construção da primeira acompanha a segunda, e existem, evidentemente, efeitos dos juros sobre a demanda agregada e, desta, sobre a inflação, mas, o que se construiu ao longo deste trabalho é que, pela interdependência das políticas monetária e fiscal, elevadas taxas de juros para frear a inflação podem ter efeitos abaixo do esperado, como a desinflação de 2016 demonstrou, isto é, foi mais lenta do que se esperava, o

nível de atividade desabou, e a taxa de juros implícita da DLSP chegou a ultrapassar 30%, o que, indubitavelmente, tem efeitos excessivamente negativos sobre a trajetória da dívida pública. Esta, por sua vez, mesmo que se ignore o aspecto de restrição financeira, tem efeitos distributivos, como já se observou, indesejáveis.

Seguindo a possível prescrição de política construída ao longo dos dois primeiros capítulos, o caminho mais adequado, em termos de bem-estar, seria uma taxa de juros básica baixa, em linha com Lara Resende (2019, p.18), abaixo da taxa de crescimento de longo prazo, de sorte que o custo da dívida pública, considerando sua estrutura a termo, a iguale. É importante que essa convergência ocorra em pleno emprego. Evidentemente que, se a economia está em seu produto potencial, está também, necessariamente, em pleno emprego, mas, na medida em que o equilíbrio é um estado teórico, e não prático, é preciso que se balanceie ao longo do tempo essas variáveis, para que o juro, se baixo demais, não leve a bolhas especulativas e/ou à execução de investimentos com uma taxa de retorno muito baixa (ou mesmo negativa) – que, no limite, destrói riqueza – ou, se muito alto, não faça o exato oposto e freie projetos meritórios e necessários¹³⁷, o que, possivelmente, corresponde, pelo menos no passado, ao caso brasileiro.

Por outro lado, não se deve superestimar a capacidade de coordenação do Estado da atividade econômica, como presumivelmente o faz a MMT (particularmente em seu *JG program*). Se a política mais adequada, isto é, mais eficiente, para manejar a demanda agregada, como já postulava Lerner (1943), é a fiscal, e é, por outro lado, também necessário que haja certo caráter permanente, a fim de evitar os *lags* temporais já salientados por Friedman, como afirma a MMT, então é desejável que se tenha também a maior previsibilidade e as menores distorções possíveis, a fim de evitar desorganizações do setor produtivo, que, por outro lado, precisa de um ambiente claro e estável para o seu bom funcionamento. A mudança constante e *ad hoc* de incentivos, alíquotas, tributos, programas etc. sem entrar no mérito de iniciativas individuais, é, em geral, contraproducente. O caminho que costuma unir diferentes correntes de pensamento econômico vai no sentido de tributar a renda – e não o consumo, e muito menos a produção – e de forma progressiva. Analogamente, – e essa é uma proposta menos consensual, mas também, como tantas, já levantada por Friedman (1962) sob o signo de *Negative Income Tax* (NIT) – dever-se-ia, para estimular a demanda, distribuir poder de compra (renda) à população sem contrapartidas. Existe uma extensa literatura sobre os melhores arranjos para

¹³⁷ “A fraqueza da propensão a investir tem sido, em todos os tempos, a chave do problema econômico.” (KEYNES, 1996 [1936], p. 321).

isso¹³⁸, mas se constitui, invariavelmente, em um tipo de política de pouquíssimas distorções, ao contrário da demanda pública direta por bens e serviços. Sobre estas, é preciso que se tenha uma cuidadosa avaliação de custos e benefícios – outro processo sem uma solução simples e única – mas que também costuma agregar correntes de pensamento, isto é, em torno da prescrição de eficiência do gasto público.

Esse conjunto de propostas representa tão somente intuições sobre quais poderiam ser as implicações de política, considerando os argumentos construídos, não sendo estas o foco do deste trabalho, evidentemente. Buscou-se evitar conclusões exageradas sobre as prescrições de política econômica e apenas exemplificar possíveis caminhos, sem demérito de qualquer outra análise e/ou visão.

¹³⁸ Cf. nota 120; VANDERBORGHT, Yannick, and VAN PARIJS, Philippe. **L'allocation universelle**. Paris: La découverte, 2005; WIDERQUIST, Karl; LEWIS, Michael A. **An efficiency argument for the Basic Income Guarantee**. *International Journal of Environment, Workplace and Employment*, v. 2, n. 1, p. 21-43, 2006.

CONCLUSÃO

O objetivo do presente trabalho foi construir, a partir do exposto em Lara Resende (2019) um argumento de que as políticas fiscal e monetária não são independentes, como normalmente se colocam, e de que governo, monetariamente soberano, não tem uma restrição financeira *per se*, como os demais agentes da economia. Desse modo, a política monetária, deveria buscar uma taxa de juros que torne o custo da dívida pública – cujo determinante fundamental é a taxa básica – igual à taxa de crescimento do produto de longo prazo. Essa corresponde à regra de ouro da acumulação de Phelps (1961) e à taxa biológica de Samuelson (1958) e tem o potencial para maximizar o bem-estar da sociedade.

Já a política fiscal passa a ter o papel central de, por um lado, controlar a inflação – como propõem a Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP), a *Modern Money Theory* (MMT) e as Finanças Funcionais de Lerner (1943) – via ajuste da demanda agregada, o que não deixa de ser o caminho do Regime de Metas de Inflação (RMI), mas sem o agravante de piorar as condições da oferta pelo aumento do custo do capital em função da elevação de juros. E, por outro lado, contribuir para levar a economia ao pleno emprego, suprimindo a escassez, e moderando a falta, de demanda agregada. Argumenta-se ainda, contrariamente à MMT, que as políticas nesse sentido deveriam evitar ao máximo distorções alocativas, isto é, tentativas do governo de coordenar de modo eficiente diversos setores da economia através da demanda e/ou oferta direta, ou de incentivos, podem, potencialmente, desorganizar o setor produtivo, levando a ineficiências e comprometendo o objetivo de controle da inflação.

O argumento foi construído, no capítulo 1, a partir de Sargent e Wallace (1981), que demonstram, em uma economia monetarista, através de um modelo de gerações sobrepostas, que, no limite, as políticas fiscal e monetária não são independentes e que tentativas de conter a inflação sem coordenação com a política fiscal, via contração do estoque de moeda – ou, alternativamente, elevação de juros – são, no limite, contraproducentes. Em um quadro de excesso de endividamento público (dominância fiscal), a dívida cresce cada vez mais rápido, atinge um teto (em proporção do PIB) e, no limite, é monetizada, gerando inflação. É necessário, portanto, que as políticas sejam coordenadas.

Em seguida, Barro (1974) demonstra, ainda em um modelo de gerações sobrepostas, – mas admitindo explicitamente não considerar o caso de uma dívida pública *ad infinitum* – as condições necessárias para a irrelevância do endividamento público, a Equivalência Ricardiana:

sinteticamente, um mecanismo de transferência intergeracional operante, conjugado à “superneutralidade” da moeda Novo-Clássica. Apesar do resultado, no caso (claramente mais realista) de indivíduos com diferentes taxas de desconto, o endividamento público, ao realocar daqueles com menores taxas em favor dos de maiores, promove de fato ganhos de bem-estar. Em equilíbrio, entretanto, esses já teriam se esgotado e o efeito marginal seria zero.

O capítulo prossegue com Woodford (1995) expondo a TFNP, em um modelo “IS/LM intertemporal” de agentes racionais, com vidas infinitas e utilidade descontada, em que – exceto no caso da “superneutralidade” da moeda de Barro (1974) – o grau endividamento público, na medida em que constitui um passivo do governo e, analogamente, um ativo do setor privado, tem, via efeito riqueza, impacto direto sobre a demanda e, se em pleno emprego, sobre a inflação. Esse resultado aprofunda o ponto de Sargent e Wallace (1981), e torna a política fiscal o elemento central de controle da inflação. O modelo, formalmente mais robusto, é evidentemente analisado em equilíbrio, i.e., pleno emprego. Em situações sub-ótimas, entretanto, Woodford (1995) reconhece que parte do efeito do endividamento público se daria pelo produto, também pela rigidez nominal dos preços no curto prazo.

O capítulo 1 termina com a análise de Blanchard (2004) de dominância fiscal em economias abertas, que apenas reforça o argumento de que, em certos contextos, a tentativa da política monetária de controlar a inflação, via elevação de juros, impacta a trajetória da dívida pública de tal forma que a fuga de capitais subsequente deprecia o câmbio, o que pressiona a inflação e produz, portanto, o efeito contrário ao pretendido pela política monetária.

No segundo capítulo, tendo construído a motivação para um outro tipo de política monetária, volta-se ao modelo de gerações sobrepostas de Samuelson (1958), através da exposição em Weil (2008), para discutir as interessantes propriedades de bem-estar das economias de baixas taxas de juros ($r < g$), isto é, o endividamento público, ou transferências intergeracionais melhoram o bem-estar, sem custo para as gerações futuras, análogo a um esquema de pirâmide financeira que não explode no tempo.

Blanchard (2019) em sua palestra à *American Economic Association* (AEA) traz justamente os dados da economia americana para dizer que esse foi precisamente o caso dos EUA nos últimos 60 anos e aprofunda a análise, avaliando seus efeitos sobre o bem-estar social. Em termos simples, os efeitos são positivos, mas a presença de risco torna algumas trajetórias possíveis explosivas. O resultado vai na linha de igualar a taxa de juros de longo prazo à

eficiência marginal do capital¹³⁹, como já postulava Keynes (1936), a fim de maximizar o bem-estar, enquanto o contrário, na verdade, constitui obstáculo de primeira ordem aos objetivos de emprego e renda perseguidos pela política econômica.

A MMT, então, fornece argumentos, muitos de natureza operacional, para defender a ausência de restrição financeira do governo monetariamente soberano. Alinhados às conclusões sobre taxas de juros e o espaço para a política fiscal, essas proposições têm um papel mais relevante, ainda que sua prescrição de política mereça muitas ressalvas.

Nas palavras de Lara Resende (2019, p. 17):

Do ponto de vista macroeconômico, os impostos são cobrados, não para financiar os gastos do governo, mas para abrir espaço para os gastos do governo, sem que haja pressão excessiva sobre a capacidade produtiva. [...] Se a economia tem capacidade ociosa, não há porque tributar para financiar gastos públicos. Esta é a conclusão lógica do Cartalismo, que confirma a intuição dos que sustentam que a política monetária pode evitar, como o QE efetivamente evitou, uma depressão, mas só a política fiscal pode levar à recuperação da atividade econômica.

O modelo de gerações sobrepostas de Samuelson demonstra que quando a taxa de juros é inferior à taxa de crescimento, o equilíbrio competitivo de mercado não é Pareto eficiente. O aumento da dívida melhora o bem-estar.

[...] O único argumento passível de ser levantado contra a política fiscal expansionista é o da eventualidade de, no futuro, a taxa de juros vir a ser superior à taxa de crescimento. A dívida pública passaria então a ter custo fiscal e poderia se tornar insustentável. Esta preocupação pressupõe que a taxa de juros sobre a dívida pública não está sob o controle do governo, ou mais especificamente, do banco central. Na prática, como é reconhecido pela teoria macroeconômica contemporânea, a taxa de juros básica da economia é determinada pelo banco central.

Finalmente, no capítulo 3, analisa-se o contexto brasileiro, a relação entre o Banco Central e o Tesouro, o grau de endividamento, e o custo fiscal da dívida, a partir de uma abordagem favorável à MMT de Serrano e Pimentel (2017), mas bastante descritiva de muitos desses aspectos. Evidentemente, o Brasil não está enquadrado em uma economia Samuelsoniana ($r < g$), muito pelo contrário. O período recente entre 2015 e 2017 viu a Selic a 14,25%, com uma taxa implícita da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) superando os 30%, a inflação rompendo os 10% e a mais longa recessão da história do país. O discurso tradicional, de que se tratou de uma tempestade perfeita, começa a perder força, na medida em que o receituário para a retomada do crescimento também não parece produzi-lo.

Não se tem aqui, obviamente, qualquer pretensão de refutar prescrições exaradas dos pilares do consenso macroeconômico brasileiro, tampouco o trabalho se estruturou com esse objetivo. A intenção, contudo, foi chamar atenção para algumas proposições relevantes que,

¹³⁹ “a relação entre a renda esperada de uma unidade adicional daquele tipo de capital e seu custo de produção” (KEYNES, 1996 [1936], p. 149).

pelo exposto, têm sentido teórico, e, possivelmente, considerando a conjuntura atual doméstica e global, também prático.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARRO, R.J. **Are government bonds net wealth?** Journal of political economy, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, 1974.

BLANCHARD, O. **Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil.** National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, n. w10389, Mar. 2004.

BLANCHARD, O. **Public debt and low interest rates.** American Economic Review, v. 109, n. 4, p. 1197-1229, 2019

BRASIL. Banco Central. **Manual de Estatísticas Fiscais.** Maio 2019.

BRASIL. Banco Central. **Nota de Esclarecimento.** 16/07/2013. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/14785/nota>>. Acesso em: 27 ago. 2019

BRASIL. Banco Central. **Relatório de Inflação.** Jun. 1999.

BRASIL. Banco Central. **SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais.** Acesso em agosto de 2019.

BRASIL, **Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008.**, Art. 2º, inciso IX. Diário Oficial da União de 05 de novembro de 2008, p.1

BRASIL, **Medida Provisória nº 1.789, de 29 de dezembro de 1998,** Art. 1º. Diário Oficial da União de 30 de dezembro de 1998, p.2 (edição extra).

BRASIL. Ministério da Economia, Secretaria Especial de Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional. **Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública 2019 – 1º Quadrimestre.** Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, n. 3. Junho 2019.

DIAMOND, P. A. **National debt in a neoclassical growth model.** The American Economic Review, v. 55, n. 5, p. 1126-1150, Dec. 1965.

FRIEDMAN, M. **The lag in effect of monetary policy.** Journal of Political Economy, v. 69, n. 5, p. 447-466, Oct. 1961.

FRIEDMAN, M. **Capitalism and Freedom:** Fortieth Anniversary Edition. University of Chicago Press, p. 192–194, 2002 [1962].

FRIEDMAN, M. **The role of monetary policy.** American economic review, v. 58, n. 1, p. 1-17, Mar. 1968.

- HICKS, J. R. **Mr. Keynes and the "Classics"; A Suggested Interpretation.** *Econometrica*, v. 5, n. 2, p. 147-159, Apr. 1937.
- INNES, A.M. **What is Money?** *Banking Law Journal*, v. 30, n. 5, p. 377-408, 1913. In: WRAY, L. R. (org.) *Credit and State Theories of Money*. Northampton: Edward Elgar. 2004.
- KEYNES, J. M. **A teoria geral do juro, do emprego e da moeda.** Trad: Adroaldo Moura da Silva. São Paulo: ed. Nova Cultural 1996 [1936].
- KOOPMANS, T. C. **On the concept of optimal economic growth.** In: *The Econometric approach to development planning*. Amsterdam: North-Holland, 1965.
- LAGOS, R. **Inside and Outside Money.** Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report, n. 374. May 2006.
- LAVOIE, M. **The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique.** *Journal of Economic Issues*, v. 47, n. 1, p. 1-32, Mar. 2013.
- LEEPER, E. M. **Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies.** *Journal of monetary Economics*, v. 27, n. 1, p. 129-147, Feb. 1991.
- LERNER, A.P. **Functional finance and the federal debt.** *Social research*, v. 10, n. 1, p. 38-51, Feb. 1943.
- MINSKY, H. P. **The role of employment policy.** Hyman P. Minsky Archive, Paper 270, 1965.
- MODIGLIANI, F. **Long-run implications of alternative fiscal policies and the burden of the national debt.** *The Economic Journal*, v. 71, n. 284, p. 730-755, Dec. 1961.
- MOSLER, W. **Soft currency economics.** [S.l.: s.n.], 1995.
- MOSLER, W. **Seven deadly innocent frauds of economic policy.** Valance Co., Inc., 2010.
- MUNDELL, R. **Money, debt, and the rate of interest.** In: MUNDELL, R (Org.). *Monetary Theory*, Pacific Palisades, CA: Goodyear, 1971.
- PATINKIN, D. **Money, Interests and Prices.** 2 ed. New York: Harper and Row, 1965.
- PHELPS, E. **The golden rule of accumulation: a fable for growthmen.** *The American Economic Review*, v. 51, n. 4, p. 638-643, Sep. 1961.
- PIMENTEL, K.; SERRANO, F. **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, 2017.

RESENDE, A.L. **Consenso e Contrassenso: déficit, dívida e previdência**. Instituto de Estudos de Política Econômica, 2019.

SAMUELSON, P. A. **An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money**. *Journal of political economy*, v. 66, n. 6, p. 467-482, Dec. 1958.

SANTOS, M. S.; WOODFORD, M. **Rational asset pricing bubbles**. *Econometrica*, v. 65, n. 1, p. 19-57, Jan. 1997.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. **Some Unpleasant Monetarist Arithmetic**. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, v. 5, n. 3, p. 1-17, Fall 1981.

SARGENT, T. J. **The ends of four big inflations**. In: *Inflation: Causes and effects*, University of Chicago Press, p. 41-98, 1982.

SHELL, K. **Notes on the Economics of Infinity**. *Journal of Political Economy*, v. 79, n. 5, p. 1002-1011, 1971.

SIMS, C. A. **A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy**. *Economic theory*, v. 4, n. 3, p. 381-399, Apr. 1994.

SNOWDON, B.; VANE, H. R. **Modern macroeconomics: its origins, development and current state**. Edward Elgar Publishing, 2005.

SOLOW, R. M.; BLINDER, A. **Does Fiscal Policy Matter?** *Journal of Public Economics*, v. 2, n. 4, p. 319-337, 1973.

TOBIN, J. **Essays in economics: volume 1: macroeconomics**. Markham Publishing Company, 1971.

TYMOIGNE, É.; WRAY, L.R. **Modern money theory 101: A reply to critics**. Levy Economics Institute, Working Papers Series, n. 778, Nov. 2013.

WEIL, P. **Overlapping generations: the first jubilee**. *Journal of Economic Perspectives*, v. 22, n. 4, p. 115-34, Fall 2008.

WOODFORD, M. **Price Level Determinacy Without Control of a Monetary Aggregate**. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, n. w5204, Aug. 1995.