



**Textos para Discussão**

**UMA VISÃO FUNCIONAL SOBRE  
OS DÉFICITS PÚBLICOS E SOBRE O MITO  
DA INSUSTENTABILIDADE  
DAS DÍVIDAS SOBERANAS**



Ministério da Saúde

**FIOCRUZ**

Fundação Oswaldo Cruz

## GOVERNO FEDERAL

Presidente da Fundação Oswaldo Cruz  
*Nísia Trindade Lima*

## SAÚDE AMANHÃ

Coordenação geral  
*Paulo Gadelha*

Coordenação Executiva  
*José Carvalho de Noronha*

Coordenação Editorial  
*Telma Ruth Pereira*

Apoio técnico  
*Renata Macedo Pereira*

Normalização bibliográfica  
*Monique Santos*

Projeto gráfico, capa e diagramação  
*Robson Lima — Obra Completa Comunicação*

## TEXTOS PARA DISCUSSÃO

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos desenvolvidos no âmbito do Projeto Saúde Amanhã, disseminando informações sobre a prospecção estratégica em saúde, em um horizonte móvel de 20 anos.

Busca, ainda, estabelecer um espaço para discussões e debates entre os profissionais especializados e instituições do setor.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e de inteira responsabilidade das autoras, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista da Fiocruz/MS.

O projeto Saúde Amanhã é conduzido pela Fundação Oswaldo Cruz (Fiocruz) com apoio financeiro do Fundo Nacional de Saúde do Ministério da Saúde.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

URL: <http://saudeamanha.fiocruz.br/>

### Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

C744e Conceição, Daniel Negreiros

Uma visão funcional sobre os déficits públicos e sobre o mito da insustentabilidade das dívidas soberanas / Daniel Negreiros Conceição. – Rio de Janeiro: Fundação Oswaldo Cruz, 2017.

24 p. – (Textos para Discussão; n. 28)

Bibliografia: p. 24.

1. Debate Econômico. 2. Deficits Públicos. 3. Economia Brasileira. 4. Austericídio Econômico. I. Conceição, Daniel Negreiros. II. Fundação Oswaldo Cruz. III. Título. IV. Série.

CDU: 330.101(81)

Textos para Discussão  
Nº 28

UMA VISÃO FUNCIONAL SOBRE  
OS DÉFICITS PÚBLICOS E SOBRE O MITO  
DA INSUSTENTABILIDADE  
DAS DÍVIDAS SOBERANAS

Daniel Negreiros Conceição

Rio de Janeiro, Junho 2017

## AUTOR

### **Daniel Negreiros Conceição**

Graduação em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (2005), mestrado em Economia na University of Missouri Kansas City (2010). Atualmente é professor assistente do Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional (IPPUR) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).

## SUMÁRIO

Introdução	7
O Austericídio Brasileiro	9
A Justificativa Anti-Keynesiana para o Austericídio	10
Não Há Risco de Insolvência para um Governo que Gasta Emitindo Moeda	13
Mesmo Sem Soberania Monetária Não Haveria Razão para Pânico	16
Ajustes Fiscais Não Funcionam!	19
Uma Crise de Desonestidade Econômica	22
Bibliografia	23



# UMA VISÃO FUNCIONAL SOBRE OS DÉFICITS PÚBLICOS E SOBRE O MITO DA INSUSTENTABILIDADE DAS DÍVIDAS SOBERANAS

## 1. INTRODUÇÃO

É preciso falar sobre o elefante cor-de-rosa que dança e canta aos berros no meio da sala. Há pouco menos de meio século a ciência econômica regrediu ao seu estado pré-Keynesiano e resgatou do ostracismo acadêmico a mitologia liberal neoclássica que John Maynard Keynes havia buscado destruir em 1936 com sua *Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda*.<sup>1</sup> O resultado deste resgate foi uma teoria econômica dominante que retrocedeu à sua condição de ideologia liberal pura e deixou de ajudar a prever fenômenos macroeconômicos e a propor políticas públicas eficazes para a promoção do crescimento e estabilidade econômicos. Hoje a influência da teoria liberal de inspiração pré-Keynesiana (na verdade, anti-Keynesiana) sobre as decisões de gestores macroeconômicos é muito provavelmente uma das principais causas dos nossos problemas econômicos e sociais.

Já passa da hora de reconhecermos que não há argumentos aproveitáveis na teoria liberal pré-Keynesiana que dominou o debate macroeconômico até meados dos anos 1930. Da mesma maneira que na biologia o criacionismo foi eventualmente extirpado do debate sério e o geocentrismo foi eliminado da astronomia pela força das evidências empíricas, a crença em economias capitalistas auto-otimizadoras e a rejeição ao Estado como agente responsável e capaz de promover a estabilidade e eficiência macroeconômicas devem ser denunciados como as crendices anticientíficas que de fato são. Não é mais possível fingir, em nome do bom convívio acadêmico, que as teorias macroeconômicas de inspiração neoclássica sejam baseadas em construções lógicas, factualmente verídicas, e intelectualmente honestas.

Dentre todos os mitos pré-Keynesianos que teimam em contaminar o debate econômico, talvez o mais nocivo seja que o Estado é (ou deve ser) financeiramente limitado na sua capacidade de gastar dinheiro. O mito, reforçado recentemente pelo estudo fraudulento <sup>2</sup> de Rogoff e Reinhart (2010), diz que há um limite definitivo (90% do PIB do país) acima do qual a dívida bruta do governo passa a ser economicamente danosa. Este mito, quase universalmente aceito como verdadeiro por economistas e gestores públicos, deriva de uma surpreendente ignorância sobre os detalhes operacionais básicos do gasto público, da cobrança de impostos e da venda de títulos de dívidas públicas. A consequência desta ignorância é que praticamente todos os economistas

<sup>1</sup> KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. Orlando: First Harvest/Harcourt, 1964. Edição original em 1936.

<sup>2</sup> Ver Herndon, Ash, e Polin (2013) para uma exposição dos erros metodológicos sem os quais a conclusão central de Rogoff e Reinhart (2010) não se sustenta.

subscrevem com algum afincamento à doutrina da responsabilidade fiscal<sup>3</sup> e creem em consequências nocivas para a economia de um país quando a dívida pública aumenta, mesmo quando esta é denominada na moeda nacional inconvertível.

Um exemplo óbvio dos efeitos socioeconômicos destrutivos produzidos por uma gestão macroeconômica inspirada em crenças pré-Keynesianas e na doutrina da responsabilidade fiscal provavelmente será observado no Brasil ao longo dos próximos anos. Em 13 de dezembro de 2016 foi aprovada pelo Senado Federal a proposta de emenda de número 241/55 à Constituição brasileira que congelará em termos reais, pelo período mínimo de dez anos (prorrogável por mais dez), os gastos primários do governo brasileiro. Simplesmente, a emenda impedirá que, ao longo de pelo menos dez anos, o governo eleve o valor dos seus gastos anuais totais (excetuados os juros pagos aos rentistas detentores de títulos públicos) por uma taxa maior que a taxa de inflação medida durante o ano imediatamente anterior.

Em sua comunicação ao presidente da República os proponentes da emenda constitucional deixaram clara a sua inspiração anti-Keynesiana. Para eles, o endividamento estatal é o grande culpado pelo desmantelamento da economia brasileira iniciado em 2014.

Faz-se necessária mudança de rumos nas contas públicas, para que o País consiga, com a maior brevidade possível, restabelecer a confiança na sustentabilidade dos gastos e da dívida pública. É importante destacar que, dado o quadro de agudo desequilíbrio fiscal que se desenvolveu nos últimos anos, esse instrumento é essencial para recolocar a economia em trajetória de crescimento, com geração de renda e empregos. Corrigir o desequilíbrio das contas públicas é condição necessária para retirar a economia brasileira da situação crítica que Vossa Excelência recebeu ao assumir a Presidência da República. (MEIRELLES e OLIVEIRA, 2016)

Trata-se de uma tragédia econômica anunciada. Caso esteja vigente pelos vinte anos imaginados pelos seus proponentes, a regra fiscal produzirá uma verdadeira devastação econômica e social no Brasil, a começar pelo desmonte de um já subfinanciado Estado brasileiro. Mesmo sob a mais ingenuamente otimista e menos provável das hipóteses imagináveis, as consequências econômicas da regra fiscal implicariam em perdas econômicas significativas. A imposição de um limite arbitrário sobre os gastos poderia até produzir uma breve expansão econômica se acompanhada pelo barateamento artificial do crédito e por um ímpeto irracionalmente otimista dos investidores em capital físico, mas somente até que uma estrutura financeira crescentemente frágil desmoronasse e desse origem a uma crise financeira e econômica nos moldes do colapso estadunidense de 2008. A devastação recessiva de um colapso financeiro nestes moldes poderia ser insuperável num país dado a crises de balanço de pagamentos como o Brasil.

Infelizmente (ou felizmente, dado o risco de catástrofe financeira citado acima), a já deteriorada situação financeira das empresas e famílias brasileiras impedirá a formação de uma bolha de crédito grande o suficiente para reverter a espiral recessiva que se instalou no Brasil a partir de 2011, mais violentamente a partir de 2014. Deste modo, a consequência econômica mais

---

3 Não deveria ser necessário apontar a desonestidade retórica utilizada pelos marqueteiros que cunharam o termo *responsabilidade fiscal*. Embora haja posições múltiplas sobre a necessidade de governos buscarem o equilíbrio fiscal, apenas a visão de que déficits públicos são sempre nocivos é identificada como responsável. Desta forma, a visão alternativa passa a ser percebida como irresponsável. Pois não é nada responsável desperdiçar o arsenal de políticas macroeconômicas capazes de promover o pleno emprego e a estabilidade de preços em nome de resultados orçamentários cromaticamente mais agradáveis.

provável da desnecessária regra fiscal será impedir que a depressão seja superada pela política fiscal contracíclica. Além disso, o Estado brasileiro contará com cada vez menos recursos financeiros *per capita* para oferecer o conjunto de bens públicos necessários para manter no Brasil um Estado de bem-estar minimamente funcional.

O objetivo principal do presente artigo é denunciar como fraudulento o discurso em defesa da prática de austericídios<sup>4</sup> por governos centrais monetariamente soberanos como o Brasil. A primeira parte do artigo é dedicada a descrever a situação econômica brasileira. Depois, apresenta-se a visão anti-Keynesiana de acordo com a qual déficits públicos devem ser sempre combatidos. Em seguida, demonstra-se porque é infundado o medo de insolvência de governos monetariamente soberanos. Busca-se demonstrar em seguida que, ao invés de promover o fim da recessão e a retomada do crescimento econômico, o efeito mais provável de políticas de combate ao endividamento estatal é a intensificação de processos recessivos. Finalmente, argumenta-se que, ao invés de tentar reduzir os déficits públicos por medo da sua insolvência, uma vez que não correm risco de insolvência financeira, governos monetariamente soberanos deveriam praticar o que Abba Lerner (1943) denominou de finanças funcionais. Isto significa que o governo central deve planejar seus resultados fiscais em função dos seus efeitos sobre a demanda agregada, e dos efeitos da demanda agregada sobre o nível de emprego e sobre a inflação.

## 2. O AUSTERICÍDIO BRASILEIRO

Os acontecimentos na economia brasileira nos últimos cinco anos deveriam ter sido percebidos como provas inequívocas de que, *ceteris paribus*, a redução dos gastos do governo com o intuito de reduzir o endividamento estatal acentua as recessões, e que estas recessões são tão mais devastadoras quanto mais agressivas forem estas tentativas de reduzir o déficit fiscal. Na verdade, o compromisso míope de combate ao endividamento público incorporado ao texto constitucional em 2016 representa a continuidade de um projeto fantasticamente fracassado que teve início ainda no final de 2010. Foi a partir de então que o governo central elegeu a perseguição a superávits primários exageradamente ambiciosos como uma das prioridades da sua gestão macroeconômica. Como identificaram Summa e Serrano (2012), o resultado dos esforços iniciais de controle do endividamento público através da redução de gastos governamentais não foi capaz sequer de reduzir o endividamento do governo ou a inflação. Produziu sim a redução do crescimento econômico, contração do investimento privado, e aumento das desigualdades de renda e riqueza. Desde a publicação dos estudos de Summa e Serrano os esforços de ajuste fiscal foram intensificados, principalmente a partir de 2014, e os resultados macroeconômicos foram cada vez mais trágicos.

Outra consequência do que podemos chamar de austericídio brasileiro ainda não foi plenamente sentida. Quando a partir de 2012 o governo federal brasileiro achou prudente iniciar o combate mais agressivo ao endividamento público, buscou compensar os efeitos contracionistas da redução dos gastos estatais pelo estímulo ao gasto autônomo através do barateamento do crédito (ao consumo de bens duráveis, investimento em imóveis, e em capital produtivo). Para isso, descobriu que não era suficiente simplesmente reduzir a taxa básica de juros, uma vez que não é essa a taxa de juros que representa o custo de crédito ao consumo e investimento. Determinou

<sup>4</sup> Austericídio é o suicídio econômico pela realização de políticas de austeridade fiscal pro-cíclicas. Ver, por exemplo, Belluzzo, L. G. e Bastos, P.P.Z. Peregrinações do austericídio. 2016.

então aos bancos comerciais públicos que reduzissem os juros aos seus clientes, o que pressionou os demais bancos do país a fazerem o mesmo. Além disso, manteve a política de créditos a juros estrategicamente reduzidos oferecidos, principalmente pelo BNDES, para as empresas do setor produtivo.

Previsivelmente os aumentos da despoupança dos consumidores em bens duráveis e do investimento alavancado das empresas e compradores de imóveis<sup>5</sup> deram combustível necessário à economia brasileira, adiando a recessão por alguns meses.<sup>6</sup> Rapidamente, no entanto, a capacidade de endividamento da população se esgotou<sup>7</sup> e o gasto autônomo que havia ajudado a sustentar o produto em um nível saudável deu lugar à poupança (amortizações) e gastos financeiros (pagamentos de juros e taxas). Esta contração do gasto autônomo privado somada à redução dos gastos públicos lançou a renda e produto domésticos na trajetória depressiva em que se encontram até hoje. Desde então o cumprimento das obrigações financeiras de consumidores endividados tem exigido cada vez mais contenção das suas compras de bens e serviços. Também as empresas que nos últimos anos expandiram os seus ativos produtivos através do endividamento bruto hoje encontram dificuldades para cumprir suas obrigações financeiras por enfrentarem um cenário de receitas cada vez mais intensamente cadentes.

Mais uma vez a aversão irracional a déficits públicos fez com que economistas e gestores públicos tenham ignorado o verdadeiro perigo que ronda a economia brasileira. Embora seja em princípio desejável economicamente que a política monetária favoreça o acesso ao crédito para o consumo autônomo e o investimento, a contração recessiva de déficits públicos faz com que o sucesso do estímulo creditício ao gasto privado traga consigo as sementes de um completo desastre financeiro e econômico. Para que famílias e empresas sustentem dívidas crescentes, é preciso que suas rendas continuem também aumentando. No ambiente de contração ocasionado pelo austericídio estatal vem aumentando perigosamente o risco de uma crise de insolvência generalizada que retroalimentaria a depressão. Diferentemente do colapso financeiro estadunidense de 2008 que foi a causa de uma grande recessão global, a crise de insolvência generalizada no Brasil seria uma consequência retroalimentadora de uma depressão produzida pelas péssimas escolhas fiscais do governo brasileiro desde 2011.

### 3. A JUSTIFICATIVA ANTI-KEYNESIANA PARA O AUSTERICÍDIO

Basicamente, anti-Keynesianos modernos defendem que economias capitalistas são equipadas com os mesmos mecanismos Saysianos reguladores da demanda agregada em que acreditavam os economistas neoclássicos do início do século XX. Estes mecanismos impediriam que o aproveitamento pleno das oportunidades produtivas de uma economia (incluindo toda a mão de obra disponível) fosse persistentemente restringido pela falta de demanda por bens e serviços. Na sua versão mais radical, a teoria anti-Keynesiana (dos ciclos reais de negócios) defende que

<sup>5</sup> Investimento alavancado é o investimento financiado pelo endividamento bruto do investidor e não pelo desacúmulo de outros ativos.

<sup>6</sup> Ver CONCEICAO. What should Brazilian economists and policy makers have learned from the crisis? New Economic Perspectives. 2012. Disponível em: <http://neweconomicperspectives.org/2012/06/what-should-brazilian-economists-and-policy-makers-have-learned-from-the-crisis.html>

<sup>7</sup> As rendas dos consumidores e de compradores de imóveis não aumentaram com os seus endividamentos. Ademais, felizmente ainda não se pratica no Brasil hipotecas múltiplas sobre um mesmo imóvel.

mesmo as contrações do produto e do emprego representam processos otimizadores do produto real da economia, dadas a dotação de meios produtivos e as preferências dos trabalhadores. Já a versão mais moderada (injustamente denominada novo-Keynesiana) reconhece que rigidezes de diversos tipos podem fazer com que os ajustes equilibradores da economia sejam mais demorados, de modo que choques nominais e reais podem produzir ineficiências macroeconômicas (produto diferente do potencial e desemprego diferente da taxa natural) por algum tempo. Por isso, caberia ao governo eliminar tais rigidezes e evitar a ocorrência de tais choques. De uma maneira geral, anti-Keynesianos radicais e moderados preferem deixar a promoção do crescimento econômico e do pleno emprego às forças auto-otimizadoras do livre-mercado, cabendo aos governos apenas criar ambientes propícios à livre iniciativa empreendedora: sem muitas rigidezes como amarras legais e sem flutuações imprevistas e/ou violentas no nível de preços.

A administração da demanda agregada pelas autoridades econômicas seria útil, de acordo com os anti-Keynesianos, principalmente como instrumento de estabilização dos preços. No entanto, o seu efeito supressor do investimento e o risco de endividamento excessivo pelo governo central tornaria o ativismo fiscal muito menos indicado que o ativismo monetário como ferramenta de regulação da demanda. Assim, quando houvesse risco de deflação caberia à autoridade monetária influenciar positivamente a demanda através da redução da taxa básica de juros para estimular os gastos privados autônomos. Já quando o risco fosse de inflação, deveria haver aperto monetário (aumento do juro referencial).

As coisas ficariam mais complicadas, diriam os anti-Keynesianos, caso o governo enfrentasse risco de insolvência por estar perceptivelmente superendividado. Neste caso, conhecido como dominância fiscal <sup>8</sup>, a política monetária deixaria de ser eficaz. Compradores da dívida pública passariam a desconfiar da capacidade de o governo honrar suas obrigações financeiras, tornando menos previsível o resultado de uma variação no juro referencial. Em situações normais, caso houvesse inflação elevada, a autoridade monetária elevaria o juro referencial, incidente sobre as dívidas do governo central, para pressionar negativamente a demanda agregada. Entretanto, com o superendividamento público, o aumento dos juros incidentes sobre a dívida elevaria mais do que insignificativamente as obrigações financeiras deste governo, elevando ainda mais o risco de calote aos olhos de investidores, que já estariam desconfiados da saúde financeira do governo. Estrangeiros tratariam com cada vez mais ressalvas as aplicações no país, reduzindo assim a demanda pela moeda doméstica. O conseqüente choque cambial teria efeito inflacionário sobre uma série de preços domésticos, a começar pelos preços de bens importados. Logo, quando a economia estivesse em dominância fiscal, um aumento nos juros poderia aumentar, ao invés de diminuir, o nível de preços.

Deveria o governo então utilizar a redução dos juros como política desinflacionária? Não necessariamente. Sob a dominância fiscal, não há mais confiança sobre as conseqüências de mudanças no juro referencial. A forma mais simples de se pensar sobre a hipótese da dominância fiscal é imaginar que variações na taxa de juros têm dois efeitos sobre as avaliações de retorno dos compradores de títulos públicos. Por um lado, uma taxa de juros maior (menor) oferece uma remuneração maior (menor) ao aplicador em títulos públicos, fazendo com que a demanda por estes títulos aumente (diminua). Por outro lado, ao incidir sobre a dívida total pós-fixada <sup>9</sup>, uma

<sup>8</sup> O termo sugere que a política monetária estaria sendo constringida/dominada pelas necessidades fiscais do governo.

<sup>9</sup> Estranhamente, economistas que alardeiam sobre os riscos de dominância fiscal raramente propõem que o governo reduza a emissão dos seus títulos pós-fixados. Quando os juros são pós-fixados, a política anti-inflacionária aumenta as obrigações do governo

taxa de juros maior (menor) aumenta (diminui) os gastos financeiros do governo e, *ceteris paribus*, faz com que aumente mais (menos) rapidamente o tamanho da dívida e o risco de calote. Quando a dívida do governo é pequena, o risco de calote pode ser tratado como desprezível, de modo que o efeito de um aumento nos juros sobre a demanda por títulos públicos pode ser seguramente deduzido como positivo. No entanto, quanto maior a dívida do governo menos desprezível passa a ser o efeito dos juros sobre o risco de calote, o que torna cada vez mais difícil prever a relação entre as variações na taxa de juros e a demanda por títulos públicos e, por consequência, entre os juros e o câmbio.

A dominância fiscal pode ser entendida então como uma situação em que o prêmio de risco exigido por compradores de títulos públicos cresce mais rapidamente com um aumento na taxa de juros do que a própria taxa de juros. No entanto, o oposto não é necessariamente verdadeiro. Quando há dominância fiscal o prêmio de risco exigido pelo mercado financeiro não tende a cair mais rapidamente que a taxa de juros. Afinal, não faria sentido que compradores potenciais de um instrumento financeiro não queiram compra-lo por um determinado preço por considerarem-no excessivamente arriscado, mas aceitem compra-lo por um preço ainda maior. Dado o tamanho da dívida pública, os compradores de títulos públicos avaliam como muito grande o risco de calote do governo e exigem uma remuneração correspondentemente elevada para incorporar aos seus ativos um instrumento financeiro que consideram pouco seguro. Assim como o consumidor decidido a não comprar um produto de qualidade inferior não seria convencido a compra-lo caso o mesmo produto lhe fosse oferecido por um preço maior, investidores indispostos a comprar títulos públicos por medo da insolvência estatal não seriam convencidos a compra-los a taxas de juros menores.

Assim, a dominância fiscal tornaria os efeitos da política monetária contraditórios. De um lado, o efeito negativo sobre a demanda agregada continuaria existindo: juros maiores produziam o aumento do custo de oportunidade dos gastos autônomos, deprimindo a demanda agregada. Juros menores estimulariam os gastos autônomos. Por outro lado, o efeito cambial e expectacional de variações no juro referencial sobre os preços seriam positivos: juros mais altos depreciariam a moeda doméstica por intensificarem uma fuga de capitais motivada pelo medo de calote do governo e reforçariam nas pessoas a ideia de descontrole inflacionário, aumentando também o risco de processos inflacionários inerciais.

Para anti-Keynesianos, um governo central superendividado acabaria encurralado entre a cruz e a espada em razão da dominância fiscal. Pressionado pela fuga de capitais inflacionária, incapaz de sustentar resultados fiscais deficitários pela venda de títulos públicos, proibido pelo dogma quantitativista de se financiar através da emissão de moeda, e impossibilitado de recorrer ao ativismo monetário como ferramenta de estabilização dos preços, restaria a este governo perseguir com urgência a redução da sua dívida de modo a afastar o risco de sua insolvência.

---

mais significativamente por incidir sobre todo o estoque de dívida pública em existência. No entanto, quando os juros são pré-fixados, a política monetária anti-inflacionária reduz o valor presente da dívida pública, dando ao governo, inclusive, a chance de amortizar a sua dívida antecipadamente a um custo menor do que o contratado, através da compra de seus próprios títulos no mercado secundário por um preço reduzido (reflexo da taxa de juros maior).

## 4. NÃO HÁ RISCO DE INSOLVÊNCIA PARA UM GOVERNO QUE GASTA EMITINDO MOEDA

Para muitos economistas é principalmente o medo da dominância fiscal que justifica a doutrina da responsabilidade fiscal. É também o medo da insolvência estatal que justifica a rejeição quase completa ao ativismo fiscal em favor da política monetária como ferramenta reguladora da demanda agregada. Para estes economistas, mesmo onde e quando a dívida pública ainda não é muito elevada, o gasto público deficitário é tido como economicamente indesejável, uma vez que adiciona ao tamanho da dívida bruta e aumenta o risco de insolvência. Sob a constante ameaça de superendividamento e seus efeitos desestabilizadores, seria melhor que os governos praticassem sempre o equilíbrio orçamentário.

A boa notícia é que não há razões inteligentes para temer a insolvência do governo brasileiro. Graças à situação privilegiada de governos centrais monetariamente soberanos não há risco de insolvência estatal quando a dívida é denominada na moeda nacional. Na verdade, a noção convencional de insolvência sequer se aplica ao caso especial de governos monetariamente soberanos, uma vez que as suas capacidades de realizar pagamentos não dependem de suas rendas e do valor dos seus ativos. Sem o risco crescente de insolvência estatal, não há porque haver fuga de capitais. Sem fuga de capitais, não há depreciação da moeda. Sem depreciação da moeda não há relação positiva entre a inflação e os juros básicos e a política monetária pode continuar sendo usada de maneira convencional. O que é mais importante: deixa de haver motivo para que o governo evite o ativismo fiscal para equilibrar a demanda agregada de modo a evitar o desemprego e a inflação de demanda.

Governos monetariamente soberanos como o brasileiro são operacionalmente e funcionalmente – embora nem sempre legalmente, como torna evidente a nova regra constitucional – capazes de autofinanciar os seus próprios gastos. Isto significa que, enquanto todos os demais participantes da economia enfrentam uma restrição financeira sobre as suas capacidades de realizarem pagamentos, o mesmo não ocorre com governos centrais que realizam seus gastos em moedas que eles mesmos emitem. Economistas anti-Keynesianos dirão que a possibilidade de autofinanciamento pela emissão de moeda deve ser afastada pelo seu efeito exclusivamente inflacionário e pela restrição operacional imposta pela separação legal entre a autoridade emissora da moeda (no Brasil, o Banco Central do Brasil) e a autoridade fiscal realizadora dos gastos e recebedora dos impostos (no Brasil, o Tesouro Nacional). No entanto, este argumento obviamente ignora o fato irrefutável de que o gasto por governos centrais é sempre operacionalizado pela emissão de moeda. Simplesmente não existe outra forma de financiamento do gasto de um governo central.

O fato que poucos economistas parecem recordar é que a Conta Única da União onde o governo central “guarda” os seus recursos financeiros não é componente da base monetária ou do estoque de moeda da economia. Do ponto de vista econômico, o “dinheiro” desaparece quando entra na Conta Única da União e é criado *ex nihilo* quando é transferido da Conta Única para as reservas de um banco comercial. Quando o governo realiza um pagamento a uma empresa ou indivíduo ele precisa antes que sejam transferidos créditos da Conta Única no Banco Central para a conta de algum banco comercial. Por definição, esta operação representa a criação de base monetária (aumento das reservas bancárias). Em contrapartida, o banco comercial credita o mesmo valor na conta corrente do Tesouro. Finalmente, o Tesouro transfere créditos contra o banco comercial (parte do seu saldo em conta corrente) para o indivíduo ou empresa recipiente

do pagamento. Também por definição, a criação de depósitos bancários representa aumento no estoque de moeda da economia. O recipiente do pagamento pode então escolher uma entre múltiplas opções sobre o que fazer com o valor adicionado à sua conta: pode exigir do banco comercial a conversão da moeda bancária (depósito a vista) em moeda estatal (papel moeda) através de um saque, pode transferir os créditos para outra pessoa ou empresa em troca de bens e serviços, pode trocar os créditos em conta corrente por algum outro instrumento financeiro emitido pelo banco menos líquido, porém mais rentável (como um depósito a prazo), etc. Já o recebimento de impostos pelo governo central representaria o caminho inverso, culminando, portanto, na destruição de moeda e de base monetária.

Quando economistas se questionam sobre a origem do financiamento de uma dada operação, eles querem saber da origem do dinheiro usado por quem realizou o pagamento. Neste caso, devemos dizer sem medo de errar que o gasto do governo central brasileiro (como de qualquer governo monetariamente soberano) é sempre financiado pela emissão de moeda. A analogia popular que compara o governo central a uma família e os impostos à renda familiar perde completamente o sentido. Famílias não financiam os seus gastos através da emissão de moeda. Caso pudessem fazê-lo as famílias deixariam de depender da renda familiar ou da obtenção de empréstimos para realizarem os seus gastos. Pois de fato o governo central não depende da arrecadação dos impostos ou da venda de títulos de dívida para realizar os seus pagamentos.

Economistas de inspiração quantitativista teimam em afirmar que toda expansão monetária tende a ser exclusivamente inflacionária, ao menos no longo prazo. Obviamente, uma vez que todo gasto pelo governo central é operacionalizado pela criação de mais moeda, todo gasto pelo governo central deveria ser inflacionário. No entanto, a teoria quantitativista erra ao imaginar que toda expansão monetária seja inflacionária.<sup>10</sup> A relação tautológica dada pela equação de trocas diz apenas que o gasto agregado (o estoque de moeda médio existente numa economia durante um dado período multiplicado pela velocidade média de circulação da moeda) é igual ao produto agregado (preço médio de cada mercadoria comprada vezes o número de mercadorias compradas). Apenas sob as premissas irrazoáveis da teoria quantitativa da moeda pode-se imaginar que a relação entre o estoque de moeda e o nível de preços da economia seja sempre exatamente proporcional. Primeiramente, como a velocidade de circulação da moeda é variável não é sequer possível determinar que o aumento no estoque de moeda aumente sempre o valor dos gastos agregados da economia. Para que o aumento no estoque de moeda de fato eleve a demanda agregada, é preciso que a moeda seja posta em circulação (i.e. seja usada pra comprar mercadorias). Caso a moeda seja entesourada, o estoque de moeda aumentará pelo mesmo fator que a velocidade cairá, deixando o gasto agregado inalterado.

Mesmo que o aumento na oferta de moeda produza aumento na demanda agregada, o efeito sobre os preços somente será exatamente proporcional se a oferta real agregada não reagir ao estímulo de demanda. Economistas quantitativista imaginavam que economias capitalistas estivessem sempre operando nos seus níveis máximos de produto real, e por isso apenas os preços seriam afetados por variações na demanda agregada. Obviamente, não é este o caso numa economia demonstravelmente em recessão como a brasileira. É justamente através do aumento

<sup>10</sup> Na verdade, a teoria quantitativista erra inclusive ao afirmar que o banco central inevitavelmente aumenta o estoque de moeda da economia ao aumentar a base monetária, uma vez que o multiplicador bancário tende a ser estável. Como deixou claro o estudo de Felkerson (2011), mesmo uma injeção gigantesca de reservas bancárias como a que ocorreu nos Estados Unidos após o colapso financeiro de 2008 (29 trilhões de dólares ao longo de poucos anos) não gerou aumento significativo no estoque de depósitos bancários ou nos preços. Segundo a teoria de inspiração monetarista, deveria ter havido a maior hiperinflação da história.

da demanda agregada que praticamente todos os economistas imaginam ser possível reverter a situação de depressão brasileira. A discordância se refere apenas à maneira de se aumentar a demanda. Mesmo economistas anti-Keynesianos defendem que no investimento privado deve crescer para que a economia brasileira se recupere. Ora, também o estímulo ao investimento privado proposto pelos anti-Keynesianos representaria aumento na oferta de moeda caso fosse bem sucedido. Afinal, bancos comerciais criam depósitos a vista (moeda bancária) em nome dos capitalistas para quem emprestam dinheiro.

O leitor provavelmente estará se perguntando a esta altura para que servem impostos e títulos públicos, uma vez que o governo central financia os seus gastos através da emissão de moeda. Primeiramente, governos que não gozam de soberania monetária financiam os seus gastos, como os demais usuários de moeda da economia, através do recebimento de receitas e da venda de suas dívidas a outros participantes da economia. Para estes, impostos e a venda de títulos públicos de fato servem para financiar os gastos governamentais. Mas os impostos também são necessários a um governo monetariamente soberano. Ao estabelecer que os impostos sejam pagos exclusivamente através da entrega da moeda estatal ao Tesouro Nacional (bancos comerciais entregam moeda estatal ao governo em nome de seus clientes), o governo garante que a moeda tenha valor para a população pagadora de impostos, para a população que realiza compras da população pagadora de impostos, e assim por diante. Além disso, impostos servem como importantes reguladores da demanda agregada. Na medida em que a gestão macroeconômica é bem sucedida e a economia se aproxima do pleno emprego, o aumento do gasto estatal passa a exigir uma redução no gasto privado para que não tenha efeito inflacionário de demanda. Nesta situação impostos servem para reduzir a renda disponível da população para reduzir a concorrência inflacionaria do gasto privado com as compras estatais.

Já títulos públicos tem uma função muito mais sutil. O gasto público introduz na economia moeda e base monetária (reservas bancárias). Na ausência de qualquer outro instrumento financeiro emitido pelo Estado, a ocorrência persistente de déficits governamentais aumentaria constantemente a oferta de reservas bancárias no sistema financeiro, possivelmente pressionando os preços de ativos em mercados onde os pagamentos se dão exclusivamente através da entrega de reservas bancárias (como o mercado de empréstimos interbancário e de divisas). Uma solução radical para enxugar o excesso de reservas bancárias decorrente da recorrência de déficits fiscais seria tributar ou confiscar as reservas bancárias. Alternativamente, o governo pode emitir um segundo título de dívida além da moeda estatal, menos líquido e mais rentável, para remunerar aqueles que possuem reservas excedentes – uma espécie de poupança para os detentores de reservas. Desta forma, o governo reduz a liquidez das carteiras privadas e institui uma taxa de juros referencial para o sistema financeiro.

No Brasil, cabe ao Tesouro Nacional emitir as dívidas utilizadas como alternativas rentáveis às reservas bancárias. É justamente este fato que permite ao Tesouro repor os créditos na sua Conta Única sem precisar recorrer a empréstimos com taxas de juros crescentes junto a agentes privados. Como o Banco Central do Brasil se compromete a manter estável o juro incidente sobre as dívidas do Tesouro negociadas no mercado Selic, qualquer aumento na oferta de títulos pelo Tesouro com o intuito de repor o saldo na Conta Única necessariamente encontrará compradores, uma vez que caberá ao Banco Central retirar quantos títulos públicos forem necessários para que o juro referencial se mantenha na sua meta. Deste modo, mesmo não sendo o emissor da moeda estatal, o Tesouro não enfrenta restrição financeira ao seu gasto, pois a administração dos

juros referenciais pelo Banco Central garante acesso ilimitado do Tesouro a reservas bancárias pela taxa de juros referencial.

## 5. MESMO SEM SOBERANIA MONETÁRIA NÃO HAVERIA RAZÃO PARA PÂNICO

É natural que credores e analistas de risco estejam atentos a variáveis indicativas da capacidade do tomador de um empréstimo cumprir suas obrigações financeiras. A escolha destas variáveis depende dos termos estabelecidos no contrato de empréstimo e da maneira como o tomador operacionaliza os seus pagamentos. Assim, o competente analista de crédito deve fazer perguntas como: Como o tomador do empréstimo obterá os meios de pagamentos para cumprir seus compromissos? Sob que condições o tomador do empréstimo deixará de obter meios de pagamentos suficientes para realizar os seus pagamentos? Que providências podem e devem ser tomadas pelo credor caso o tomador do empréstimo descumpra os seus compromissos financeiros? No caso de governos monetariamente soberanos, a resposta a essas perguntas é que o governo emite moeda para realizar seus pagamentos e que, portanto, a única possibilidade de não ser capaz de cumprir suas obrigações financeiras é a imposição de regras fiscais desnecessárias e disfuncionais motivadas pela ignorância dos legisladores sobre a realidade operacional dos gastos governamentais.

Porém, mesmo que os anti-Keynesianos estivessem corretos sobre a possibilidade de governos centrais como o brasileiro deixarem de conseguir cumprir suas obrigações financeiras por superendividamento, não faria muito sentido atentar, como fazem os comentaristas e analistas de crédito mais influentes, à dívida pública bruta como fração do produto interno bruto (PIB) como indicador mais relevante da saúde financeira estatal. A dívida pública é uma promessa do governo de entregar dinheiro num instante futuro. O PIB representa o valor do que foi produzido por toda a economia ao longo de um dado período. Obviamente, o que foi produzido pela economia durante o ano não está à disposição do governo para realizar seus pagamentos. Aliás, bens e serviços simplesmente não podem ser entregues como pagamentos de dívida alguma. Pagamentos são feitos pela entrega de dinheiro. Muito mais relevante que o PIB da economia seriam os fluxos financeiros que disponibilizam ao tomador de um empréstimo os meios de pagamento com os quais ele cumpre suas obrigações financeiras – a arrecadação tributária esperada, no caso do governo.

Também não faz sentido que a dívida bruta e não a dívida líquida dê a melhor noção da saúde financeira do Estado. A dívida líquida representa o resultado consolidado das obrigações financeiras menos os ativos de todo o setor público (Tesouro Nacional, autarquias e fundações federais, tesouros estaduais e municipais, Banco Central e empresas estatais do setor produtivo, exceto a Petrobras). Ou seja, a aquisição de ativos reduz a dívida líquida enquanto a emissão de obrigações a aumenta. Já a dívida bruta representa o total das obrigações financeiras do governo geral apenas (exclui-se, portanto, as obrigações do Banco Central e estatais), independentemente da sua carteira de ativos. Quando o governo se endivida para adquirir um ativo, a dívida bruta aumenta, mas a dívida líquida se mantém estável.

Ao invés de simplesmente decretar que todo e qualquer aumento na dívida bruta é indesejável, caberia ao analista cuidadoso (mesmo quando ignorante da capacidade de autofinanciamento do governo central) identificar se de fato o endividamento bruto do governo que acompanhou

a aquisição de ativos teria aumentado a sua vulnerabilidade financeira. Tal como o indivíduo que tivesse tomado um empréstimo para realizar uma aplicação indubitavelmente segura cujo retorno fosse maior que o juro incidente sobre o empréstimo tomado não estaria piorando a sua saúde financeira, também o governo ao adquirir ativos seguros e rentáveis poderia estar se fortalecendo financeiramente, embora tivesse aumentado o tamanho de sua dívida bruta.

Por exemplo, embora seja importante reconhecer que, assim como bens e serviços, reservas internacionais não podem ser dadas como pagamentos de dívidas denominadas em reais, certamente não faz sentido imaginar que a aquisição destas reservas acompanhada de endividamento bruto em reais tenha tornado o governo brasileiro financeiramente mais vulnerável, mesmo sob a visão convencional. Afinal, caso aceitemos a tese da dominância fiscal, o endividamento bruto estatal é nocivo justamente porque aumenta o risco de deterioração cambial. A deterioração cambial é consequência da escassez relativa de reservas internacionais. Assim, não faz sentido afirmar que o país tenha ficado mais vulnerável a crises cambiais inflacionárias porque o governo aumentou a sua dívida bruta para aumentar o seu estoque de reservas internacionais.

Neste sentido, é emblemático o caso brasileiro. Economistas anti-Keynesianos e demais apologistas da responsabilidade fiscal começaram, ainda em 2011, a chamar atenção para o crescimento da dívida bruta brasileira. De fato, a dívida do governo brasileiro cresceu de cerca de 55% do PIB em 2008 para aproximadamente 70% do PIB em 2016.<sup>11</sup> No entanto, caso estivessem genuinamente interessados em avaliar honestamente a saúde financeira do governo brasileiro, teriam descoberto que uma fração considerável da dívida bruta corrente resultou do programa de compra de dólares pelo Banco Central. Outra parcela não desprezível foi adquirida para que o governo capitalizasse os bancos públicos em momentos de fragilidade (por exemplo, em resposta à crise financeira global de 2008/2009).<sup>12</sup> Em ambos os casos o governo brasileiro agiu para fortalecer o sistema financeiro do país e reduzir a sua vulnerabilidade externa. Sem tais intervenções a dívida bruta do governo brasileiro certamente somaria um valor muito abaixo do nível considerado desconfortável pela maioria dos apologistas da austeridade fiscal.

Mesmo a dívida bruta do governo brasileiro como fração do PIB é inferior à de dezenas de outros países. Anti-Keynesianos têm argumentado que o endividamento bruto do governo brasileiro é muito maior que em países comparáveis ao Brasil. A arbitrariedade com que os defensores do austericídio escolhem países para tais comparações alarmistas só é explicável se imaginarmos que o objetivo de tais comparações é convencer o público de que a dívida estatal brasileira tornou-se insustentável. “Países como o Brasil” parecem significar para os anti-Keynesianos aqueles cujas dívidas brutas estatais são significativamente menores que a brasileira. No entanto, quantos países, dentre emergentes e desenvolvidos, seriam hoje mais resistentes a crises cambiais que o Brasil? De todos os países do mundo, menos de dez possuem mais reservas internacionais que o Brasil. Mesmo sob o errôneo paradigma convencional, não faz sentido esperar que o governo de um país rico em divisas como o Brasil precise ser tão fiscalmente conservador quanto governos de países emergentes desprovidos de proteção cambial comparavelmente robusta.

Na verdade, nossa “deterioração fiscal” não foi muito diferente do que aconteceu no resto do mundo desde 2008. A Grande Recessão Global representou a queda drástica dos gastos não governamentais (consumo das famílias, investimento das empresas, e exportações). Nada mais

<sup>11</sup> Banco Mundial.

<sup>12</sup> Banco Central do Brasil, 2013.

natural que houvesse uma “piora” nos resultados fiscais dos governos uma vez que a arrecadação caiu e o gasto público precisou aumentar. Foi o que ocorreu nos países que conseguiram evitar depressões econômicas depois do desastre econômico global de 2008. Com exceção de governos na zona do Euro, incapazes de garantir suas solvências unilateralmente em razão do infeliz arranjo monetário do Euro, o aumento das dívidas públicas foi recebido com muito menos alarde no exterior que aqui. Em nenhum outro país foi proposto algo tão radical como alterar a constituição para que nela conste um teto intransigente para os gastos do governo.

Há quem diga que as crises fiscais ocorridas em países da zona do Euro a partir de 2009 (e ainda não completamente superadas) deveriam servir de lição a países cujas dívidas brutas têm aumentado aceleradamente, como seria o caso do Brasil. Dados os contextos monetário, financeiro e político da Eurozona os governos centrais de Portugal, Irlanda, Grécia, Chipre e Espanha de fato atingiram níveis de endividamentos incompatíveis com suas capacidades de obter financiamento. Sensatamente, compradores de títulos públicos europeus avaliaram que, na ausência de intervenções reguladoras dos juros incidentes nas dívidas públicas nacionais pelo Banco Central Europeu, os tesouros nacionais nestes países, estruturalmente deficitários onde a alternativa mais provável aos déficits gêmeos (fiscal e em conta corrente) seria a depressão econômica, não teriam como cumprir seus compromissos financeiros caso mantivessem seus resultados fiscais deficitários. Como resultado, houve intensa fuga de capitais, os juros sobre as dívidas públicas destes países explodiram, o crédito aos tesouros nacionais praticamente secou, os governos ficaram impossibilitados de sustentar os seus gastos, e as economias entraram em fortíssima retração com o colapso do gasto público e investimento privado. Eventualmente coube à “Troika” (FMI, Comissão Europeia e Banco Central Europeu) resgatar os governos e bancos destes países sob a condição de que os governos realizassem agressivos e economicamente destrutivos ajustes fiscais.<sup>13</sup> Meia década depois da eclosão da crise fiscal da Eurozona, o desemprego continua inaceitavelmente elevado nos países onde o receituário austericida foi instituído e mesmo as economias de países onde as dívidas públicas supostamente estão sob controle começam a dar sinais de desaquecimento.

Felizmente a situação dos governos da Eurolândia não tem qualquer semelhança com a situação de governos monetariamente soberanos como o brasileiro. Por um lado, como a maioria dos grandes desequilíbrios econômicos ocorre no interior da Eurozona não há risco de ajustes cambiais inflacionários.<sup>14</sup> Pelo contrário, o efeito da fuga de capitais foi deflacionário para a Eurozona como um todo, uma vez que inviabilizou a manutenção dos déficits estatais sem os quais as rendas nacionais nos países em crise despencaram. O que é mais importante: diferentemente do governo brasileiro, os governos nacionais dos países membros da Eurolândia abriram mão das suas soberanias monetárias ao adotarem o uso de uma moeda supranacional.

---

<sup>13</sup> Participaram do programa de resgate aos governos e bancos da Eurozona o Fundo Monetário Internacional (FMI), a Comissão Europeia e o Banco Central Europeu (BCE), este último oferecendo apenas apoio técnico e operacional em mais um exemplo óbvio de insanidade monetária, uma vez que os euros emprestados aos governos em dificuldades são ativos esgotáveis para o FMI e para a Comissão Europeia, mas são passivos inesgotavelmente disponíveis ao BCE. Cabe ressaltar que, diferentemente dos governos dos demais países em dificuldades, o governo espanhol não recebeu resgate financeiro, embora seus bancos tenham recebido euros para as suas recapitalizações.

<sup>14</sup> Como não houve fuga de capitais para fora da Eurozona, não houve desvalorização significativa do euro frente a outras moedas do mundo.

## 6. AJUSTES FISCAIS NÃO FUNCIONAM!

Governos nacionais desprovidos de soberania monetária como os governos dos países participantes da União Monetária do Euro são mais parecidos com os governos estaduais brasileiros do que com governos federais. Do ponto de vista financeiro, mesmo famílias e empresas têm mais em comum com os governos da Eurozona do que o governo federal brasileiro. A diferença está na natureza contábil das operações de financiamento dos gastos de governos monetariamente soberanos e dos demais participantes da economia. Esta diferença faz com que seja tecnicamente sensato desconfiar da solvência dos governos centrais europeus (e da solvência dos governos estaduais brasileiros), mas nunca da solvência do governo central brasileiro.

Quando surgiram os primeiros sinais de problemas na Eurozona, economistas do mundo todo ofereceram diagnósticos sobre as supostas razões para a crise. Para a maioria, a raiz do problema seriam os desequilíbrios fiscais sustentados pelos governos perdulários dos cinco países com governos mais endividados (Portugal, Espanha, Grécia, Chipre e Irlanda) e a solução óbvia para a crise seria a adoção agressiva de pacotes de austeridade fiscal. Realmente, o período logo depois do colapso econômico global de 2008 viu os gastos deficitários destes governos aumentarem consideravelmente, mas não por extravagância. Estes governos gastaram mais e arrecadaram menos por responsabilidade econômica e/ou pela natureza automaticamente contracíclica de gastos e tributos. Diante da ameaça iminente de colapso das suas instituições financeiras, coube aos governos federais salvar da falência os seus bancos, cujas carteiras de ativos haviam sido severamente danificadas pelo desastre financeiro americano. Diante da contração violenta dos gastos privados domésticos e exportações, coube aos governos sustentar a demanda agregada, ainda que isso exigisse a piora dos seus próprios resultados fiscais. Mesmo onde os governos não reagiram discricionariamente ao desastre econômico de 2008, a queda na arrecadação ocasionada pela contração na renda e nas vendas domésticas e o aumento de seus gastos automáticos (por exemplo, com seguros-desemprego) fez com que os déficits fiscais aumentassem.

Em contraste gritante com os países da Eurozona, diversos outros países não enfrentaram a quase falência dos seus governos federais apesar do aumento rápido nas suas dívidas públicas. Este fato sugere que a raiz do problema na Eurozona não pode ser somente o tamanho das dívidas públicas. O motivo pelo qual o endividamento público elevado se tornou problema muito maior na união monetária europeia que no resto do mundo foi o infeliz arranjo monetário do euro que tornou insustentáveis quaisquer desequilíbrios fiscais deficitários persistentes, mesmo quando estes desequilíbrios fossem economicamente benéficos.

A noção de desequilíbrio fiscal deficitário economicamente desejável pode parecer paradoxal ao economista acostumado à doutrina da responsabilidade fiscal. No entanto, a noção não deveria causar estranhamento. É simplesmente o desequilíbrio fiscal que contribui para o crescimento sustentável de uma economia. Exemplos óbvios são os déficits públicos gerados pelo New Deal de Franklin Delano Roosevelt que permitiram que a economia dos EUA reagisse à depressão iniciada em 1929, ou os gastos deficitários que alimentaram as economias das nações desenvolvidas durante a era de ouro do capitalismo, de 1945 ao início dos anos 1970.

É ponto pacífico entre os economistas que o produto ótimo de uma economia (resultado do esgotamento sustentável das suas oportunidades produtivas) não tem como ser atingido caso a demanda agregada não seja capaz de absorvê-lo.<sup>15</sup> Ao longo de um dado período a

<sup>15</sup> O que não é pacífico é entre os economistas é a possibilidade de haver demanda persistentemente insuficiente para um dado nível

demanda por bens e serviços produzidos domesticamente é definida pela soma dos gastos privados voluntários (consumo e investimento voluntário), gastos governamentais, e exportações líquidas (exportações menos importações). Imaginemos que o produto anual ótimo da economia fosse dado, a preços correntes, por X reais. Neste caso, a situação econômica ideal não seria observada caso a demanda agregada não fosse igual a (ou um pouco superior que) X reais. Caso a demanda agregada fosse menor que X reais teríamos uma economia em deflação, uma vez que haveria uma oferta de bens e serviços maior do que poderia ser vendida. Neste caso, produtores capitalistas ajustariam as suas ofertas à demanda, demitindo trabalhadores e comprando menos insumos. Caso a demanda agregada fosse maior do que X teríamos inflação de demanda, que, embora quando moderada pudesse servir de estímulo ao investimento produtivo, quando muito elevada traria consigo processos retro-alimentadores cujos efeitos defasados tenderiam a aumentar a volatilidade financeira e acabariam desestimulando o investimento em favor de aplicações financeiras indexadas de maior liquidez. Além disso, deteriorariam o poder de compra daqueles cujas rendas fossem nominalmente fixas (normalmente grupos economicamente mais vulneráveis).

É razoável imaginar períodos em que o gasto total ideal esteja composto por um valor elevado de gastos privados, exigindo um déficit governamental pequeno. No entanto, quando cai o gasto privado em razão da contração do crédito ao gasto autônomo e/ou da deterioração das expectativas dos investidores, cabe ao governo compensar a redução da demanda agregada diretamente através dos seus gastos ou indiretamente através de complementos à renda disponível aos consumidores (reduzindo impostos ou aumentando as transferências de renda). Portanto, o déficit público é economicamente desejável quando adiciona à demanda agregada o valor necessário para que seja atingido o pleno emprego.<sup>16</sup>

Vimos que economistas anti-Keynesianos defendem que o governo ofereça estímulos ao investimento privado através do barateamento do crédito e da restauração da confiança dos investidores de que a dívida pública está sob controle. Neste sentido, parecem confusos sobre os mecanismos Saysianos equilibradores da demanda em que acreditavam os seus antepassados neoclássicos, para quem a demanda agregada total era sempre mantida no seu nível ideal pelo comportamento contracíclico do investimento e consumo privados. A contração no gasto privado ocasionada por déficits públicos elevados reduziria a demanda total somente até que o seu nível ideal fosse preservado. Ou seja, o aumento nos juros ocasionado por um aumento no gasto público deficitário não poderia produzir recessão, já que promoveria apenas a troca de demanda privada por demanda governamental. Ao reconhecerem que o nível de demanda agregada não

---

de produto agregado. Economistas anti-Keynesianos creem que variações automáticas na taxa de juros real da economia fariam com que investimento e consumo agregados se ajustassem de maneira a sempre eliminar a insuficiência de demanda caso ela ocorresse. Já os pós Keynesianos defendem que não há mecanismos automáticos convenientemente reguladores da demanda agregada.

<sup>16</sup> Na Eurozona, apesar de financeiramente insustentáveis, os déficits públicos a partir de 2008 impediram que as rendas domésticas de países como a Grécia e Portugal colapsassem. Ao protegerem as rendas de países importadores líquidos, os déficits fiscais protegeram também as exportações líquidas de países como a Alemanha, contribuindo para que também a economia alemã fosse mantida aquecida. Podemos dizer então que, uma vez que ajudavam não somente a evitar o colapso das economias grega, portuguesa, irlandesa, cipriota e espanhola, mas também a manter saudavelmente aquecidas as economias de países exportadores como a Alemanha e Holanda, e porque não eram inflacionários, os fluxos financeiros assimétricos negativos entre governos e populações (déficits fiscais) e entre as diferentes economias nacionais (déficits em contas correntes) na Eurozona teriam sido classificados como economicamente benéficos, exceto pelo fato de que os estoques financeiros (basicamente os estoques de dívidas estatais) deles resultantes não foram sustentáveis.

é ideal e precisa ser alimentado por um aumento no gasto privado, os anti-Keynesianos modernos enfraquecem a tese neoclássica sobre a existência de mecanismos reguladores da demanda agregada e a rejeição à política fiscal expansionista perde considerável força.

Na verdade, os anti-Keynesianos que defendem a austeridade fiscal delegam ao investimento privado uma tarefa duplamente difícil. Afinal, na medida em que o governo reduz a sua presença fiscal para estimular o investimento privado, diminui diretamente a demanda agregada. Isso torna maior ainda o incremento necessário do gasto privado para que a economia saia da recessão. Como no mundo imaginado por Lewis Carroll em que era possível correr apenas para conseguir ficar no mesmo lugar, é possível que a economia não se recupere ou até mesmo aprofunde sua recessão caso o investimento não cresça por um valor suficientemente grande para compensar o efeito contracionista do ajuste fiscal que, supostamente, o faz crescer.

Para promover o aumento do investimento privado, poucos economistas discordam que os juros devem cair e/ou que as expectativas dos investidores sobre a rentabilidade de aplicações reais devem se tornar mais otimistas. Anti-Keynesianos afirmam que é em virtude do seu efeito depressor sobre os juros e entusiasmante sobre os investidores que o ajuste fiscal promove a retomada do investimento. O argumento básico seria o seguinte. Quando a dívida pública fosse diminuída, passaria a ser menos elevado o prémio de risco de calote exigido pelos compradores de títulos e, portanto, poderiam ser reduzidos os juros. Com juros menores, cairia o custo de oportunidade do investimento privado. Além disso, um governo menos endividado despertaria menos desconfiança nos investidores sobre a qualidade dos cenários econômicos futuros.

No entanto, mesmo uma noção aparentemente tão óbvia quanto o efeito negativo de políticas de austeridade sobre o tamanho da dívida estatal é, na verdade, falaciosa. Um dos erros mais graves dos anti-Keynesianos é parecido com a confusão neoclássica exposta por Keynes na sua *Teoria Geral* que Paul Samuelson denominou de paradoxo da poupança. Basicamente, comete-se uma falácia de composição quando se imagina que, tal qual o consumidor individual poupa mais ao consumir menos, todos os consumidores de uma economia pouparão mais se consumirem menos. A inferência é incorreta porque, embora a renda do consumidor individual seja independente do seu consumo, o mesmo não tem como ser verdade para todos os consumidores. Quando cai o consumo total da economia, cai pelo mesmo valor a renda total, uma vez que a venda de cada bem de consumo remunera outros consumidores potenciais. Obviamente, sem renda não há poupança (acréscimo à riqueza líquida da população). Na verdade, para que aumente a poupança, não importa o valor do consumo total, uma vez que este adiciona à renda agregada o mesmo que retira da poupança total (consumo é um tipo de despoupança). Para que cresça a poupança total é preciso que aumente a renda sem que aumentem ao mesmo tempo as despoupanças pela população. Por isso a poupança é dada pelo investimento privado, o déficit fiscal do governo, e/ou o superávit em conta corrente da economia.

Pois há um comportamento paradoxal do superávit fiscal do governo muito parecido com o paradoxo da poupança, embora menos conhecido. Caso a receita estatal fosse independente dos seus gastos, não haveria motivos para duvidar da eficácia de um ajuste fiscal como forma de reduzir os déficits públicos. No entanto, o Estado é um agente macroeconômico. Os seus gastos não são desprezíveis para a determinação da renda da economia que, por sua vez, determina a sua receita de arrecadação. Na verdade, a mesma tirania aritmética que faz com que a poupança privada seja dada pelo investimento, déficit público e saldo em transações correntes torna

o resultado fiscal do governo inevitavelmente igual à deterioração financeira do setor privado (investimento privado menos poupança) mais o saldo em conta corrente da economia.<sup>17</sup>

Podemos concluir da mesma relação contábil que a arrecadação total do governo é dada pelo gasto público, mais o balanço financeiro do setor privado, mais o saldo em conta corrente da economia. Isto significa que, *ceteris paribus*, os impostos aumentam e diminuem pelo mesmo valor que os gastos do governo de modo que a redução dos gastos não tem como afetar o resultado fiscal, exceto pelo seu efeito indireto sobre a diferença entre investimento e poupança e/ou sobre o saldo das transações correntes com o exterior. Assim, ao reduzir os seus gastos, o governo austericida diminui diretamente a sua própria receita e fica na torcida para que a redução nos gastos tenha efeito indireto positivo sobre os demais determinantes da arrecadação. Isso torna possível (na verdade, muito provável) o resultado aparentemente paradoxal observado no Brasil desde 2014 onde o resultado fiscal do governo piorou violentamente, apesar da contração dos seus gastos. O que é pior: mesmo que o governo fosse bem sucedido em reduzir o déficit público, a não ser que a economia estivesse abençoada pela melhora nos seus saldos comerciais com o resto do mundo, a redução no déficit ocorreria graças à fragilização da estrutura financeira do setor privado.

De qualquer forma, mesmo que o ajuste fiscal fosse uma forma eficaz de se combater o endividamento estatal, dificilmente apenas este fato isolado seria suficiente para promover a retomada do investimento. Michael Kalecki (1942) demonstrou através de uma álgebra bastante simples que os lucros dos empresários são necessariamente iguais em valor à soma dos investimentos privados, do consumo dos capitalistas, do saldo em transações correntes, da despoupança dos trabalhadores, e do déficit fiscal do governo. Isto significa que, por mais que a redução do déficit fiscal possa acalmar os nervos de empresários acometidos por uma estranha fobia de dívidas estatais, o efeito depressivo da contração fiscal sobre os seus lucros provavelmente lhes daria ainda mais motivos para ficarem pessimistas e investirem menos. E mesmo na improvável hipótese de o entusiasmo dos empresários com a política de austeridade fiscal ser realmente tão grande que eles aumentem os seus investimentos de modo a compensar o efeito negativo da redução do déficit sobre os lucros, acabariam vítimas da tirania contábil descrita. Inevitavelmente a deterioração da saúde financeira do setor privado levaria ao colapso econômico na forma de crise de insolvência generalizada.

## 7. UMA CRISE DE DESONESTIDADE ECONÔMICA

Déficits públicos não são os vilões pintados pela retórica anti-Keynesiana. Quando utilizados com responsabilidade, servem para manter a economia em equilíbrio ideal, com demanda suficiente para manter próximo de nula a taxa de desemprego, mas não tanta a ponto de produzir pressões inflacionárias explosivas. Independentemente da arrecadação corrente e do tamanho da dívida pública, governos podem e devem gastar o suficiente para produzir o conjunto de bens e serviços públicos necessários para garantir os direitos básicos e expandir o bem-estar da população do país, até o limite material da economia. Independentemente do PIB, da arrecadação corrente e do tamanho da dívida pública, déficits fiscais devem ser grandes o suficiente

<sup>17</sup> Um aumento na diferença entre investimento e poupança privados significa que a adição à riqueza líquida da população ao longo do período contábil foi diminuída relativamente ao endividamento bruto da população e/ou desacúmulo de seus estoques de ativos financeiros.

para que a economia experimente desemprego e inflação baixos. No caso brasileiro, em que a economia experimenta severa depressão, a interrupção da espiral recessiva ocasionada pela contração retroalimentadora do gasto privado exige que o governo aumente o déficit fiscal de modo a restaurar o nível de demanda compatível com o pleno emprego, estabilidade de preços e crescimento econômico. De fato, até o FMI já reconhece<sup>18</sup> que o combate aos déficits públicos via austeridade fiscal não deve ser a prioridade de uma economia em recessão.

Se a dívida pública do governo federal não é um problema, e se um ajuste fiscal tende a agravar a recessão, por que a insistência dos economistas anti-Keynesianos em defesa da redução da dívida do governo através de políticas de austeridade? Uma possibilidade é que estejam sinceramente confusos e que desconheçam as especificidades operacionais dos nossos regimes fiscal e monetário. Outra possibilidade é que estejam mentindo. Em 1995 o respeitadíssimo Paul Samuelson admitiu em entrevista a Mark Blaug que a maioria dos economistas mentia sobre a necessidade de governos centrais buscarem o equilíbrio fiscal. A mentira seria justificada, segundo Samuelson, pelo seu efeito disciplinador dos gastos públicos.

Desde quando é papel dos economistas proteger superstições econômicas? O congelamento arbitrário dos gastos primários reais do governo é a última coisa de que precisa uma economia em recessão. Da mesma forma, governos de economias que tenham atingido seus limites produtivos devem gastar com parcimônia para que não haja inflação de demanda. A verdadeira gestão fiscal responsável ajusta o gasto público e os impostos para combater o desemprego e a inflação e nunca para combater o endividamento do governo central.

## 8. BIBLIOGRAFIA

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Séries Temporais. Disponível em <https://www3.bcb.gov.br/>

BELL, S.A. Do Taxes and Bonds Finance Government Spending? *Journal of Economic Issues* 34, no. 3 (September): 603–20. 2000.

BELLUZZO, L. G. e BASTOS, P.P.Z. Peregrinações do austericídio. Carta Capital. Versão online. 2015.

BLAUG, M. John Maynard Keynes: life, ideas, legacy. Disponível em: <http://sms.cam.ac.uk/media/761745>

FELKERSON, J. \$29,000,000,000,000: A detailed look at the Fed's Bailout by funding facility and recipient. The Levy Economics Institute Working Paper Series, Working Paper No. 698, 2011. Levy Economics Institute at Bard College.

FRIEDMAN, M. The quantity theory of money – a restatement. In *Studies in the Quantity Theory of Money*, ed. M. Friedman, Chicago: University of Chicago Press. 1956.

HERNDON, T., ASH, M. e POLIN, R. Does public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. Working Paper Series, No. 322, 2013. Political Economy Research Institute.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Séries Estatísticas & Séries Históricas. Disponível em <http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?>

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Base de dados social. Disponível em:

KALECKI, M. Essays in the Theory of Economic Fluctuations. In: Osiatynski, J. (2007). *Collected Works of Michael Kalecki*, Vol. I; Capitalism, Business and Full Employment. Clarendon Press Oxford, pp. 235-252. 1939.

<sup>18</sup> Ver Ostry, Loungani e Furceri (2016).

- KALECKI, M. Theory of economic dynamics - An essay on cyclical and long-run changes in capitalist economy. London: George Allen & Unwin, 1954.
- KALECKI, M. Political Aspects of Full Employment. *The Political Quarterly* 14, no. 4: 322-330, 1943.
- KEYNES, J. M. The general theory of employment, interest and money. Orlando: First Harvest/Harcourt, 1964. Edição original em 1936.
- KNAPP, G.F. The state theory of money. Trans H.M. Lucas and J Bonar. London: Macmillan, 1924.
- LERNER, A. Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research*, no. 10: 38-51, 1943.
- MEIRELLES, H. e OLIVEIRA, D. EMI nº00083/2016 anexo à proposta de Emenda Constitucional de número 241. 15 de Junho de 2016.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Nota para a imprensa, Política Fiscal, 31 de outubro de 2013.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2015, NO. 13, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro de 2016.
- MINSKY, H. P. Stabilizing an unstable economy. Binghamton: Yale University, 1986.
- OSTRY, J., LOUNGANI, P. e FURCERI, D. Neoliberalism: oversold? *Finance and Development*. 2016. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/06/pdf/ostry.pdf>>
- REINHART, C. e ROGOFF, K. Growth in a time of debt. NBER Working Paper Series, Working Paper 15639, 2010. The National Bureau of Economic Research.
- REZENDE, F. C. The Nature of Government Finance in Brazil. *International Journal of Political Economy*, vol. 38, no 1, 2007.
- SERRANO, F. e SUMMA, R. A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. *Oikos*, 11, no. 2, 2012.
- TAYLOR, J. Monetary Policy Rules. Chicago: The University of Chicago Press, 1999.
- WRAY, L. R. Understanding modern money. Northampton, MA: Edward Elgar, 1998. WRAY, L. R. Twin Deficits and Sustainability. Public Policy Notes, 2006. Levy Institute.
- WRAY, L. R. MMT, the Euro and the greatest prediction of the last 20 years. *New Economic Perspectives*, 8 de julho de 2012. Disponível em: . Acesso em: 29 Setembro 2014.