

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Kaio Sousa Mascarenhas Pimentel

**Ensaio sobre política fiscal, demanda efetiva e finanças  
funcionais**

Rio de Janeiro, Março de 2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Kaio Sousa Mascarenhas Pimentel

**Ensaio sobre política fiscal, demanda efetiva e finanças  
funcionais**

Tese de Doutorado submetida ao corpo docente do programa de pós-graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de doutor em ciências econômicas.

Prof. Dr. Franklin Leon Peres Serrano  
Orientador

Rio de Janeiro, Março de 2018

## FICHA CATALOGRÁFICA

- P644 Pimentel, Kaio Sousa Mascarenhas  
Ensaaios sobre política fiscal, demanda efetiva e finanças funcionais / Kaio Sousa Mascarenhas Pimentel. - 2018.  
146 p.; 31 cm.
- Orientador: Franklin Leon Peres Serrano.  
Tese (doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, 2018.  
Bibliografia: f. 139 – 146.
1. Política fiscal. 2. Demanda efetiva. 3. Finanças funcionais. I. Serrano, Franklin Leon Peres, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 339.52

## Ensaio sobre política fiscal, demanda efetiva e finanças funcionais

Kaio Sousa Mascarenhas Pimentel

Tese de Doutorado submetida ao corpo docente do programa de pós-graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de doutor em ciências econômicas.


Aprovada por:

  
Franklin Leon Peres Serrano (orientador) (IE-UFRJ)

  
Carlos Pinkusfeld Monteiro de Bastos (IE-UFRJ)

  
Ricardo de Figueiredo Summa (IE-UFRJ)

  
Fabiano Abranches Silva Dalto (UFPR)

  
Antônio Carlos Macedo e Silva (Unicamp)

Rio de Janeiro, Março de 2018

“The social function of the doctrine of ‘sound finance’ is to make the level of employment dependent on the ‘state of confidence.’” (Kalecki, 1943)

## **Agradecimentos**

Agradeço ao Franklin pelos ensinamentos de rigor acadêmico e simplicidade. Pela sua grande importância para esta tese, na ajuda cotidiana no período de escrita, sempre disponível e paciente na elucidação de elementos analíticos e teóricos, assim como pelos comentários e provocações nas revisões das versões prévias dos textos que compõem a tese.

Ao Miguel, pela grande amizade que se formou em todo o período de pós-graduação, pelas valiosas e multidimensionais ajudas durante todo esse tempo e pelos constantes debates e conversas que me ajudaram a manter o foco durante o período do doutorado.

Aos professores e amigos, Carlos Pinkusfeld e Ricardo Summa, os quais participaram ativamente de todo o processo, desde a qualificação do projeto de tese até a defesa com inúmeras conversas que me ajudaram a desenvolver vários argumentos.

Aos professores Antônio Carlos Macedo e Silva e Fabiano Dalto pelos valiosos comentários e pelo excelente debate no dia da defesa. Em particular, ao professor Antônio Carlos Macedo e Silva pela paciente e rigorosa revisão do texto da tese que foi defendido. Os erros e imprecisões remanescentes são de minha inteira responsabilidade.

Aos demais participantes e orientandos do Grupo de Economia Política da UFRJ, os quais têm sido de grande importância para um ambiente acadêmico vivo: Leandro Fagundes, Nick, Numa, Simone, Crespo, Medeiros, Lazzarini, Rodrigo, Bruno B.Love, Guilherme Haluska, Foca, Carol Teixeira, Faustim, Hugo, Morlin. Grande satisfação em me sentir parte deste Grupo.

Ao Fábio Freitas e Mario Possas, por aulas que viraram referência na minha formação.

À Olga, pessoa importante na reta final desta tese.

Aos demais amigos do Rio e de Sampa, um refúgio.

À minha família, um porto seguro.

## Ensaaios sobre política fiscal, demanda efetiva e finanças funcionais

### Resumo

Esta tese é composta por quatro artigos que desenvolvem análises de diferentes aspectos da política fiscal na macroeconomia da demanda efetiva e da taxa de juros exógena. O primeiro artigo parte de considerações analíticas apontando que não há uma relação necessária entre resultado fiscal e impacto na demanda agregada e mostra como os autores pioneiros da demanda efetiva baseavam prescrições normativas de políticas de pleno emprego na gestão do nível agregado de gastos por meio da gestão do nível de gasto público. O segundo artigo procura estender para o longo prazo o teorema do orçamento equilibrado de Haavelmo (1945) e conclui que, sendo o crescimento liderado pela demanda efetiva, a trajetória da carga tributária necessária para equilibrar o resultado primário do governo depende fundamentalmente da razão entre gastos públicos e privados, da propensão a consumir e da propensão marginal a investir. O terceiro artigo mostra, a partir das relações entre Tesouro, Banco Central e setor privado que não existem restrições de financiamento internas para governos que emitem sua própria moeda, mesmo naqueles onde o Banco Central é proibido de financiar o Tesouro, como no Brasil. O quarto artigo estabelece diversos questionamentos para a tese que Banco Central e Tesouro são constrangidos pela “psicologia” do mercado na determinação da taxa de juros de longo prazo que incide sobre os títulos públicos e/ou que o mercado financeiro doméstico pode estabelecer um limite objetivo para a dívida pública em países de moeda soberana. Além disso, são apontadas evidências textuais que mostram como as considerações de Keynes sobre as práticas da política fiscal e monetária o torna mais próximo de Lerner na questão do financiamento do gasto público, do que Aspromourgos argumenta em seus trabalhos.

Palavras chave: política fiscal; política monetária; demanda efetiva; finanças funcionais

## Essays on fiscal policy, effective demand and functional finance

### Abstract

This thesis is composed of four articles that develop analyzes of different aspects of fiscal policy in the effective demand and the exogenous interest rate macroeconomics. The first article starts from analytical considerations pointing out that there is no necessary relation between fiscal balance and impact on aggregate demand and shows how the pioneering authors of effective demand principle based normative prescriptions of policies of full employment in the management of the aggregate level of expenditures through the management of the level of public expenditure. The second article aims to extend Haavelmo's balanced budget theorem (1945) to the long term and concludes that, since growth is driven by effective demand, the trajectory of the tax burden necessary to balance the primary balance of government depends fundamentally on the ratio of expenditures public and private, the propensity to consume and the marginal propensity to invest. The third article shows from the relationship between the Treasury, Central Bank and private sector that there are no internal financing restrictions for governments that issue their own currency, even in those where the Central Bank is prohibited from financing the Treasury, as in Brazil. The fourth article raises several questions for the thesis that the Central Bank and Treasury are constrained by the "psychology" of the market in determining the long-term interest rate that affects the public securities and/or that the domestic financial market may establish an objective limit for public debt in sovereign-currency countries. In addition, textual evidence is provided that shows how Keynes' considerations on fiscal and monetary policy practices make him closer to Lerner on the issue of public spending financing than Aspromourgos argues in his works.

Keywords: fiscal policy; monetary policy; effective demand; functional finance



## Sumário

<b>Introdução .....</b>	<b>3</b>
<b>Artigo 1 - Resultado fiscal e políticas de pleno emprego na macroeconomia da demanda efetiva.....</b>	<b>7</b>
1. Introdução.....	7
2. Breves considerações analíticas sobre a relação entre resultado fiscal, impacto do gasto do governo na renda agregada e nas contas públicas. ....	9
2.1 Política fiscal com resultado fiscal equilibrado .....	10
2.2 Política fiscal com resultado fiscal desequilibrado.....	13
3. Políticas de pleno emprego: Keynes, Kalecki e Lerner .....	18
3.1 Keynes .....	18
3.2 Kalecki.....	28
3.3 Lerner .....	35
4. Considerações finais.....	41
<b>Artigo 2 - Super-Haavelmo: Resultado primário equilibrado e investimento induzido na macroeconomia da demanda efetiva. ....</b>	<b>46</b>
1. Introdução .....	46
2. Política fiscal com resultado primário sempre equilibrado .....	48
3. Política fiscal com resultado primário que tende ao equilíbrio .....	55
4. Determinantes das trajetórias de longo prazo da carga tributária com orçamento tendendo ao equilíbrio sob diferentes hipóteses. ....	59
4.1 $G$ autônomo $h$ dado.....	60
4.2 $G$ e $Z$ autônomos e $h$ dado .....	63
5. Ajuste pleno entre capacidade produtiva e demanda .....	66
5.1 $G$ autônomo $h$ variável .....	67
5.2 $G, Z$ autônomos $h$ variável.....	69
6. Gastos totalmente induzidos por impostos previamente arrecadados.....	71
6.1 Gastos totalmente induzidos por impostos previamente arrecadados no período anterior.....	71

6.2 Gastos totalmente induzidos por impostos previamente arrecadados no mesmo período.....	75
7. Breves considerações adicionais sobre o impacto do setor público.....	78
<b>Artigo 3 - Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana: aspectos teóricos e o caso do Brasil.....</b>	<b>80</b>
1. Introdução .....	80
2. Relação entre Tesouro, Banco Central e o setor privado no financiamento do governo..	81
2.1 O papel da Conta Única do Tesouro no Banco Central .....	81
2.2 Taxa de juros, títulos públicos e reservas bancárias .....	84
2.3 O financiamento do Tesouro via títulos .....	86
2.4 Senhoriagem .....	90
3. A relação entre taxas de juros de curto e longo prazo dos títulos públicos .....	91
4. O spread, as notas das agências de rating e a taxa de juros interna no Brasil .....	99
4.1 O <i>spread</i> de risco soberano do Brasil.....	99
4.2 As notas das agências de rating e o spread do Brasil.....	103
5. Observações Finais .....	106
<b>Artigo 4 - Políticas de pleno emprego e o nexó fiscal-monetário: Questões para Aspromourgos .....</b>	<b>108</b>
1. Introdução .....	108
2. A visão de Aspromourgos sobre a relação entre políticas de pleno emprego e o nexó fiscal-monetário. ....	109
2.1 O modelo .....	109
2.2 Política monetária sem considerações sobre o nexó monetário-fiscal .....	116
2.3 Política monetária e o nexó monetário-fiscal .....	118
2.4 Aspromourgos sobre Keynes, Lerner e o nexó monetário-fiscal .....	121
3. Questões para Aspromourgos.....	125
3.1 Déficits públicos, dívida pública e as escolhas do setor privado numa economia fechada.....	126
3.2 A relação entre déficits públicos e a taxa de juros de longo prazo sobre os títulos públicos .....	129
<b>REFERÊNCIAS: .....</b>	<b>139</b>

## Introdução

A escolha do tema desta tese foi baseada na centralidade inequívoca que assumem a política fiscal e a política monetária para se atingir e manter o pleno emprego, à luz de dois princípios teóricos: i) o princípio da demanda efetiva e; ii) a teoria da taxa de juros exógena. Nesse sentido, esta tese procura contribuir: i) para a superação de algumas lacunas analíticas e teóricas no entendimento do impacto da política fiscal no longo prazo e ii) no debate sobre condicionantes internos do financiamento do governo em países de moeda soberana.

Historicamente, como assinalado por Steindl (1976), no período conhecido como Era de Ouro (1947-1971), as políticas de pleno emprego foram financiadas com taxação progressiva. Déficits elevados e persistentes somente ressurgiram nos países avançados depois do fim da Era de Ouro basicamente como resultado de altas taxas de juros e uma drástica redução na progressividade da tributação. Nesse período, a taxa de crescimento desses países se reduziu.

Nas décadas que se seguiram ao fim da Era de Ouro foram adotadas, em vários países, regras fiscais que visariam controlar ou restringir o resultado primário e o endividamento público. Era “preciso” controlar o endividamento público, ainda que países de moeda soberana não apresentem restrições na questão técnica que envolve o financiamento do gasto público na moeda que emitem. Esses constrangimentos institucionais ao crescimento do gasto público surgem como reflexo de um novo período político. No plano externo, o arrefecimento e depois o fim da Guerra Fria, e no plano interno, a queda do poder de barganha dos trabalhadores, são marcos que estão associados ao fato dos países capitalistas centrais deixarem de realizar políticas de pleno emprego. Neste sentido, nos parece bastante acurada a visão de Steindl (1976) sobre as causas do fim da Era de Ouro:

“(...) talvez eu devesse elaborar uma nova introdução, explicando os motivos pelos quais a alegre e exuberante era do desenvolvimento aparentemente se encerrou. Os motivos são: 1) a redução da tensão entre as superpotências; 2) o aumento da tensão no interior dos países capitalistas, em grande parte como consequência do pleno emprego e do crescimento; e 3) o despontar de problemas relativos a meio ambiente, matérias-primas e energia, ainda que

devidos ao rápido crescimento. Durante algum tempo, a base política e psicológica do auge do pós-guerra foi debilitada por uma série de fatores. Nos Estados Unidos, durante o governo de Nixon, os gastos públicos diminuíram como proporção do PNB (quando, devido ao crescimento demográfico, deveriam ter aumentado!); a concorrência verificada na tecnologia, no campo da pesquisa e desenvolvimento e na educação, desencadeada a partir do Sputnik, esmoreceu e, em vez disso, o desenvolvimento nesses setores foi dominado pela reação interna contra os intelectuais e os jovens, após os distúrbios estudantis de 1968; a cooperação entre as potências capitalistas foi rompida – veja-se a sua incapacidade política para solucionar o endêmico problema monetário internacional; as pressões internas de grupos em luta pela participação na renda nacional mostraram-se inflacionárias; em lugar de se aplacar as massas com um aumento progressivo do padrão de vida, o objetivo passou a ser amedrontá-las com o desemprego, que atinge com maior violência aqueles que são considerados mais rebeldes. Os argumentos contrários ao pleno emprego prevaleceram nas reuniões entre as potências e, com isso, presenciamos a estagnação não como uma ocorrência incompreensível, como na década de 30, mas a estagnação como política.” (Steindl, 1976, p. 10)

Nesta passagem fica claro como, para Steindl, os posicionamentos contrários às políticas de pleno emprego decorrem de uma opção política e não como uma inevitabilidade econômica, decorrente dos “excessos” da política econômica adotada na Era de Ouro. Este é o ponto de partida para as contribuições pretendidas pela presente tese.

É importante lembrar que legalidade é sobretudo uma questão de poder, não de justiça. Quando os países que adotaram regras fiscais rígidas passam por dificuldades econômicas cuja solução requer uma forte intervenção governamental, geralmente esses limites institucionais são suspensos e/ou renegociados até que as dificuldades materiais sejam atenuadas. Esta nos parece uma regra geral, o grau de piora das condições materiais que a sociedade tolera depende da correlação de forças políticas dadas nacionalmente. Por isso, é importante no plano analítico/teórico não naturalizar os constrangimentos institucionais, os quais são reflexos de uma estrutura de poder<sup>1</sup>.

Nesse contexto político geral, de recrudescimento de noções rudimentares sobre finanças públicas e de hesitação dos economistas críticos à teoria marginalista, esta tese pretende apresentar uma pequena contribuição para a base analítica e teórica dos economistas críticos ao curso dos acontecimentos brevemente comentados aqui.

---

<sup>1</sup> Uma interessante investigação antropológica sobre como a própria noção de dívida como instrumento de dominação está em Graeber (2014).

Tentamos ajudar a construir uma ponte entre o economicamente possível e o politicamente interdito.

Esta tese é composta por quatro artigos. O primeiro artigo destina-se a apresentar os aspectos centrais das políticas fiscais para se alcançar e manter o pleno emprego a partir das contribuições de Keynes, Kalecki e Lerner, destacando como estes autores pensaram em administrar o resultado fiscal que surgisse da consecução de tais políticas.

O segundo artigo pretende reexaminar e estender a análise de Haavelmo (1945), que demonstrou o efeito multiplicador do orçamento equilibrado numa situação de curto prazo. Estendendo a validade do princípio da demanda efetiva para o longo prazo, conectando este princípio e a acumulação de capital, procuraremos generalizar alguns resultados sobre o impacto do setor público na renda agregada e apontar os determinantes centrais das trajetórias de longo prazo da carga tributária em diferentes cenários nos quais o resultado primário do governo está equilibrado, tende ao equilíbrio e/ou se compromete com uma meta de resultado fiscal nas linhas propostas por Serrano (2012) e (2017).

O terceiro artigo discute como se financiam os gastos públicos e se determinam as taxas de juros sobre os títulos de dívida pública de curto e longo prazo em países de moeda soberana, a partir da análise do caso brasileiro. A análise segue a abordagem da taxa de juros exógena, que sintetiza os resultados comuns da visão da moeda endógena, da *Modern Monetary Theory* e das finanças funcionais de Lerner, apontando como governos em países de moeda soberana não estão restritos do ponto de vista do financiamento interno.

Por fim, o quarto artigo busca aprofundar a discussão sobre a relação entre a política fiscal e a política monetária (o chamado nexos fiscal-monetário) na macroeconomia da demanda efetiva e da taxa de juros exógena, utilizando como referência os trabalhos de Aspromourgos, autor pioneiro na análise sobre gasto e financiamento público a partir do modelo do supermultiplicador sraffiano. Este trabalho tem dois objetivos centrais: um primeiro, analítico é demonstrar que os temores de Aspromourgos de que o mercado financeiro doméstico imponha limites ao poder do Tesouro e Banco Central de influenciar a taxa de juros de longo prazo e especialmente impor limites ao tamanho do déficit ou da dívida pública denominada na moeda nacional são infundados. O segundo,

referente à história do pensamento econômico é mostrar, a partir da leitura de textos originais de Keynes sobre a prática das políticas monetária e fiscal, que as diferenças entre as visões de Keynes e Lerner são menores do que Aspromourgos argumenta.

# **Artigo 1 - Resultado fiscal e políticas de pleno emprego na macroeconomia da demanda efetiva**

## **1. Introdução**

Este artigo tem como objetivo central apresentar os aspectos centrais das políticas fiscais para se alcançar e manter o pleno emprego delineadas por Keynes, Kalecki e Lerner, destacando como estes autores pensaram em administrar o resultado fiscal que surgissem da consecução de tais políticas.

Por vezes, as considerações analíticas e normativas sobre política fiscal dos autores mencionados acima se sobrepõem, o que poderia prejudicar o entendimento do texto. Para evitar essa possível confusão entre o plano analítico e normativo, primeiro serão feitas breves considerações do campo analítico sobre a relação entre resultado fiscal, impacto do gasto do governo na renda agregada e nas contas públicas a partir das contribuições de Haavelmo (1945) e Domar (1944).

Os referidos autores baseavam-se no princípio da demanda efetiva para a determinação dos níveis de renda, produto e emprego. De maneira simples e direta, esse princípio estabelece que, para uma dada capacidade produtiva, o nível agregado de gastos destinado à compra dos bens e serviços correntemente produzidos, medido aos preços de oferta, determina os níveis de renda, produto e emprego em um dado período.

Embora Keynes e Lerner não tivessem rompido com a teoria neoclássica do valor e da distribuição<sup>2</sup> e acreditassem numa relação regular e inversa entre taxa de juros e investimento, duvidavam da possibilidade de que a taxa de juros, dada sua determinação monetária, ficasse baixa o bastante para que o investimento fosse elevado o suficiente, no sentido de alcançar o pleno emprego dos fatores de produção e/ou achavam que a elasticidade juros do investimento era baixa e, por isso, não se poderia/deveria depender apenas da política monetária para se atingir e manter o pleno emprego.

Por também conceberem que a flexibilidade do sistema de preços poderia engendrar dinâmicas contraproducentes numa economia monetária, comprometendo a tendência ao pleno emprego dos fatores prevista pela teoria neoclássica de longo prazo, a política fiscal poderia assumir um papel central no curto e no longo prazo para estes autores:

---

<sup>2</sup> Sobre este ponto, ver Garegnani (1978) e (1979).

assegurar que o produto de pleno emprego da economia fosse vendido aos preços de oferta. Entretanto, no plano analítico, ambos os autores confirmaram, para o nível de pleno emprego, a validade da noção de taxa natural (neutra) de juros do sistema econômico. Assim, para a determinação da tendência de crescimento, a relevância da demanda efetiva para Keynes e Lerner não foi estendida para o longo prazo, no sentido desta determinar a tendência do produto potencial.

Como se sabe, a incorporação dos resultados de Keynes pelos autores da chamada Síntese Neoclássica confinou a validade do princípio da demanda efetiva ao curto prazo. No longo prazo, a partir dos chamados efeitos Keynes e Pigou, a relevância do princípio da demanda efetiva desaparece e a demanda sempre se ajusta à oferta de pleno emprego.

Para Kalecki, influenciado pela tradição marxista, a importância da política fiscal em gerar o pleno emprego tem suas raízes na dificuldade do capitalismo continuamente gerar poder de compra monetário disposto a comprar os bens e serviços correntemente produzidos apenas pela dinâmica das decisões capitalistas de produção e investimento, uma vez que estas se orientam para a realização de lucros<sup>3</sup>.

Por uma questão de escopo, ao longo do artigo será pressuposta a determinação exógena da taxa de juros<sup>4</sup>. Por diferentes caminhos, Keynes, Kalecki e Lerner concordavam que, em países que emitem sua própria moeda, a autoridade monetária pode estabelecer como instrumento de política monetária a manutenção de uma taxa de juros de modo a complementar a política fiscal no esforço das políticas de pleno emprego internas.

Além desta introdução, este artigo foi dividido em mais três seções. Na próxima seção, serão apresentadas as bases analíticas para a discussão do artigo que são feitas a partir das contribuições de Haavelmo (1945) e Domar (1944). Na terceira seção, serão apresentadas as características básicas sobre como os referidos autores pensaram as políticas para se atingir e manter o pleno emprego. Por características básicas, entenda-se i) qual o caminho para se atingir e manter o pleno emprego e ii) como o governo

---

<sup>3</sup> Este argumento está apropriadamente desenvolvido em Kalecki (1967) quando este critica as posições de Rosa Luxemburgo e Tugan-Baranovski no debate sobre a relevância da demanda efetiva nas economias capitalistas.

<sup>4</sup> Keynes na *Teoria Geral* e Lerner (1951), por exemplo, trabalhavam com a ideia de oferta de moeda exógena e a taxa de juros sendo determinada por oferta e demanda por moeda. Ambos os autores, entretanto, assumiam que a determinação da taxa de juros era um fenômeno estritamente monetário, de modo que a oferta de moeda era uma decisão de política monetária. Enquanto houvesse fatores de produção desempregados, a política monetária poderia complementar o esforço da política fiscal para a superação do desemprego.



deveria gerir o resultado fiscal no caminho e durante o pleno emprego. Ao apresentar tais considerações, também apontaremos brevemente como a questão do financiamento da política de pleno emprego não mudou a percepção dos autores sobre como a política fiscal deveria atuar de modo a se alcançar e manter o pleno emprego e quais as considerações deles para lidar com possíveis resultados fiscais negativos ao longo da consecução das políticas de pleno emprego. Na última seção, fazemos um breve balanço analítico destas considerações apontando continuidades e rupturas entre os autores e concluímos o trabalho.

Ressalta-se que há diversos outros elementos de uma política de pleno emprego que podem influenciar uma política de pleno emprego, mas não serão tratados aqui por uma simples questão de delimitação do escopo de trabalho. Dentre estes elementos, podemos citar: i) a relação entre políticas de pleno emprego, poder de barganha dos trabalhadores e inflação, seja de custos ou de demanda; ii) a relevância da restrição externa, etc.

## **2. Breves considerações analíticas sobre a relação entre resultado fiscal, impacto do gasto do governo na renda agregada e nas contas públicas.**

Entre as décadas de 1930 e 1950, o impacto do gasto do governo na demanda agregada era frequentemente associado ao resultado de suas contas<sup>5</sup>. Déficits no resultado fiscal seriam expansionistas, superávits seriam contracionistas e resultados fiscais equilibrados seriam neutros do ponto de vista da demanda agregada. Ou seja, o resultado fiscal era tido como um indicador do impacto do governo na renda agregada. Também era disseminada a ideia que resultados fiscais seguidamente deficitários levariam a uma dívida pública e a uma despesa de juros crescentes em relação ao nível de produto. Esta dinâmica requereria o crescimento indefinido da carga tributária ou, em algum momento, o repúdio da dívida pelo governo.

Essas associações incorretas entre resultado fiscal, impacto do gasto do governo na demanda agregada e nas contas públicas, têm raízes profundas no debate sobre política fiscal, mesmo quando se aceita o princípio da demanda efetiva. Por esse motivo, nos parece interessante discutir brevemente alguns aspectos analíticos simples sobre as

---

<sup>5</sup> Haavelmo (1945) cita alguns trabalhos que faziam essa associação.

referidas questões antes de apresentar as propostas de política fiscal de Keynes, Kalecki e Lerner.

## 2.1 Política fiscal com resultado fiscal equilibrado

Haavelmo (1945) mostra que, sob certas hipóteses explicitadas abaixo, a elevação do nível de gasto público, mesmo que totalmente financiada por impostos, aumenta a renda agregada. Com este trabalho, Haavelmo estabeleceu uma base analítica para negar algumas ideias comuns em sua época, como a que tomava o resultado fiscal como um indicador de impacto do governo na demanda agregada. Alguns negaram essa ideia apenas mostrando que o impacto expansionista do orçamento equilibrado dependeria dos impactos distributivos da tributação. Estes poderiam implicar no aumento da propensão a consumir da economia e, como consequência, do multiplicador dos gastos autônomos.

Segue abaixo a apresentação do Teorema I de Haavelmo (1945), onde se mostra que o impacto expansionista do orçamento equilibrado é independente do valor da propensão a consumir. Para simplificar toda exposição feita na seção 2, vamos desconsiderar variação nos estoques e supor uma economia fechada e com fatores de produção ociosos<sup>6</sup>. Dado um nível de investimento  $I$  teríamos:

$$Y = C + I + G \quad (1)$$

$$G = T \quad (2)$$

$$C = c(Y - T) \quad (3)$$

Onde  $Y$  produto/renda nacional,  $C$  consumo,  $I$  investimento,  $G$  gasto do governo,  $T$  impostos e  $0 < c < 1$  propensão marginal e média a consumir. Todos medidos em termos reais. Substituindo (2) e (3) em (1) e desenvolvendo temos:

$$Y = \frac{I}{1 - c} + T \quad (4)$$

---

<sup>6</sup> Ao longo deste trabalho, a menos que seja mencionado o contrário, estamos supondo que haja capacidade produtiva instalada ociosa para se atingir o produto de pleno emprego, para uma dada técnica de produção. Esta era uma hipótese comum das discussões sobre políticas de pleno emprego no contexto dos trabalhos analisados neste artigo.

Note que, para uma dada propensão a consumir,  $0 < c < 1$ , a maior a tributação  $T$ , desde que totalmente gasta, é expansionista<sup>7</sup>. A variação da renda  $\Delta Y$  é, nesse caso, igual a variação dos impostos  $\Delta T$  e dos gastos públicos  $\Delta G$ . Assim:  $\Delta Y = \Delta T = \Delta G$ . Por esse motivo, o multiplicador do orçamento equilibrado é igual a unidade. Assim, note em (4) que a renda disponível ( $Y_D$ ) do setor privado nesse caso permanece a mesma após a intervenção do governo:

$$Y - T = Y_D = \frac{I}{1 - c} \quad (5)$$

Haavelmo ressalta que enquanto a renda disponível regula a demanda privada de consumo por bens e serviços, o gasto total é que determina o nível de atividade e de emprego. Decorre que, neste caso delineado por Haavelmo, não há variação do consumo privado, supondo que este é função da renda disponível. Desse modo, gastos públicos totalmente financiados por impostos têm efeito sobre o nível de emprego que é independente do valor da propensão a consumir.

Mantendo as hipóteses pelas quais se chegou no resultado acima, note que dada uma carga tributária líquida  $t$ , a arrecadação tributária é função da renda agregada  $Y$ :

$$T = tY \quad (6)$$

Substituindo (6) em (4) para um dado nível de investimento  $I$  e dada  $c < 1$ , tanto maior é a carga tributária  $t$ , sujeita a  $0 < t < 1$ , tanto maior é o nível de produto  $Y$ :

$$Y = \frac{Y_D}{1 - t} = \frac{\left[ \frac{I}{1 - c} \right]}{[1 - t]} \quad (7)$$

Pela expressão (7) acima, onde se supõe que a tributação seja necessariamente seguida de um gasto direto na aquisição de bens e serviços de mesmo valor, o produto de pleno emprego  $Y^*$  poderia ser alcançado, elevando-se a carga tributária até o ponto em que  $Y = Y^*$ .

---

<sup>7</sup> Note que o resultado de Haavelmo depende de  $0 < c < 1$ . Kalecki (1937), como será mostrado mais adiante, adota a suposição de que a propensão a consumir dos trabalhadores é igual a unidade,  $c = 1$ . Neste caso limite, o aumento do gasto público financiado com tributação que incida sobre os trabalhadores não teria como ser expansionista e por isso o autor argumentou que, para ser expansionista, o aumento do gasto público teria de ser financiado por meio da tributação sobre os lucros ou por meio de gastos deficitários.

No processo de crescimento da carga tributária sugerido acima, a distribuição dos impostos pode afetar a distribuição de renda, tendo impacto sobre a propensão a consumir, provocando alterações no resultado apresentado.<sup>8</sup> Assim, como lembra o próprio autor, o objetivo do artigo era demonstrar que um orçamento equilibrado tem um efeito multiplicador igual a unidade, *além* de quaisquer efeitos, positivos ou negativos, que surjam da redistribuição de renda provocada pela tributação.

Supondo que as variações da carga tributária não alteram a distribuição de renda a ponto de mudar a propensão a consumir, o impacto expansionista do orçamento equilibrado acontece sempre pois a propensão a gastar do governo é igual à unidade, enquanto  $0 < c < 1$ .<sup>9</sup> A expressão abaixo, obtida substituindo (6) em (4), talvez deixe isso mais claro<sup>10</sup>:

$$Y = \frac{I}{1 - c - t(1 - c)} \quad (8)$$

Generalizando o resultado de Haavelmo, a partir do resultado encontrado em (8), no caso em que gastos são financiados por impostos previamente arrecadados, o impacto dos gastos do governo na renda agregada é positivo sempre que a propensão a gastar do governo seja maior que a propensão a gastar das pessoas taxadas, como aponta Serrano (2017). Desse modo, no caso aqui discutido no qual a propensão a gastar do governo é igual à unidade, para que a contribuição do governo seja positiva na renda agregada, é necessário que:

$$-t(1 - c) < 0 \quad (9)$$

Isso acontece sempre que  $0 < c < 1$  e  $0 < t < 1$

Entretanto, os gastos do governo podem ter transferências de renda incluídas. Nesse caso, o impacto do gasto público na renda agregada passa a ser afetado pela propensão a

---

<sup>8</sup> Nosso interesse, neste texto, consiste nos resultados dos Teoremas I e III de Haavelmo (1945). O Teorema II lida com a forma da função consumo e não nos é relevante neste trabalho porque estamos pressupondo uma função consumo linear, função da renda disponível. O Teorema III, embora não apresentado ao longo deste trabalho, estabelece as condições analíticas que teriam de ser satisfeitas para que as variações da carga tributária não alterassem a distribuição de renda a ponto de mudar a propensão a consumir.

<sup>9</sup> No caso delineado por Haavelmo é necessário que  $-t(1 - c) < 0$ , o que acontece sempre que  $0 < c < 1$  e  $0 < t < 1$ .

<sup>10</sup> Esta expressão é uma modificação na forma de apresentação do Teorema I de Haavelmo feita em Serrano (2012). Haavelmo (1945, p. 316) ao realizar a substituição de (6) em (4) utiliza a expressão:  $Y = \frac{I}{(1-c)(1-t)}$ .

consumir de quem recebe as transferências do governo. Metas de superávit primário afetam a propensão a gastar do governo. Para tornar mais realista, o desenvolvimento analítico teria que incorporar vários elementos. Por questões de escopo, este desenvolvimento fica fora deste trabalho. O objetivo aqui é apenas apresentar elementos analíticos básicos sobre a relação entre resultado fiscal, impacto do gasto do governo na renda agregada e nas contas públicas.

Com estes resultados, Haavelmo negou a ideia de que o efeito expansionista da política fiscal depende de um déficit do governo ou mesmo de que o aumento dos gastos teria de ser financiado pela emissão de moeda ou títulos para ser expansionista. Como visto acima, estes não são atributos necessários para uma política fiscal expansionista. O pleno emprego pode ser alcançado com orçamento equilibrado e financiado apenas por impostos previamente arrecadados.

## **2.2 Política fiscal com resultado fiscal desequilibrado**

### ***2.2.1 O impacto do setor público na renda agregada***

No caso desta seção, a elevação do gasto público é financiada injetando moeda nova na economia ou vendendo títulos ao setor privado, o que aumenta a renda disponível do setor privado e tem efeito sobre o consumo privado. Desse modo, teríamos um efeito multiplicador  $m$  igual a:

$$m = \frac{1}{1 - c(1 - t)} \quad (10)$$

Note que este multiplicador  $m$  acima é maior que o da subseção passada, o qual era igual a unidade.

O impacto da variação dos gastos do governo na renda agregada passa a ser:

$$\Delta Y = \frac{\Delta G}{1 - c(1 - t)} \quad (11)$$

O impacto da elevação dos gastos do governo no resultado fiscal seria contrabalançado pelo crescimento da arrecadação tributária induzida pelo crescimento da renda agregada, supondo tudo o mais constante:

$$\Delta T = t\Delta Y = t \left[ \frac{\Delta G}{1 - c(1 - t)} \right] \quad (12)$$

Partindo de uma situação de resultado fiscal equilibrado, para qualquer  $c < 1$ , a elevação dos gastos do governo, tudo o mais constante, induz um crescimento da arrecadação tributária menor que o crescimento dos gastos, gerando um déficit no resultado fiscal. Essa conclusão tem como base analítica a resolução da seguinte inequação:

$$\Delta G - t \left[ \frac{\Delta G}{1 - c(1 - t)} \right] > 0 \quad (13)$$

Quando o gasto do governo é considerado autônomo, a equação do produto, obtida substituindo (6) em (1) torna-se:

$$Y = \frac{G + I}{1 - c(1 - t)} \quad (14)$$

A partir de (14), o resultado fiscal do governo é dado por:

$$G - t \cdot \left[ \frac{G + I}{1 - c(1 - t)} \right] \quad (15)$$

A variação desse resultado do governo, tudo o mais constante, é:

$$\Delta G - \Delta T = \left[ \frac{t}{1 - c(1 - t)} \right] \quad (16)$$

Para valores  $0 < c < 1$  e  $0 < t < 1$ , conclui-se que  $\Delta G > \Delta T$ , ou seja, tudo o mais constante, partindo de uma situação de resultado fiscal equilibrado, a variação positiva dos gastos do governo gera um déficit nas contas públicas, pois a variação dos tributos é menor que a variação dos gastos.

Note que, da perspectiva do princípio da demanda efetiva, déficit ou superávit é apenas um resultado das contas públicas. O resultado em si não revela se o governo está agindo de modo a contrair ou expandir a demanda efetiva e o nível de atividade, uma vez que déficits ou superávits podem ocorrer em diferentes níveis de gasto público e agregado. O relevante para o nível de renda agregada e para o nível de emprego é o nível de gasto agregado. Como vimos, a maneira como o gasto público (e sua elevação) é financiado

tem relevância do ponto de vista da demanda efetiva. O efeito líquido do gasto público sobre o nível de atividade é quando financiado de maneira deficitária do que em relação ao caso quando o gasto é financiado por impostos previamente arrecadados. Déficits fiscais afetam as contas públicas, o que nos leva à próxima subseção.

### **2.2.2 Domar: Resultado fiscal desequilibrado e as contas públicas**

Déficits fiscais, apesar de serem comuns em países de moeda soberana, sempre suscitaram questões e tensões teóricas e políticas. Dialogando com as constantes objeções em relação às intervenções governamentais em sua época, Domar, na passagem abaixo, sintetiza o argumento central das objeções à elevação do gasto público realizadas com resultados fiscais negativos (déficits fiscais), quando se aceita o princípio da demanda efetiva para a determinação da renda agregada:

“(…) the theory of multiplier and our actual experience during this war have demonstrated, I believe, that money income can be raised to any desired level if total volume of public expenditure is sufficiently high. This view will probably be accepted also by the opponents of deficit financing. Their objections to such a policy are based on several grounds, the most important being the belief that continuous government borrowing results in an ever-rising public debt, the servicing of which will require higher and higher taxes; and that the latter will eventually destroy our economy, or result in outright repudiation of the debt.” (Domar, 1944, p. 799)

Domar, além dos motivos teóricos, se refere à experiência da II Guerra Mundial (1939-1945) para justificar que a renda (real) pode crescer ao nível desejado se o nível de gasto público for alto o suficiente. Apenas para situar o leitor, é interessante e sugestivo o fato que o nível de produto real nos EUA, com o esforço de mobilização para a guerra, cresceu 8% em 1939, 8,8% em 1940, 17,7% em 1941, 18,9% em 1942, 17% em 1943, 8% em 1944 e -1% em 1945<sup>11</sup>. Este crescimento econômico esteve associado à elevadas taxas de crescimento do gasto público e à forte elevação da relação dívida/PIB nos EUA, qual entre 1939 e 1945, saltou de 43,3% para 113,9% do PIB.

Políticas de pleno emprego que fossem financiadas com déficits fiscais, teriam como resultado o crescimento do fardo da dívida, o que fez crescer as objeções às intervenções do governo na década de 1940. O fardo consiste no crescimento da carga tributária para financiar a despesa com juros da dívida pública que decorreria dos sucessivos déficits. Tal definição aparece no próprio Domar, qual considera que “*the*

---

<sup>11</sup> Obs: EUA só entram oficialmente na II Guerra Mundial em 1941.

*phrase ‘burden of the debt’, if it has any meaning, evidently refers to the tax rate (or rates) which must be imposed to finance the service charges.’* (Domar, 1944, p. 799)

Antes de apresentar sua contribuição analítica para a discussão o autor pontua, em linha com a bibliografia da época<sup>12</sup>, que os juros de uma dívida interna não podem ser um fardo para a sociedade como um todo, pois mesmo que juros sejam pagos com impostos do setor privado, eles são recebidos pelo próprio setor privado. Assim, o problema do fardo da dívida é, no máximo, um problema distributivo entre quem possui e quem não possui títulos públicos.

O que Domar mostra ao longo do artigo de 1944 é que o crescimento do fardo da dívida, em proporção do PIB e/ou da renda tributável (PIB+Juros), depende do tamanho do déficit público e da relação entre a taxa de crescimento do PIB (que, para uma dada carga tributária, estabelece a taxa de crescimento da receita tributária) e a taxa de juros real líquida de impostos que incide sobre os títulos públicos<sup>13</sup>.

Domar pretendeu mensurar o tamanho da carga tributária necessária para que toda a carga de juros sobre a dívida pública seja financiada com impostos a cada período. O autor conclui que esta carga tributária tende a se estabilizar num valor específico determinado pelos seguintes parâmetros:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \frac{iD}{Y + iD} = \frac{i}{\frac{g}{d} + i} \quad (17)$$

Onde  $iD$  é a carga de juros da dívida pública,  $Y + iD$  é a renda tributável (renda nacional  $Y$  acrescida dos juros da dívida pública  $iD$ ),  $i$  é a taxa de juros líquida de impostos sobre os títulos públicos,  $g$  é a taxa de crescimento real do PIB e  $d$  é o déficit público primário em porcentagem do PIB. Desse modo, chega-se à medida precisa do fardo da dívida.

A relação entre a dívida ( $D$ ) e o PIB ( $Y$ ) tenderia a:

---

<sup>12</sup> Na década de 1940 vários artigos discutiram as questões relacionadas às políticas para se manter o pleno emprego depois da Guerra, assim como as possíveis consequências da manutenção das políticas de pleno emprego. Kaounides & Wood (1992) é uma coletânea sobre as controvérsias entre déficits e dívida que possui uma série de textos do debate desta época, assim como de outras épocas mais recentes.

<sup>13</sup> Ao longo do artigo, Domar supõe que não há variação do nível de preços. Portanto, ao longo desta subseção taxa de juros sempre se refere à taxa real de juros.



$$\lim_{t \rightarrow \infty} \frac{D}{Y} = \frac{d}{g} \quad (18)$$

As demais equações utilizadas por Domar, utilizando tempo discreto, são apresentadas abaixo:

$$Y_{t+1} = (1 + g)Y_t \quad (19)$$

Onde  $Y_t$  é a renda nacional no período  $t$ ,  $Y_{t+1}$  é a renda nacional no período  $t + 1$ , de modo que a renda nacional cresce a uma taxa  $g$ .

As equações que regulam a dinâmica da dívida ( $D$ ) e da relação dívida/PIB ( $D/Y$ ) são respectivamente:

$$D_{t+1} = D_t + d(Y_{t+1}) \quad (20)$$

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{G_t - T_t}{Y_t} + \frac{D_{t-1}}{(1 + g)Y_{t-1}} \quad (21)$$

Onde  $\frac{G_t - T_t}{Y_t}$  é o déficit primário no período  $t$ . Nesse caso analisado por Domar<sup>14</sup>, como se vê nas equações (20) e (21) acima, os juros não são “rolados” e sim pagos com impostos. Desse modo, os juros não afetam a trajetória do estoque da dívida e nem a relação dívida/PIB. A dívida pública é afetada apenas pelos sucessivos déficits públicos sobre o estoque de dívida pública no período inicial. Assim, a taxa de crescimento da dívida pública passa a ser a taxa de crescimento da economia, uma vez que o déficit é suposto ser uma proporção fixa em relação à renda nacional.

Recapitulando, Domar estabeleceu analiticamente que a existência de um orçamento desequilibrado, isto é de recorrentes ou duradouros déficits públicos não teriam como resultado o crescimento sem fim do fardo da dívida, isto é, a carga tributária necessária para se pagar toda a carga de juros da dívida pública não tenderia à unidade. O fardo da dívida tende a se estabilizar e é tanto menor quanto maior for a diferença entre a taxa de crescimento e taxa de juros líquida de impostos.

---

<sup>14</sup> O caso até aqui retratado é o Caso 3 em Domar (1944).

Com seus resultados, Domar conclui que “*the problem of debt burden is a problem of expanding national income*”. Até o artigo de Domar (1944) a teoria do crescimento de longo prazo estava no estágio inicial de desenvolvimento e o autor não apresentou uma visão de crescimento de longo prazo liderado pela demanda efetiva, ainda que partilhasse do princípio da demanda efetiva para a determinação da renda e produto para uma dada capacidade produtiva.

Entretanto, o exercício elaborado por Domar apresenta um conceito restritivo de fardo da dívida. Em economias capitalistas, juros de dívida pública, em geral não são pagos integralmente com impostos. Juros de dívida pública são geralmente rolados, e afetam a trajetória da dívida e da relação dívida/PIB, de modo que os títulos da dívida pública se constituem numa maneira que o setor privado tem de alocar sua riqueza numa forma que obtenha alguma remuneração.

Assim, estendendo o caso analisado por Domar para o caso que os juros da dívida pública são rolados, a trajetória da relação dívida/PIB ( $D/Y$ ) dependeria dos seguintes fatores:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{G_t - T_t}{Y_t} + \frac{(1+i)D_{t-1}}{(1+g)Y_{t-1}} \quad (22)$$

Neste caso, a relação dívida/PIB depende do resultado primário equilibrado e da diferença entre a taxa de crescimento e a taxa de juros real líquida de impostos. Supondo um resultado primário equilibrado, no longo prazo se  $g > i$  a relação dívida/PIB tende a zero e se  $i > g$ , a relação dívida/PIB torna-se explosiva.

### **3. Políticas de pleno emprego: Keynes, Kalecki e Lerner**

#### **3.1 Keynes**

A leitura neoclássica que incorporou as ideias de Keynes confina a possível relevância da política fiscal em afetar os níveis de produto e emprego ao curto prazo, quando, por causa da rigidez do sistema de preços, é possível que o mecanismo de mercado não opere do modo suposto pela teoria de longo prazo, isto é, baseado no princípio da substituição, supondo curvas de demanda bem-comportadas para os fatores de produção e que todos os preços reais e nominais sejam plenamente flexíveis.

Como é sabido, Keynes foi formado na escola neoclássica e demorou um longo tempo para desenvolver o princípio da demanda efetiva. Moggridge (1981), editor dos *Collected Writings*, argumenta que as políticas de emprego defendidas por Keynes passaram por uma reavaliação logo após a publicação do *Tratado da Moeda*.

Até 1931, Keynes, ainda dentro da tradição Wickselliana<sup>15</sup>, exibiu preferência pela política monetária para suavizar, o que teoricamente eram concebidas como ‘perturbações’ em torno do nível de produto de pleno emprego, como na análise neoclássica tradicional.

A grande crise do capitalismo que se inicia em 1929, os diversos debates suscitados pela publicação do *Tratado Sobre a Moeda e as discussões com Richard Kahn* na formulação do multiplicador do emprego o levaram a mudar de posição. Kahn o teria convencido em 1931 que a tendência ao pleno emprego era uma pressuposição do que chamava de economia clássica e que Keynes a tinha adotado no *Tratado*. A persistência da grande crise nos anos seguintes sugeria que a elevada e abrupta queda dos níveis de emprego e produto não eram apenas perturbações em torno do nível de pleno emprego como Keynes concebera no *Tratado*. Estes fatos seriam os principais elementos que explicam o rápido abandono de Keynes em relação aos resultados analíticos que chegara em 1930. (MOGGRIDGE, 1981)

Amadeo (1989) contrariando a tese tradicional que o *Tratado* era sobre preços e a *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, publicado em 1936 sobre quantidades, argumenta que a diferença fundamental entre as obras é o método de análise. Segundo Amadeo, no *Tratado* Keynes utilizara um método ‘histórico’ que lhe permitia estudar as variações em torno do nível de produto de pleno emprego. No caminho para a *Teoria Geral*, Keynes migra para um método de análise de equilíbrio que o levaria a conceber os elementos que determinam o próprio nível de produto e de emprego de equilíbrio, mostrando ser possível o equilíbrio abaixo do pleno emprego.

Não faz parte do escopo do presente trabalho fazer maiores considerações sobre a controvérsia em torno do caminho seguido por Keynes no desenvolvimento do princípio da demanda efetiva. É relevante para este artigo que, do ponto de vista normativo, da prescrição de política econômica, ao longo da pesquisa que resultaria na publicação da

---

<sup>15</sup> Outra importante referência sobre a transição de Keynes entre o *Tratado* e a *Teoria Geral* é Milgate (1982)

*Teoria Geral*, Keynes passa a se mostrar favorável à política fiscal como instrumento mais eficaz para levar a economia ao nível de emprego desejado, sendo um dos primeiros trabalhos a refletir essa mudança o artigo “*The means to prosperity*”, de 1933.

Suas diversas considerações sobre as políticas de pleno emprego citadas aqui são retiradas de escritos nos quais o autor apontava a centralidade da política fiscal para resolver problemas de desemprego, sendo coerentes com o princípio da demanda efetiva, ainda que, do ponto de vista teórico, este princípio só tenha sido apresentado em 1936 com a publicação da *Teoria Geral*.

Ainda que esse princípio seja revolucionário para a análise macroeconômica, Keynes não conseguiu romper com a teoria do valor e da distribuição neoclássica, fato relevante para análise de longo prazo. Particularmente, não rompeu com a noção de uma relação regular e inversa entre investimento agregado e taxa de juros, ainda que esta relação, em sua teoria, seja mediada por elementos subjetivos que regulariam a eficiência marginal do capital e a taxa de juros tenha uma determinação monetária<sup>16</sup>.

Keynes confirmou a validade da noção de taxa natural (neutra) de juros para a posição de pleno emprego. Como reflexo disso, por mais que Keynes conjecturasse a relevância de longo prazo da política fiscal para prevenir as insuficiências da demanda agregada para atingir e manter o pleno emprego, ele não conectou analiticamente demanda efetiva e acumulação de capital. No nível de pleno emprego, a acumulação permanece como dependente da propensão a poupar em sua análise (real) da *Teoria Geral*. Nas palavras do autor: “*the growth of capital depends not at all on a low propensity to consume but is, on the contrary, held back by it; and only in conditions of full employment is a low propensity to consume conducive to the growth of capital.*” (Keynes, 1936a, p. 372-373)

---

<sup>16</sup> Uma obra como a *Teoria Geral* suscitou as mais diferentes interpretações de diferentes correntes teóricas. Há quem argumente que Keynes assumiu posições que eram desfavoráveis para o seu argumento central para vencer o debate sobre a questão fundamental da *Teoria Geral*, o estabelecimento do equilíbrio abaixo do pleno emprego. De fato, há evidência textual disso. Por exemplo, Keynes em carta a Hicks, em junho de 1935, afirma: “*Abstenho-me deliberadamente em meu próximo livro de ir muito longe com o que quer que seja, pois o meu objetivo consiste em inculcar tão convincentemente quanto possível certas opiniões fundamentais – e mais nada.*” Entretanto, Keynes teve outras oportunidades para negar ou se afastar das premissas neoclássicas do valor e da distribuição e não o fez. Entendendo que teorias do nível de produto guardam relações com outros campos, opta-se neste trabalho por seguir a interpretação sraffiana, qual faz o esforço de entender o princípio da demanda efetiva em Keynes como parte de um edifício teórico cuja base é dada pelas teorias do valor e da distribuição. Sobre a visão sraffiana do alcance e limites da contribuição de Keynes, ver: Garegnani (1978-79), Milgate (1982) e Pivetti (1991).

Analiticamente, como assinalado por Pivetti (1991, p. 98) “*Keynes’s underemployment equilibrium is ultimately the result of the presence in the economic system of factors that hinder the possibility of bringing the actual rate of interest down to its natural or full employment level – it is the result, in other words, of a limited flexibility of the money rate of interest*”

No entanto, para que o princípio da demanda efetiva seja relevante teoricamente para a análise do longo prazo, seria preciso, como advertiu Garegnani (1979, p. 79), fazer a crítica da teoria neoclássica do valor e da distribuição, que fornecem as bases teóricas para a referida relação inversa entre investimento agregado e taxa de juros. Mais precisamente, seria necessário conceber, na análise real macroeconômica (e não apenas monetária), o nível de investimento como independente da propensão a poupar (GAREGNANI, 1978-9)

### **3.1.1 Keynes: o caminho para o pleno emprego.**

Keynes deu algumas indicações de sua visão sobre a política fiscal de longo prazo. Estas considerações estão dispersas em suas obras e as citações feitas neste trabalho não serão mencionadas em uma ordem cronológica, mas lógica, e de acordo com o objetivo geral do trabalho, começando pela própria definição do problema colocado para a política fiscal, apontando a centralidade da gestão do nível de gasto agregado para que se obtenha o pleno emprego.

“It seems to be agreed to-day that maintenance of a satisfactory level of employment depends on keeping total expenditure (consumption plus investment) at the optimum figure, namely that which generates a volume of incomes corresponding to what is earned by all sections of the community when employment is at desired level.” (KEYNES, 1943, p. 320-321)

A *Teoria Geral* possui raras indicações de política fiscal. No capítulo 24, que contém a principal indicação de política fiscal desta obra, Keynes sugere que a manutenção de uma situação próxima ao pleno emprego necessitaria da capacidade do Estado de regular o nível de gasto agregado. O autor destaca que esta capacidade estaria baseada: i) na influência da tributação e da taxa de juros sobre a propensão a consumir e; ii) na definição do nível de investimento público:

“O Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, em parte através de seu sistema de tributação, em parte por meio da fixação da taxa de juros e, em parte, talvez, recorrendo a outras medidas. Por

outro lado, parece improvável que a influência da política bancária sobre a taxa de juros seja suficiente por si mesma para determinar um volume de investimento ótimo. Eu entendo, portanto, que uma socialização algo ampla dos investimentos será o único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno emprego, embora isso não implique a necessidade de excluir ajustes e fórmulas de toda a espécie que permitam ao Estado cooperar com a iniciativa privada. (...) Se o Estado for capaz de determinar o montante agregado dos recursos destinados a aumentar esses meios e a taxa básica de remuneração aos seus detentores, terá realizado o que lhe compete.” (KEYNES, 1983, p. 256)

Para Keynes, sempre que houver fatores de produção ociosos, o governo poderia induzir o aumento do nível de gastos privados ao redistribuir renda por meio da tributação, reduzindo a taxa de juros e/ou elevando o nível de gasto público prioritariamente realizando investimentos públicos.

Note que na passagem acima, Keynes também afirma ser improvável que a política monetária fosse suficiente para fazer uma economia resolver problemas de desemprego, confirmando sua posição em relação à política fiscal ser fundamental para se obter e manter o pleno emprego.

Em situações de desemprego involuntário, Keynes sempre se colocou favorável a decisões de elevações do nível de gasto público apontando sua preferência pelo aumento do investimento público, em detrimento dos subsídios/aumento do consumo, de maneira a prevenir grandes flutuações do nível de renda nas inúmeras discussões em que ele estava envolvido sobre políticas de emprego, cuja principal fonte bibliográfica é o Livro XXVII dos *Collected Writings*. Relacionada à sua preferência ao investimento público, também nos parece correto afirmar que Keynes não defende com a mesma frequência a redistribuição de renda como forma de política de pleno emprego<sup>17</sup>.

Centrando-se na capacidade do Estado de elevar o nível de investimento público, o orçamento público deveria ser dividido entre orçamento corrente e de capital, de tal modo que o orçamento de capital fosse acionado para prevenir e/ou compensar flutuações cíclicas do nível de atividade. Segue a definição do orçamento de capital segundo o autor:

---

<sup>17</sup> Embora também defenda: “Income taxes, especially when they discriminate against 'unearned' income, taxes on capital profits, death duties and the like are as relevant as the rate of interest; whilst the range of possible changes in fiscal policy may be greater in expectation at least, than for the rate of interest itself. If fiscal policy is used as a deliberate instrument for the more equal distribution of incomes, its effect in increasing the propensity to consume is, of course all the greater.” (KEYNES, 1973 *apud* KREGEL (1985, p. 36)

“A capital budget, in the sense in which I understand it, means a regular survey and analysis of the relationship between sources of savings and different types of investment and a balance sheet showing how they have been brought into equality for the past year, and a forecast of the same for the year to come (...) It would give an annual opportunity for examining whether the state of demand during the ensuing year looked like being adequate to maintain employment and national income at the desired level and for the government to explain what steps it had in view to remedy a prospective disequilibrium in either direction.” (KEYNES, 1944, p. 368-369)

O orçamento de capital é, desse modo, um levantamento regular e uma análise da relação entre fontes de poupança/financiamento e diferentes tipos de investimento. O governo teria uma oportunidade anual para, a partir de suas projeções sobre o estado da demanda agregada, ajustar o nível de investimento público necessário para manter o emprego e a renda nos níveis desejados.

É interessante ter ideia dos condicionantes da dimensão do investimento público que o autor tinha em mente ao defender a necessidade de intervenção governamental para assegurar o pleno emprego. Note que Keynes deixa totalmente em aberto qual deve ser o nível de investimento público para se atingir o pleno emprego:

“I do not believe that it is useful to try to predict the scale of this long-term programme. It will depend on the social habits and propensities of a community with a distribution of taxed income significantly different from any of which we have experience, on the nature of the tax system and on practices and conventions of business. But perhaps one can say that it is unlikely to be less than 7,5 per cent or more than 20 per cent of the net national income, except under new influences, deliberated or accidental, which are not yet in sight.” (KEYNES, 1943, p. 322-323)

Como já mencionado, Keynes aponta sua preferência pelo investimento público em detrimento dos subsídios ao consumo como política de pleno emprego. Não há considerações sistemáticas sobre essa questão. Ao longo dos textos e cartas incluídos no *Collected Writings XXVII*, o autor apresenta algumas considerações esparsas sobre os motivos que o levariam a ter tal posição: i) a sociedade não teria alcançado um estado de abundância do estoque de capital; ii) do ponto de vista do planejamento econômico, o estoque de capital teria um papel relevante na identificação da situação econômica geral (estado da demanda agregada) e de possíveis gargalos setoriais; iii) os problemas políticos relacionados aos possíveis déficits ao longo da implementação de uma política de pleno emprego são mais fáceis de serem resolvidos com a ampliação do estoque de

capital sob propriedade integral ou parcial do governo uma vez que o Estado pode simplesmente cobrar pelo uso dos serviços públicos<sup>18</sup>.

### **3.1.2 Keynes e o resultado fiscal**

Geralmente se apresenta que Keynes pretendeu que o orçamento de capital deveria ser acionado para prevenir e/ou compensar a deficiência de demanda agregada mantendo o pleno emprego<sup>19</sup>, de modo que este orçamento poderia ser deficitário ou superavitário de acordo com as fases do ciclo econômico. O orçamento corrente deveria ser equilibrado ou superavitário. Quando superavitário, poderia servir como fonte de financiamento do orçamento de capital.

Entretanto, pretende-se argumentar, apresentando evidências textuais, que estas considerações sobre a conexão entre o resultado fiscal e o gasto público são feitas num plano muito geral e idealizado, à medida que Keynes reconhece a inevitabilidade de déficit mesmo no orçamento corrente em casos de depressão, as quais geram queda da receita tributária corrente. Nesses casos, Keynes não colocava o pretendido equilíbrio fiscal acima do objetivo do pleno emprego.

Vários autores<sup>20</sup> apontam que Keynes jamais defendeu publicamente déficits fiscais, mesmo para a obtenção do pleno emprego. É preciso, contudo, qualificar essa posição em três planos utilizando as ideias que foram inseridas nas bases analíticas deste trabalho.

Primeiro, da perspectiva do princípio da demanda efetiva, é importante lembrar, como já mencionado na seção 2, que déficit ou superávit é apenas um resultado das contas públicas e que tal resultado em si não indica se o governo está agindo de modo a contrair ou expandir a demanda efetiva, uma vez que déficits ou superávits podem

---

<sup>18</sup> “(...) it is not nearly so easy politically and to the common man to put across the encouragement of consumption in bad times as it is to induce the encouragement of capital expenditure. The former is a much more violent version of deficit budgeting (...) the very reason that capital expenditure is capable of paying for itself makes it much better budgetwise and does not involve the progressive increase of budgetary difficulties, which deficit budgeting for the sake of consumption may bring about or, at any rate, would be accused of bringing about. Besides which, it is better for all of us that periods of deficiency expenditure should be made the occasion of capital development until our economy is much more saturated with capital goods than it is at present.” (KEYNES, 1943, p. 319-320)

<sup>19</sup> Passagens como essa geralmente são utilizadas como exemplo deste argumento: “It is probable that the amount of such surplus would fluctuate from year to year for the usual causes. But I should not aim at attempting to compensate cyclical fluctuations by means of the ordinary Budget. I should leave this duty to the capital budget.” (KEYNES, 1942, p. 278)

<sup>20</sup> Ver, em especial, Kregel (1985) e Aspormourgos (2012).



ocorrer em diferentes níveis de gasto público e agregado e, portanto, em diferentes níveis de atividade.

Segundo, Keynes defendeu sim que, em momentos de desemprego dos fatores de produção, o gasto público pudesse preceder a arrecadação de impostos e/ou a venda de títulos públicos. O financiamento deficitário dos gastos públicos, com elevação da base monetária, foi prescrito por Keynes por causa do maior efeito multiplicador e porque este não implicaria uma pressão altista sobre o complexo de taxas de juros<sup>21</sup>, dada sua teoria de taxa de juros. A elevação da base monetária, ao ampliar a oferta de moeda, teria o efeito de, todo o mais constante, induzir uma redução da taxa de juros.

O terceiro plano é relativo às dificuldades estritamente políticas de se conviver com déficits fiscais (resultados) pelas objeções, de ordem política, encontradas no próprio Estado e também na sociedade de maneira mais geral, qual tende a confundir orçamento doméstico com o de um governo. Em diversas ocasiões, Keynes, trabalhando próximo ao governo inglês no início da década de 1940<sup>22</sup>, objeta o déficit por causa das dificuldades e das generalizadas resistências políticas<sup>23</sup>. Neste sentido, suas posições e considerações públicas sobre política fiscal parecem ter mudado de tom entre a década de 1930 e 1940, quando o economista inglês passou a trabalhar mais próximo ao governo ligado à gestão da política econômica.<sup>24</sup>

Como já foi mencionado, Keynes pretendia que o orçamento corrente estivesse sempre equilibrado ou superavitário e ajudasse sempre que possível no financiamento do orçamento de capital. Do anteriormente exposto, resulta uma pergunta: Keynes defendeu corte de gastos no orçamento corrente em face de uma eventual queda na arrecadação apenas para manter o pretendido equilíbrio e/ou superávit neste orçamento?

---

<sup>21</sup> As ideias normativas de Keynes sobre o financiamento da política fiscal e sua relação com a política monetária serão apresentadas, de maneira mais detalhada, no quarto artigo desta tese. As passagens nas quais Keynes prescreve o financiamento do déficit com elevação da base monetária, para não criar pressão desnecessária sobre a taxa de juros, constam no quarto artigo desta tese.

<sup>22</sup> Moggridge (1981, p. 90-91) afirma que Keynes não ocupou nenhum cargo oficial, mas foi membro do Conselho Consultivo do Ministro da Fazenda, acrescentando que: “*Em 1939, [Keynes] era, sem discussão, o mais notável economista britânico da sua geração, tanto aos olhos da ‘classe’ quanto aos olhos do público em geral. Essa estatura pública, juntamente com as conexões forjadas no correr dos anos anteriores, deu-lhe um acesso muito maior e muito mais fácil à opinião oficial e não-oficial, e oportunidades de influir sobre ela.*”

<sup>23</sup> São diversos exemplos disso ao longo do *Collected Writings XXVII*. Ao longo do artigo algumas passagens que corroboram essa interpretação serão citadas.

<sup>24</sup> Este ponto será brevemente retomado na seção 4 deste trabalho onde é feito um breve balanço analítico sobre as propostas de políticas de pleno emprego.

A resposta a esta pergunta é: não. Keynes não objetivava o equilíbrio fiscal em si mesmo. Em períodos recessivos, que apresentassem queda de arrecadação, o autor via a inevitabilidade de um déficit, mesmo que este colocasse em risco até o sempre pretendido equilíbrio fiscal do orçamento corrente. Desse modo, ele não defendeu corte de gastos para manter equilíbrio fiscal em situações de desemprego.

Se o orçamento de capital falhasse em manter o equilíbrio de pleno emprego, o déficit que surgiria ao se manter e/ou ampliar o nível de gastos públicos frente a uma queda de arrecadação, seria uma forma de curar o desequilíbrio se e quando este surgisse. Assim, novamente, o governo não deveria reduzir seu nível de gastos frente a uma queda de arrecadação tributária, mesmo que surgisse um déficit no orçamento corrente. A este respeito, em uma carta ao *Chancellor of the Exchequer, Sir Wilfrid Eady*, Keynes afirmaria<sup>25</sup>:

(...) if, for one reason or another, the volume of planned investment fails to produce equilibrium, the lack of balance would be met by unbalancing one way or the other the current Budget. Admittedly this would be a last resort, only to come into play if the machinery of capital budgeting had broken down. Thus the capital budgeting is a method of maintaining equilibrium; the deficit budgeting is a means of attempting to cure disequilibrium if and when it arises. (...) About other forms of deficit financing I am inclined to lie low because I am sure that, if serious unemployment does develop, deficit financing is absolutely certain to happen, and I should like to keep free to object hereafter to the more objectionable forms of it. (KEYNES, 1943, p. 352-353)

De maneira coerente com o princípio da demanda efetiva e com a defesa de políticas de pleno emprego, Keynes se mostra contrário à política que tente equilibrar o resultado fiscal limitando a capacidade de gasto público. Além disso, conjectura que esta política está destinada a falhar. Em *The Means to Prosperity* (1933):

“The (...) policy of endeavouring to balance the budget by impositions, restrictions, and precautions will surely fail, because it must have the effect of diminishing the national spending power, and hence the national income.” (KEYNES, 1933, p. 349)

---

<sup>25</sup> O contexto desta passagem citada está em ratificar a proposta de James Meade para o financiamento da seguridade social, com a criação de uma contribuição específica para este fim, se desviando dos problemas políticos da manutenção de déficits.

Na perspectiva do autor, equilíbrio fiscal e pleno emprego, deveriam ser buscados conjuntamente. Não haveria dilema entre aumentar o nível de emprego e equilibrar o resultado fiscal<sup>26</sup>:

“It is natural, therefore, that the benefit of measures to increase the national income should largely accrue to Exchequer. If we apply this reasoning to the projects for loan-expenditure which are receiving support today in responsible quarters, we see that it is a complete mistake to believe that there is a dilemma between schemes for increasing employment and schemes for balance the budget- that we must go slowly and cautiously with the former for fear of injuring the latter. Quite the contrary. There is no possibility of balancing the budget except by increasing the national income, which is much the same thing as increasing employment.” (KEYNES, 1933, p. 347)

Sintetizando, para Keynes, não há dilema entre equilíbrio fiscal e pleno emprego. Além disso, abaixo do nível de pleno emprego, o autor defende a utilização do financiamento deficitário na elevação do nível de gasto público para que este não causasse uma pressão altista sobre o complexo de taxas de juros (portanto o déficit seria financiado com elevação da base monetária). No nível de pleno emprego, o autor de fato almeja o equilíbrio fiscal.

O autor sugere alternativas para equilibrar as contas públicas. Em primeiro lugar, como visto na seção 2 e sugerido na passagem citada acima, a receita tributária crescerá com o crescimento da renda nacional causado pela elevação do gasto público pressupondo o efeito multiplicador. Entretanto, como vimos, tudo o mais constante, se  $c < 1$ , o crescimento da receita tributária não é suficiente para equilibrar variação dos gastos públicos com a variação da receita tributária.

Além do crescimento da receita tributária via elevação da renda, Keynes ainda sugere duas outras possibilidades para se atingir o equilíbrio fiscal e o pleno emprego: ii) elevação da carga tributária e iii) cobrança direta dos usuários dos bens e serviços produzidos pelo setor público. As três formas combinadas seriam manejadas para que o orçamento do setor público ficasse equilibrado no nível de pleno emprego.

No capítulo 10 da *Teoria Geral* de 1936, o autor chega a falar ironicamente em enterrar e desenterrar garrafas com dinheiro como política de emprego, afirmando que “*Claro*

---

<sup>26</sup> Note que essa passagem de 1933 contém um erro analítico simples. De acordo com o breve desenvolvimento analítico feito na seção 2 deste artigo é plenamente possível equilibrar o orçamento sem que a renda nacional cresça. Embora não tenha desenvolvido analiticamente essa ideia, Keynes acreditava que abaixo do nível de pleno emprego, o Tesouro não conseguiria equilibrar o orçamento por deixar de arrecadar (em relação ao nível de pleno emprego) e ter despesas extras de cunho assistencial relacionadas ao desemprego.

*está que seria mais ajuizado construir casas ou algo semelhante; mas se tanto se opõem dificuldades políticas e práticas, o recurso citado não deixa de ser preferível a nada.”* (Keynes, 1983, p. 96)

Na década de 1940, trabalhando próximo à gestão da política econômica e no contexto da II Guerra Mundial, o autor está preocupado com formas mais “ajuizadas” de se fazer política fiscal. Discutindo o financiamento do sistema de proteção social na Inglaterra, ao longo da formulação do *Beveridge Report*, Keynes, preocupado em manter o público ciente do que as “coisas custam”, afirma:

“The more socialised we become, the more important it is to associate as closely as possible the cost of particular services with the sources out of which they are provided, even when a grant-in-aid is also required from general taxes. This is the only way by which to preserve sound accounting, to measure efficiency, to maintain economy and to keep the public properly aware of what things cost.” (KEYNES, 1942, p. 224-225)

No caso do sistema de proteção social, que pertenceria ao orçamento de capital, Keynes se mostrou favorável à criação de uma contribuição dos trabalhadores ativos para financiar os inativos. O manejo da alíquota de contribuição seria mais um instrumento de política fiscal e obedeceria à lógica geral do orçamento de capital de prover parcialmente sua própria fonte de financiamento.

Assim, a possibilidade de o orçamento de capital prover parcialmente seu financiamento, explica a preferência do autor pelo investimento público à medida que isto diminuiria as tensões políticas relacionadas ao déficit. Estas formas mais “ajuizadas” de políticas de pleno emprego consistem em se elevar conjuntamente o nível de gasto e de receitas do governo.

### **3.2 Kalecki**

Autodidata em economia e influenciado pela tradição marxista, Kalecki chegou ao princípio da demanda efetiva a partir de sua investigação sobre a realização dos lucros. Sem utilizar noções próprias do princípio da substituição, capital e trabalho são considerados por Kalecki como fatores de produção complementares e não substitutos (como na tradição neoclássica), tal como na tradição clássica e marxista.

Como se verá nas próximas páginas, sua formação implicará numa diferença em relação aos demais autores analisados neste trabalho. Para este autor, além de o funcionamento

do sistema de preços relativos não ser capaz de assegurar uma tendência ao pleno emprego dos fatores de produção, este também não poderia assegurar a composição entre investimento e consumo que adequa a capacidade produtiva à demanda efetiva no nível de pleno emprego<sup>27</sup>.

A principal referência que utilizaremos nesta seção é Kalecki (1944). Este autor possui diversas contribuições nas quais tece diversas considerações sobre política fiscal mas consideramos que, no referido trabalho, suas ideias sobre esse tema estão melhor sistematizadas, dado o propósito deste trabalho. As demais contribuições serão citadas de maneira a complementar a exposição sobre as ideias do autor nos temas tratados no presente artigo.

### ***3.2.1 Kalecki: o caminho para o pleno emprego***

Kalecki (1944) diferencia três métodos de intervenção do governo para tentar estimular a demanda agregada: i) elevação do gasto do governo com investimento público ou subsídios ao consumo financiados por empréstimos ou pela tributação; ii) estímulos ao investimento privado por meio da redução da taxa de juros ou diminuição da tributação, etc; iii) redistribuição de renda das classes de alta para as classes de baixa renda por meio da tributação.

Kalecki argumenta neste artigo que apenas as alternativas políticas baseadas no gasto público e na elevação do nível de consumo (itens i) e iii) acima), seriam satisfatórias para o alcance e manutenção do pleno emprego em economias capitalistas, descartando que estímulos ao investimento privado fossem uma alternativa satisfatória para tal objetivo<sup>28</sup>.

Entre as razões para este descarte argumentou que: i) se há capacidade produtiva ociosa e a demanda efetiva não é a de pleno emprego, este hiato deve ser preenchido por consumo e não aumentando de maneira não desejada o estoque de capital público ou

---

<sup>27</sup> A utilização do referencial neoclássico de análise (teorias do valor e da distribuição) e a utilização da noção de taxa natural (ou neutra) de juros para o nível de pleno emprego permitiam a Keynes e Lerner não tecer maiores considerações sobre a composição entre consumo e investimento no nível de pleno emprego.

<sup>28</sup> Como aponta em outro trabalho, Kalecki (1943), essa era a posição majoritária entre os economistas da época: “A solid majority of economists is now of the opinion that, even in a capitalist system, full employment may be secured by a Government spending programme, provided there is in existence adequate plant to employ all existing labour power, and provided adequate supplies of necessary foreign raw materials may be obtained in exchange for exports.” (Kalecki, 1943, p. 322)

privado; ii) reduções da taxa de juros teriam de afetar a taxa de juros de longo prazo e esta tem um limite para cair; iii) aumentos do investimento dependem da reação dos empresários, que podem, por fatores subjetivos, como confiança na situação política, não aumentar o investimento.

O autor não exhibe preferência sobre qual tipo de gasto público deve ser elevado, tal como Keynes apontou sua preferência sobre o investimento público, defendendo que tal escolha deva ser feita pela própria sociedade, de acordo com suas circunstâncias e prioridades.

Kalecki cita as mudanças na distribuição de renda como forma de política de pleno emprego, supondo que os pobres tem uma propensão a consumir mais alta que os ricos. Esta redistribuição de renda poderia ser feita i) via aumento da tributação sobre os mais ricos e direcionamento desses recursos via transferências de renda aos mais pobres; ii) via diminuição da tributação sobre os mais pobres ou; iii) via políticas para o aumento do salário real.

Desse modo, desde que haja capacidade produtiva disponível, o pleno emprego poderia ser alcançado à medida que o gasto agregado fosse elevado por meio da elevação direta do gasto público e/ou por meio da elevação induzida do gasto privado em consumo, seja via subsídios ao consumo privado ou via redistribuição de renda.

Kalecki coloca no centro da discussão a forma como tal política de pleno emprego vai ser financiada pois esta tem impacto sobre os resultados líquidos do gasto sobre o emprego e sobre o nível de atividade. Se a elevação do gasto público fosse financiada com impostos, a tributação teria o efeito de reduzir o consumo e/ou investimento do setor privado e o resultado líquido de uma elevação do nível de gasto público sobre o nível de gasto agregado seria menor no caso de financiamento via tributação e não por empréstimos.

No limite, teríamos a situação em que a elevação do gasto público é feita por meio da elevação da tributação que incide sobre os trabalhadores, na hipótese que os trabalhadores gastam tudo o que ganham. Neste caso, não há resultado líquido da política fiscal em afetar o nível de gasto agregado e, portanto, nem o nível de emprego, apenas uma mudança da composição do gasto agregado com o crescimento relativo do gasto público em detrimento do gasto privado.

Relaciona-se a esse motivo o fato de o autor defender que a política de pleno emprego seja financiada primeiramente por meio de empréstimos, onde os gastos precedem a colocação de títulos no mercado. Além desse motivo, como visto na seção 2 deste trabalho, o aumento do gasto feito via financiamento deficitário tem um efeito multiplicador maior que o multiplicador do orçamento equilibrado, que é igual à unidade. Nas palavras do autor:

“It should be noted that the amount of Government expenditure necessary to create full employment is *ceteris paribus* higher under the ‘income tax system’, as compared with the case where deficit spending is applied. For taxation, as opposed to deficit spending, tends to reduce consumption of the people taxed, and thus stimulates effective demand only to the extent to which it falls upon savings.” (KALECKI, 1944, p. 54)

Vimos as características básicas da política para se chegar ao pleno emprego, as quais consistem basicamente em aumentar o nível de gasto agregado por diferentes vias apresentadas acima. Em relação a Keynes e Lerner, para Kalecki, a manutenção de uma economia no nível de pleno emprego exigiria uma tarefa adicional da política econômica, preparar as condições objetivas para a adequação da capacidade produtiva à demanda efetiva, o que nos leva à próxima subseção.

### **3.2.2 Kalecki: consumo e investimento no nível de pleno emprego**

No nível de pleno emprego é preciso que o investimento em capacidade produtiva cresça de maneira compatível com o crescimento da força de trabalho e com a produtividade do trabalho, isto é, a taxa de investimento tem de ser proporcional à taxa de crescimento do produto de pleno emprego<sup>29</sup>. Por definição, para uma dada técnica e produtividade, no nível de pleno emprego, o aumento do investimento só pode ser feito em detrimento do consumo.

Em termos analíticos e mais gerais, desconsiderando a depreciação, teríamos:

$$\frac{I}{Y} = v(n + a) \quad (24)$$

Onde  $\frac{I}{Y}$ , é a taxa de investimento,  $v$ , a relação capital produto,  $n$ , a taxa de crescimento da força de trabalho e  $a$ , a taxa de crescimento da produtividade do trabalho.

---

<sup>29</sup> Vamos apresentar as ideias de Kalecki nesta subseção tratando do caso mais simples, em que o investimento em capacidade produtiva cresce à mesma taxa que a acumulação de capital. Nos termos da expressão (24), a relação capital produto  $v$  fica constante.

Para manter a economia operando em pleno emprego a política econômica precisa se preocupar com a composição entre investimento e consumo agregados, de modo a adequar a capacidade produtiva à demanda agregada. Este objetivo pode requerer mudanças no nível e na composição do gasto público que se divide em investimento público, consumo público e subsídios ao consumo privado. Estas mudanças possivelmente necessárias decorrem de uma decisão política e deveriam estar de acordo com as prioridades sociais.

Para o autor, quanto à parcela privada a forma de se induzir o investimento privado necessário para compatibilizar capacidade produtiva à demanda agregada passa por viabilizar o patamar adequado da taxa de lucro dos novos investimentos<sup>30</sup>. A função investimento do autor<sup>31</sup>, na qual o investimento privado está relacionado positivamente com a taxa de lucro realizada, é a base teórica para sua preocupação que a política de pleno emprego não seja financiada de um modo que reduza a indução do investimento privado.

Neste sentido, no financiamento de uma política de pleno emprego, Kalecki sugere que, sendo realizadas mudanças na estrutura e/ou na carga tributária, estas sejam feitas de modo a preservar a rentabilidade do investimento privado. O financiamento de uma política de pleno emprego via déficit poderia contribuir para a obtenção e manutenção do pleno emprego, pois os lucros são função positiva do déficit do governo e a taxa de lucro induz o investimento privado. Lembremos que numa economia fechada e onde os trabalhadores gastam o que ganham, os lucros ( $P$ ) são iguais à soma do gasto capitalista, em investimento e consumo ( $I + C_K$ ), e do déficit do governo ( $G - T$ ):

$$P = I + C_K + (G - T) \quad (25)$$

O autor comenta ainda que outras formas de se viabilizar a rentabilidade dos investimentos privados seriam i) uma redução da taxa de juros e; ii) uma redução da alíquota do imposto de renda, mas pondera que o funcionamento desses métodos envolveria sérias dificuldades. No caso da taxa de juros, Kalecki aponta como um

---

<sup>30</sup> A análise de Kalecki não discute o estabelecimento deste patamar adequado.

<sup>31</sup> De maneira resumida e simplificada, as decisões de investimento para Kalecki no capítulo 9 da *Teoria da Dinâmica Econômica* (1954) são explicadas a partir do nível de atividade econômica e na taxa de variação desse nível. Nesse sentido, os fatores determinantes para o investimento seriam: i) lucros retidos pelas empresas, ii) as variações nos lucros, iii) as variações no estoque de capital de capital fixo e iv) os fatores de desenvolvimento e representariam os ajustes graduais do equipamento de uma firma ao estado atual da tecnologia.



processo demorado e limitado a redução da taxa de juros de longo prazo, pois esta seria sempre um pouco maior que a taxa de curto prazo. Esta teria um limite para cair, zero nominal. No caso da mudança na alíquota do imposto de renda, no nível de pleno emprego, esta implicaria uma redistribuição do consumo das classes de baixa renda para as de alta renda e o autor julga inconveniente que uma política de pleno emprego utilize esse expediente.

O autor não descarta a possível necessidade de intervenção direta do governo para aumentar o investimento por meio de empresas estatais e argumenta que estatais podem ser usadas também para forçar, por meio de concorrência, a adoção de técnicas mais modernas por parte das empresas privadas<sup>32</sup>.

### ***3.2.3 Kalecki e o resultado fiscal***

Kalecki (1944, p. 54) admite analiticamente que o pleno emprego possa ser atingido e mantido com déficit ou com orçamento equilibrado. Ou seja, reconhece que não há uma conexão necessária entre resultado fiscal e o nível de pleno emprego.

Como visto, até agora a relevância da forma de financiamento na consecução de uma política de pleno emprego em Kalecki se dá em dois planos. Primeiro, esta forma teria efeitos sobre o efeito líquido do gasto público sobre o nível de gasto agregado e, segundo, porque os lucros são uma função positiva do déficit do governo e, para o autor, o déficit aumenta os lucros e estes induzem o investimento privado, o que ajuda no esforço para que a taxa de investimento atinja o valor desejado, explicitado em (24).

Quando discutiu a manutenção da situação de pleno emprego com déficit, o autor teceu considerações sobre as possíveis implicações fiscais desta situação, a trajetória da dívida pública e o gasto com juros. Kalecki aponta que a dívida pública não teria uma tendência explosiva necessariamente, uma vez que além do déficit (primário), a dinâmica da dívida vai depender também da relação estabelecida entre a taxa de crescimento do produto (qual, para uma dada carga tributária, estabelece a taxa de

---

<sup>32</sup> “(...) if private investment is inadequate, the deficiency may be made good by the Government itself taking a hand in this sphere. State-owned enterprises may be created which will fulfil this task to the extent to which private enterprise is unable to do so. This method is also of particular advantage when the deficiency in private investment has a pronounced sectional character.” (KALECKI, 1944, p. 49)

crescimento da receita tributária) e da taxa de juros real líquida de impostos<sup>33</sup> reconhecendo, embora não cite, o desenvolvimento analítico realizado por Domar e apresentado na seção 2 deste trabalho.

Ao longo do texto de 1944, o autor sugere alternativas para o equilíbrio do resultado fiscal supondo a situação em que seja necessário o crescimento da carga tributária para que a trajetória da dívida não se torne explosiva. Para o autor, o principal elemento a ser evitado é que a elevação da carga tributária reduza a taxa de lucro esperada do investimento. Neste sentido, são sugeridos: i) um imposto de renda modificado (*modified income tax*), onde se retira da base de cálculo do imposto de renda todo o investimento em capital fixo líquido e/ou bruto, ou; ii) um imposto sobre a riqueza acumulada (*capital tax*<sup>34</sup>).

Restariam as objeções políticas, as quais, conjecturou Kalecki, tenderiam a ser maiores com o crescimento da tributação progressiva, pois esta forma ataca a má distribuição de renda, acirrando o conflito distributivo. Neste sentido, gastos deficitários atenuariam o conflito à medida que aumentam a massa de lucros, além de induzirem o investimento privado, constituindo-se numa forma politicamente menos conflitiva para financiar a política econômica necessária para atingir e manter o pleno emprego:

“The advantage of the ‘income tax system’ over a ‘Budget deficit policy’ can be seen in the fact that it not only secures full employment, but at the same time it renders the distribution of incomes (after taxation) more egalitarian. But precisely for this reason, ‘full employment through taxation’ is likely to encounter a much stronger opposition than a ‘Budget deficit policy’. One cannot, therefore, make any definite choice between the budget deficit and income tax method. Income tax may be pushed as far as practically possible, but after this has been done, one should not hesitate to have in addition such a budget deficit as is still required to achieve and maintain full employment.” (KALECKI, 1944, p. 55)

---

<sup>33</sup> Pensando na relação de longo prazo entre a taxa de crescimento e a taxa de juros líquida de impostos, em pleno emprego, Kalecki escreve que “*The standard rate of income tax necessary to finance the increasing amount of interest on the National Debt need not rise if the rate of expansion of the national income is sufficiently high, as a result of the increase in working population and technical progress.*” (Kalecki, 1944, p. 44)

<sup>34</sup> “Further, the profitability of investment is not affected by a capital tax because it is paid on any type of wealth. Whether an amount is held in cash or Government securities or is invested in building a factory, the same capital tax is paid on it, and thus the comparative advantage is unchanged. And if investment is financed by borrowing its profitability is clearly not affected by a capital tax, because borrowing does not mean an increase in wealth of the investing entrepreneur. Thus neither capitalists’ consumption nor the profitability of investment is affected by the rise in the National Debt, if interest on it is financed by an annual capital tax.” (Kalecki, 1944, p. 45)

### 3.3 Lerner

A singularidade de Lerner no campo teórico consistiu em combinar o princípio da demanda efetiva com a Teoria Estatal da moeda<sup>35</sup>. Como se verá nesta subseção, esta combinação teórica lhe permitiu ser mais ousado no campo normativo, levando as prescrições de política de pleno emprego ao limite no que se refere às questões relacionadas ao financiamento da política de pleno emprego.

A apresentação básica das ideias de Lerner está baseada nos textos escritos até o início da década e 1960, quando desenvolveu os princípios básicos das finanças funcionais. Lerner, assim como Keynes, partilhava da teoria do valor e da distribuição neoclássica. Do ponto de vista do horizonte de análise de longo prazo, é interessante observar que Lerner tenha vivido e refletido sobre a “estagflação” dos anos 1970, para mostrar como bases analíticas neoclássicas condicionam a análise do autor.

Assim, ao fim da apresentação das ideias básicas do autor, será feito um breve comentário sobre como o autor concebeu estagflação dos anos 1970 evidenciando o limite do horizonte neoclássico de análise.

#### ***3.3.1 Lerner: o caminho para o pleno emprego***

Para Lerner, os instrumentos de política fiscal deveriam ter sua utilização orientada de acordo como, objetivamente, estes instrumentos tem efeitos na economia<sup>36</sup>. As finanças públicas deveriam ser utilizadas de modo funcional à economia – para a manutenção do pleno emprego – e não de acordo com alguma regra tradicional, como a de orçamento equilibrado. Este princípio geral para a política fiscal, Lerner chamou de finanças funcionais.

Lerner (1943) desenvolve o que seriam os dois princípios gerais de uma política fiscal cujo objetivo central é o pleno emprego. Em primeiro lugar, o governo deve manejar o seu nível de gastos de modo a manter o nível de gasto agregado, destinado à compra de

---

<sup>35</sup> Ver Lerner (1943) e (1947)

<sup>36</sup> “The central idea is that government fiscal policy, its spending and taxing, its borrowing and repayment of loans, its issue of new money and its withdrawal of money, shall all be undertaken with an eye only to the results of these actions on the economy and not to any established traditional doctrine about what is sound or unsound. This principle of judging only by effects has been applied in many other fields of human activity, where it is known as the method of science as opposed to scholasticism. The principle of judging fiscal measures by the way they work or function in the economy we may call Functional Finance.” (LERNER, 1943, p. 39)

bens e serviços correntemente produzidos, no nível suficiente para assegurar que a demanda efetiva corresponda ao produto de pleno emprego da economia. Em segundo lugar, o governo só deveria emitir títulos de dívida pública ou elevar a tributação se desejar que o setor privado tenha menos moeda.

Sempre que o nível agregado de gastos esteja abaixo do nível que assegura o pleno emprego, o governo deveria elevar seu nível de gastos, prevenindo uma deflação. Sempre que o nível agregado de gastos esteja acima do nível que assegura o pleno emprego, o governo deveria reduzir seu nível de gastos ou aumentar a tributação, prevenindo inflação. Desse modo, o objetivo central da política fiscal é o pleno emprego evitando situações de inflação e deflação<sup>37</sup>.

Lerner supôs que inflação e deflação seriam resultados necessários quando o nível agregado de gastos diferisse do nível de que garantiria a realização do produto da economia. Além disso, nestes casos, as respostas individuais tenderiam a ser perversas em caso de inflação e deflação. Os agentes isoladamente tenderiam a antecipar gastos quando há inflação para não perder poder de compra e postergar gastos no caso de deflação para ampliar seu poder de compra. Em ambos os casos, as respostas individuais tenderiam a ampliar o problema da desigualdade entre oferta e demanda. O governo seria o único agente que poderia tomar para si a responsabilidade de fazer a economia tender ao pleno emprego, evitando inflação e desemprego (deflação).

Como já mencionado, em segundo lugar, o governo só deveria emitir títulos de dívida pública e/ou elevar a tributação se desejar que o setor privado tenha menos moeda. Note que esse desejo só é justificado de acordo com as finanças funcionais se a dinâmica de gasto agregado causar inflação de demanda.

Como o autor pressupõe uma relação inversa e regular entre taxa de juros e investimento, Lerner aponta que o aumento da base monetária provocado pelo déficit implicaria numa tendência à redução da taxa de juros, elevando o investimento privado agregado. Isso poderia fazer com que a demanda agregada superasse o que o pleno emprego dos fatores é capaz de produzir. Assim, se e quando necessário, o governo

---

<sup>37</sup> Em Lerner (1951), o autor desenvolve o conceito de *high full employment* para tratar das situações em que a inflação não é de demanda agregada, sendo puxada pelos custos. Salários crescendo numa taxa superior ao crescimento da produtividade seriam inflacionários.

deveria retirar poder de compra do setor privado, vendendo títulos públicos e/ou elevando a tributação para que objetivo de evitar inflação de demanda fosse alcançado.

A aplicação da lógica básica das finanças funcionais também poderia ter efeitos sobre a dinâmica do consumo privado. Lerner acreditava que uma sociedade mais rica e segura em relação ao emprego teria menos incentivos a não gastar, o que diminuiria gradativamente a necessidade de intervenção governamental para se atingir o pleno emprego.

### ***3.3.2 Lerner e o resultado fiscal***

Lerner é o único dos autores que não demonstra nenhuma preocupação política ou de outra ordem com o resultado fiscal de uma política que vise atingir e manter o pleno emprego, pois o autor parte da Teoria Estatal da Moeda. O governo para gastar pode simplesmente emitir a sua própria moeda e assim elevar o nível de gasto até o ponto de pleno emprego.

Neste sentido, Lerner não concebe a tributação e a emissão de títulos de dívida pública como operações necessárias para o financiamento do governo. O objetivo central da política econômica deveria ser alcançar o nível de gastos de pleno emprego e o governo deveria manipular os instrumentos fiscais disponíveis para atingir este objetivo.

A tributação, na visão da teoria estatal da moeda, é concebida como uma maneira do Estado legitimar sua própria moeda e também poderia ser utilizada como um instrumento de política fiscal de modo a afetar a renda disponível do setor privado e, conseqüentemente, a demanda agregada. Entretanto, a menos que o governo precise diminuir a renda disponível do setor privado para não gerar inflação de demanda, o governo não deveria aumentar a tributação.

Na visão das finanças funcionais, em geral, o crescimento dos gastos (financiados via emissão monetária) está associado ao crescimento da dívida pública pois o setor privado, tudo o mais constante, opta por alocar sua riqueza numa forma que renda alguma remuneração. Quando déficits fiscais ampliam a base monetária, todo o mais constante, tende-se a reduzir a taxa de juros de curto prazo. Para Lerner, apenas quando a autoridade monetária julgue que a ampliação da base monetária está reduzindo a taxa de juros a um nível que provoque inflação de demanda, tanto a própria taxa de juros

quanto a compra e venda de títulos públicos precisam ser ajustadas. Assim, a dívida pública surge como a conta da manutenção de taxas de juros em níveis reais positivos. (LERNER, 1951)

Note que, uma vez que o setor público aumente o gasto emitindo moeda, o setor privado, ao resolver como aloca sua riqueza, só consegue alterar o quanto do gasto do governo é financiado via emissão monetária e o quanto é financiado via emissão de títulos públicos. O que precisa ser enfatizado é o que a venda de títulos públicos é algo *ex-post* feito para o controle da taxa de juros e não uma operação necessária para o financiamento do gasto do governo.

Como lembra Lerner, a aplicação das finanças funcionais não implica em déficits necessariamente, pois déficit e superávit são apenas resultados das contas públicas que não nos diz se o governo está agindo de modo a estimular ou contrair a economia. O objetivo central é a gestão do nível de gasto agregado pela política fiscal, de modo que várias composições são possíveis entre gastos públicos e privados. Ao realizar uma política fiscal de acordo com os princípios das finanças funcionais:

“(...) the government may find itself collecting more in taxes than it is spending, or spending more than it collects in taxes. In the former case it can keep the difference in its coffers or use it to repay some of the national debt, and in the latter case it would have to provide the difference by borrowing or printing money. In neither case should the government feel that there is anything especially good or bad about this result; it should merely concentrate on keeping the total rate of spending neither too small nor too great, in this way preventing both unemployment and inflation.” (LERNER, 1943, p. 40)

Assim, na visão de Lerner, o resultado das contas públicas além de não ter nenhuma importância em si mesmo, depende da dinâmica de gastos do setor privado. Se ao longo da execução de uma política fiscal que vise o pleno emprego, a dinâmica do gasto privado em consumo e investimento aumente ao ponto que gere uma demanda agregada acima do que o pleno emprego dos fatores de produção é capaz de produzir, o governo pode ter de reduzir seu nível de gastos ou aumentar os tributos, o que pode ocasionar um superávit no resultado fiscal. Nesse caso, o resultado fiscal positivo que surge é apenas um meio de evitar inflação de demanda.

Lerner (1943) também desenvolve alguns argumentos para lidar com as constantes objeções às finanças funcionais, particularmente para rebater a ideia que a dívida pública vai crescer indefinidamente se o governo sempre buscar o pleno emprego dos

fatores de produção. Argumentou que quanto maior a riqueza, menor é o incentivo a poupar do setor privado e quanto maior o gasto privado, menos gasto público é necessário e maior a arrecadação; além de lembrar que quanto maior a renda e riqueza do setor privado, maior o valor arrecadado por imposto de renda, riqueza e herança (considerando uma carga tributária constante). Apoiado na ideia que uma sociedade mais rica teria menos incentivos a não gastar, Lerner argumentou que isso produziria uma tendência ao equilíbrio do resultado fiscal no longo prazo. Entretanto, esta nos parece uma simples conjectura. Lerner não desenvolveu nenhuma explicação mais elaborada, nem aponta a evidência empírica, para justificar a conjectura de que o equilíbrio fiscal seria um resultado de longo prazo:

“The balancing of the budget is a result or symptom of long run equilibrium. The error of those who cling to the fiscal principle of balancing the budget lies prescribing as a rule for the short period what is properly only a result of the achievement of long period equilibrium.” (LERNER, 1947, p. 265)

Lerner concedeu que, se o governo considerar indesejável o crescimento da dívida pública por motivos distributivos, pode elevar a carga tributária ao invés de vender títulos públicos. A redução da taxa de juros (líquida de impostos) também favoreceria este processo, uma vez que, para o autor, tende a estimular o investimento privado e simultaneamente reduz as transferências realizadas pelo governo para os ricos, que detém os títulos de dívida pública. Assim, enfatiza-se, Lerner concede que motivos distributivos poderiam orientar a utilização dos instrumentos de política fiscal, regulando a trajetória da dívida pública.

Cabe mencionar também que Lerner menciona a possibilidade de se alcançar o pleno emprego mantendo o resultado fiscal equilibrado redistribuindo renda por meio da tributação. A elevação da tributação sobre os ricos basicamente não afeta o seu consumo enquanto a diminuição dela sobre os pobres aumenta o consumo destes, contribuindo para elevação da demanda agregada da economia. Sobre esta forma de política de emprego, que aumenta a demanda agregada ao redistribuir renda e mantém o orçamento equilibrado, Lerner afirma que “*In fact this policy attacks the root of the general inadequacy of demand by correcting the maldistribution of wealth that is responsible for it in the first place.*” (LERNER, 1944, p. 320)

As objeções políticas dos empresários à manutenção do pleno emprego por meio da distribuição de renda realizada via tributação também seria esperável uma vez que esta

atinge diretamente os seus bolsos. Em todo caso, com a manutenção do pleno emprego seja redistribuindo renda via tributação, seja manejando o nível de gasto público de acordo com as finanças funcionais, os empresários:

“will see that consumers have the money to buy the goods that they are able to produce and sell at a profit. Their pockets will ultimately overcome their prejudices. There will, of course, be great grumblings, and the prosperity will be called ‘artificial’ and ‘unsound’ and even ‘illusory’. But production and investment will be profitable and these epithets will disappear more quickly than the gibes at horseless carriages if the government sticks to its guns and maintains full employment for several years.” (LERNER, 1944, p. 321)

Para finalizar esta subseção, cabe brevemente comentar sobre os limites do horizonte neoclássico de análise, no sentido de apontar como a base analítica dada pela teoria do valor e da distribuição condiciona a análise de Lerner, a partir de sua interpretação sobre a presença simultânea de desemprego e inflação nos anos 1970.

Lerner (1977) atribui a estagflação da década de 1970 nos EUA aos choques de custos, particularmente à elevação dos salários acima da produtividade marginal do trabalho. Defendeu que a inflação, por ser de custos, deveria ser combatida primeiro, pois fatalmente o governo tenderia a cortar gastos, diminuindo a demanda agregada para combater uma inflação que não era de demanda.

Para combater a inflação do período, Lerner delineou uma proposta para adequar o crescimento dos salários reais ao crescimento da produtividade e defendeu que os aumentos salariais seriam suficientes para administrar o gasto agregado mantendo o produto no nível de pleno emprego, de modo que não mais seria necessário o governo regular o nível de gasto agregado por meio do gasto público. Tal proposta contaria com a participação da autoridade monetária a qual ficaria responsável em adequar o crescimento da oferta monetária aos aumentos de produtividade no nível de pleno emprego, tentando por fim promover uma reconciliação entre keynesianos e monetaristas nos anos 1970<sup>38</sup>. Nas palavras do autor:

“a peace settlement becomes possible between Keynesian and classical economics, between fiscalism and monetarism, and between functional finance

---

<sup>38</sup> Segundo Lerner “The highly fashionable contrasting of “Keynesianism” with “monetarism” arises from a misuse of the term “Keynesianism” for the special fiscal measures prescribed by Keynes (and by no means only by Keynes) in the depths of the depression when investors were afraid to invest. There was such a collapse of confidence that neither method of increasing the real value of the money stock would have helped. Only increased spending by the government, or by the beneficiaries of tax reductions, could have been effective in increasing spending and employment until investors’ confidence was restored. Hence the call for fiscal measures.” (LERNER, 1977, p. 390)



and "sound finance." The peace treaty calls for a restatement of the functional-finance formulation of Keynesianism. The Keynesian objection to monetarism is only that it seems to be reading the world backwards in expecting a stable rate of increase in the money stock to succeed in inducing wages and prices to adjust automatically to the money - to behave in the way that would make that rate of increase in the money stock the appropriate one for full employment. But once the desired rate of increase in wages has been brought about by the wage-increase-permit market, and an adequate level of spending has been reached, prosperity with price stability can be preserved by - and indeed requires - a regular growth of the money stock equal to the rate of increase in output, with minor adjustment for secular changes in liquidity preference. The monetarist formula for the rate of increase of the money stock then becomes as Keynesian as it is classical." (LERNER, 1977, p. 409)

Nesse sentido, como pontuado pelo próprio Lerner (1977, p. 390), "*the fundamental Keynesian revolution was essentially a policy revolution.*" A extensão da relevância do princípio da demanda efetiva para o longo prazo requer outra base analítica, dada pelas teorias do valor e da distribuição, como nos alertou Garegnani (1979).

#### **4. Considerações finais**

Vimos que para estes autores, o traço básico de uma política fiscal que vise o pleno emprego e seja coerente com o princípio da demanda efetiva é a gestão do nível agregado de gasto, destinado à compra dos bens e serviços correntemente produzidos, por meio dos instrumentos de política fiscal que definem basicamente o nível de gasto público, a tributação e as transferências de renda.

Trata-se de gerar poder de compra o suficiente para que todo o produto de pleno emprego da economia seja vendido aos preços de oferta. Todos os autores analisados aqui definiram desse modo o objetivo da política fiscal. Nenhum dos seus autores expressava dúvidas sobre a eficácia de tal política e de sua importância fundamental na superação do problema do desemprego dos fatores de produção em economias capitalistas e todos eles duvidaram que apenas estímulos indiretos ao investimento privado seriam suficientes para resolver os problemas de desemprego em economias capitalistas.

Não havia discordâncias entre os autores, quanto à lógica básica das políticas para se atingir o pleno emprego, pois partiam de um princípio teórico comum. Entretanto, para manter o nível de pleno emprego surge uma diferença importante que reflete as diferenças analíticas entre, de um lado, as bases neoclássicas de Keynes e Lerner e de,

outro lado, a base marxista de Kalecki. Este autor, ao conectar demanda efetiva e acumulação de capital, manteve-se coerente com sua função investimento.

Keynes reiteradamente afirmou na *Teoria Geral* que a teoria neoclássica estaria certa para o nível de pleno emprego. Talvez, como reflexo disso, não conectou demanda efetiva e acumulação de capital<sup>39</sup>. Assim, ao contrário de Kalecki, tanto Keynes quanto Lerner não se preocuparam com a acumulação de capital no nível de pleno emprego. Para ambos, uma vez prevenidas as deficiências de demanda agregada, a política monetária faria o trabalho para adequar o investimento e poupança no nível de pleno emprego (adequando capacidade produtiva e demanda efetiva). Para tanto, a taxa monetária de juros, na situação de pleno emprego, deveria ser igual à taxa natural de juros de Wicksell, de modo que o nível de investimento (e portanto a acumulação de capital) continua dependente da propensão a poupar na análise de Keynes na *Teoria Geral*. (Garegnani, 1979).

Haavelmo contribuiu para a discussão mostrando o efeito expansionista de um orçamento equilibrado, com elevação dos gastos públicos totalmente financiados por impostos. Todos os autores reconheceram no plano analítico que era possível atingir o pleno emprego com resultado fiscal equilibrado. Observe-se que três canais foram salientados: i) tributação seguida de gastos diretos; ii) o canal distributivo que, por meio da tributação, aumenta a propensão marginal e média a consumir e, portanto, o multiplicador dos gastos autônomos; iii) a elevação dos gastos públicos financiado de maneira deficitária e o ajuste da carga e da estrutura tributária após o aumento dos gastos. No plano normativo, a recomendação pelo gasto deficitário, via elevação da base monetária, fez sentido para os autores pois, além de o efeito multiplicador ser maior, não exerceria pressão sobre a taxa de juros.

Exceto em Haavelmo (1945), os outros autores geralmente supunham que os níveis de gastos e de impostos a cada período poderiam ser diferentes, o que gerava considerações sobre o crescimento dos gastos governo e o resultado primário. Como visto no breve

---

<sup>39</sup> Baseados no princípio da demanda efetiva, diversos autores ‘keynesianos’ começam, logo após a publicação da *Teoria Geral*, a desenvolver análises que vinculam demanda efetiva e acumulação de capital, fazendo modelos que combinavam os princípios multiplicador e acelerador. Dentre eles, Harrod e Hansen. Segundo Robinson (1971, p. 24), “deixou-se a Harrod fazer a transposição da *Teoria Geral* para os termos do longo prazo”. Como mostra o desenvolvimento da teoria do crescimento econômico, o princípio da demanda efetiva pode ser estendido para o longo prazo de diferentes formas. Sobre este desenvolvimento, ver Serrano (1995), Lavoie (2014) e Serrano e Freitas (2017). O ponto é que nas contribuições do próprio Keynes não é feita a conexão entre demanda efetiva e acumulação de capital, o que permite uma série de interpretações diferentes.

desenvolvimento analítico realizado na seção 2, partindo-se de uma situação de equilíbrio fiscal e supondo  $c < 1$ , todo o mais constante, a elevação dos gastos do governo induz um crescimento da arrecadação tributária menor que o crescimento dos gastos, gerando um déficit no resultado primário.

Keynes e Kalecki pensaram em alternativas para que o resultado fiscal ficasse equilibrado no nível de pleno emprego ou que, pelo menos, a dívida pública não tivesse uma trajetória explosiva. Lerner, que não estava preocupado com a dinâmica da dívida em si mesmo, argumentou que o resultado fiscal equilibrado poderia ser uma consequência de longo prazo da manutenção do pleno emprego, concedendo que razões distributivas poderiam justificar a escolha por uma política de pleno emprego com orçamento equilibrado ou que regulasse a trajetória da dívida pública.

Domar apresentou a base analítica para afirmar que o tamanho do fardo da dívida está condicionado ao tamanho do déficit, da taxa de crescimento e da taxa de juros líquida de impostos. Na suposição que os juros não são rolados, e são pagos a cada período, este fardo (dívida/PIB) não tende a crescer indefinidamente como foi sugerido no debate da época. No caso em que os juros são rolados, a dinâmica da despesa com juros e da relação dívida/PIB depende das relações entre o resultado primário e a diferença entre a taxa de crescimento e a taxa de juros líquida de impostos.

Uma vez que Lerner deixa aberta a possibilidade de motivos distributivos condicionarem o resultado fiscal pretendido, não haveria diferenças substanciais entre os autores no que tange à maneira de financiar o gasto público e gerir o resultado fiscal. Além da argumentação exposta até aqui, isso pode ser evidenciado também em cartas nas quais os autores comentam os artigos de seus pares. Por exemplo, para argumentar que a famosa resistência ao déficit público por parte de Keynes se dá por razões políticas, apresentamos a seguinte passagem onde o autor comenta o artigo de Lerner (1943). Neste artigo, Lerner argumenta que o Estado pode financiar o déficit público simplesmente expandindo a base monetária e emitindo títulos apenas à medida que o Estado queira que o setor privado tenha menos moeda. Com o crescimento induzido dos gastos privados, via efeito multiplicador, e com os possíveis diversos ajustes cogitados por Lerner ao longo do artigo, a dívida pública não cresceria indefinidamente. Para

Keynes, o argumento de Lerner é impecável, mas o autor hesita quanto à opinião do “homem comum” a estas ideias<sup>40</sup>:

“I recently read an interesting article by Lerner on deficit budgeting, in which he shows that, in fact, this does not mean an infinite increase in the national debt, since in course of time the interest on the previous debt takes the place of the new debt which would otherwise be required. (He, of course, is thinking of a chronic deficiency of purchasing power rather than an intermittent one.) *His argument is impeccable*. But, heaven help anyone who tries to put it across the plain man at this stage of the evolution of our ideas.” (KEYNES, 1943, p. 320, grifos nossos)

No trecho abaixo, Keynes comenta elogiosamente o artigo de Kalecki (1944) *Three Ways to Full Employment*<sup>41</sup>, a principal referência que utilizamos de Kalecki neste trabalho. Kalecki havia enviado o livro onde o artigo fora publicado como presente de Natal a Keynes:

“Dear Kalecki, Thank you for *The Economics of Full Employment*, which reached me as it were as a Christmas present. I found it a most excellent and instructive volume. When one gets a book like this, one feels that economics is really making progress. (...) Your own contribution seems to me most striking and original, particularly pages 44-46; also most beautifully compressed. It is a great comfort to read something so short and so much to the point.” (KEYNES, 1944, p. 381-382)

A ampla utilização dos instrumentos de política fiscal ao longo da guerra e os seus impactos sobre o nível de produto foram uma evidência muito forte de que o governo pode, se quiser, alcançar e manter o pleno emprego, mesmo em economias capitalistas. Os possíveis e prováveis problemas políticos que uma política de pleno emprego possa despertar numa economia capitalista – derivados do tensionamento político em uma sociedade de classes<sup>42</sup> - não mudam a natureza do problema da política fiscal como ferramenta para se gerar o pleno emprego numa economia capitalista, onde a produção é voltada para o lucro.

Se algo, além de uma guerra real ou potencial, é capaz de fazer com que os governos utilizem seus instrumentos de política fiscal para vencer o problema do desemprego em

---

<sup>40</sup> Após emitir esta opinião positiva numa carta, Keynes faz comentários públicos e desprestigiados em relação à proposta de Lerner para o financiamento do déficit público numa reunião em Washington em 1943. Em 1944, quando Lerner publica *The Economics of Control*, Keynes, em uma carta, volta a elogiar Lerner. Para mais detalhes sobre esse episódio em Washington e sobre a relação entre Keynes e Lerner, ver Aspromourgos (2014)

<sup>41</sup> A parte que Keynes faz questão de mencionar no artigo de Kalecki (“pages 44-46”) se refere à parte em que Kalecki sugere mudanças na estrutura e/ou na carga tributária para que o fardo da dívida pública não se torne muito oneroso ao governo.

<sup>42</sup> Para mais sobre a questão do tensionamento político das políticas de pleno emprego, ver Kalecki (1943) e Kalecki & Kowalik (1971).

economias capitalistas, é um problema político. Neste sentido, é importante revisitar o tema da política fiscal na macroeconomia da demanda efetiva para que não se perca a clareza analítica sobre quais as características básicas de uma política de pleno emprego.

## **Artigo 2 - Super-Haavelmo: Resultado primário equilibrado e investimento induzido na macroeconomia da demanda efetiva.**

### **1. Introdução**

Este trabalho pretende reexaminar e estender a análise de Haavelmo (1945), qual mostrou o efeito multiplicador do orçamento equilibrado numa situação de curto prazo. Estendendo a validade do princípio da demanda efetiva para o longo prazo, conectando este princípio e a acumulação de capital, procuraremos generalizar alguns resultados sobre o impacto do setor público na renda agregada e apontar os determinantes centrais das trajetórias de longo prazo da carga tributária em diferentes cenários onde o resultado primário do governo está equilibrado, tende ao equilíbrio e/ou se compromete com uma meta de resultado fiscal nas linhas propostas por Serrano (2012) e (2017).

Numa análise positiva do crescimento liderado pela demanda efetiva o que interessa é o crescimento dos gastos. Assim, para uma dada composição do gasto público, uma política fiscal expansionista deve ser caracterizada como aquela em que há uma taxa positiva de crescimento dos gastos públicos (incluindo as transferências de renda), sendo o saldo das contas públicas pouco relevante para esta caracterização.

Da perspectiva do princípio da demanda efetiva, déficit ou superávit é apenas um resultado das contas públicas. Apenas o resultado em si não indica se o governo está agindo de modo a estimular ou contrair a demanda efetiva e o nível de atividade, uma vez que déficits ou superávits podem ocorrer em diferentes níveis de gasto público e agregado.

Note que há uma diferença entre financiar um gasto (e o seu crescimento) de maneira deficitária e o déficit enquanto um resultado das contas públicas. As formas de financiamento do gasto público impactam o resultado líquido da intervenção do governo. Como visto no primeiro artigo desta tese, Keynes, Kalecki e Lerner reconheciam no plano analítico a possibilidade de se atingir o pleno emprego com o resultado fiscal equilibrado, embora, no plano normativo, fosse muito mais comum recomendar apenas a elevação do nível de gastos públicos financiado de maneira deficitária para a superação do problema do desemprego, pois, como será lembrado ao longo deste trabalho, o efeito líquido do gasto público sobre o nível de atividade é maior

desta forma do que em relação ao caso quando o gasto é financiado por impostos previamente arrecadados.

Frequentemente, considerações analíticas e normativas sobre política fiscal são confundidas e ainda se sugere que déficits públicos são necessários para se atingir o pleno emprego. Alguns autores mais cuidadosos, supondo que a tributação seja autônoma e esteja dada, afirmam que há um déficit de plena capacidade que deveria ser igual ao excesso da poupança de pleno emprego sobre o nível de investimento.

De maneira mais geral, isto é, sem suposições sobre tributos dados, e sendo coerente com o princípio da demanda efetiva, para se manter o emprego no nível desejado, o problema consiste em se manter o nível de gastos destinado à aquisição dos bens e serviços produzidos correntemente que seja compatível, isto é, que garanta a venda do produto de pleno emprego aos preços normais. Desse modo, são possíveis analiticamente diversas composições deste nível entre gastos públicos e privados. Como apontou Lerner, ao tentar manter o nível agregado de gastos no volume suficiente para gerar o pleno emprego:

“(...) the government may find itself collecting more in taxes than it is spending, or spending more than it collects in taxes. In the former case it can keep the difference in its coffers or use it to repay some of the national debt, and in the latter case it would have to provide the difference by borrowing or printing money. In neither case should the government feel that there is anything especially good or bad about this result; it should merely concentrate on keeping the total rate of spending neither too small nor too great, in this way preventing both unemployment and inflation.” (LERNER, 1943, p. 40)

Ao longo do trabalho estamos analisando apenas o resultado primário pois estamos interessados em generalizar algumas considerações sobre o impacto do gasto do governo que gera demanda efetiva (gasto em bens, serviços e salários) e da tributação sobre o nível de produto. Desse modo, estamos supondo que a propensão marginal a gastar a partir dos agentes que recebem os juros é zero. Por isso, o resultado do governo, quando se inclui a conta de juros nominais ao resultado primário, não será analisado aqui<sup>43</sup>.

---

<sup>43</sup> Lembremos do primeiro artigo da tese que, se há um estoque de dívida pública positivo, o endividamento público como proporção do PIB pode ser crescente mesmo com o resultado primário equilibrado se a taxa de juros real líquida de impostos for maior que a taxa de crescimento da receita fiscal (a taxa real de crescimento do PIB para uma dada carga tributária). Assim, para que a dinâmica da

Com este trabalho, pretende-se somente desenvolver no campo analítico dentro da macroeconomia da demanda efetiva, a análise da política fiscal com resultado primário equilibrado pensando em suas implicações de longo prazo numa economia fechada onde o crescimento é liderado pela demanda. O trabalho está estruturado da seguinte forma: na seção 2 trataremos o gasto público como totalmente induzido pela arrecadação tributária basicamente rerepresentando Haavelmo (1945). Na seção 3, o gasto público passa a ser considerado autônomo e se supõe uma política fiscal que faça o resultado primário tender ao equilíbrio. Nas seções 4 e 5, considerações de longo período são feitas examinando os determinantes centrais da trajetória da carga tributária que equilibra o resultado primário para situações onde o gasto do governo é autônomo, a tributação é induzida e se utiliza a hipótese de investimento privado induzido a partir do supermultiplicador rraffiano, com a ajuda de algumas simulações simples. Na seção 6, as mesmas considerações de longo prazo são feitas para situações onde o gasto do governo é induzido pela tributação autônoma e se diferenciam dois casos: no primeiro, os gastos são feitos com base na tributação realizada no período anterior e o governo se compromete com uma meta de superávit primário. No segundo caso, os gastos são feitos com base na tributação realizada no mesmo período e o resultado primário está equilibrado o tempo todo. Na seção 7, considerações adicionais sobre os elementos distributivos implicados são feitas e, na última seção (8), o trabalho é concluído.

## **2. Política fiscal com resultado primário sempre equilibrado<sup>44</sup>**

No caso desta seção, veremos uma forma de o governo gastar e manter o resultado fiscal sempre equilibrado. Essa forma consiste em o governo só gastar o que já arrecadou com impostos. Trata-se de rerepresentar a contribuição de Haavelmo (1945) e estender um pouco a análise para o caso em que o governo se compromete com uma meta de superávit primário.

Haavelmo (1945) possui uma contribuição pontual e extremamente relevante na discussão sobre política fiscal. Neste trabalho, o autor procura preencher uma lacuna

---

dívida pública e o problema distributivo implicado pelo pagamento de juros não tomem proporções indesejáveis, se requer, além de um resultado primário equilibrado, que o governo deve zelar para que a referida taxa de juros fique abaixo da taxa de crescimento.

<sup>44</sup> No caso desta seção, informa-se ao leitor da tese que alguns fragmentos do primeiro artigo da tese foram utilizados, particularmente na apresentação dos elementos analíticos simples que regulam a relação de curto prazo entre o impacto do gasto do governo e o resultado primário. A razão disso é que se pretende que os quatro artigos que compõem a tese sejam independentes. Além disso, julgou-se não ser necessário a realizar um novo texto para a apresentação dos mesmos elementos analíticos.



teórica fornecendo uma prova rigorosa para afirmar que, sob certas hipóteses explicitadas abaixo, a elevação do nível de gasto público, mesmo que totalmente financiada por impostos, aumenta a renda agregada.

Com este trabalho, Haavelmo procurou estabelecer uma base teórica para contrariar algumas ideias comuns na época de seu artigo, como a que afirmava que um orçamento equilibrado seria neutro do ponto de vista da renda agregada. Nesta visão, o papel do governo em orçamento equilibrado seria nulo, pois ele apenas somaria na renda agregada os gastos públicos ( $G$ ), os impostos ( $T$ ) que ele subtraiu do setor privado. Alguns contrariaram essa ideia apenas afirmando que o impacto expansionista do orçamento equilibrado dependeria da redistribuição de renda feita por meio da tributação, o que poderia implicar no aumento da propensão a consumir da economia e, como consequência, do multiplicador dos gastos autônomos.

O que Haavelmo mostra, como veremos abaixo a partir da apresentação do I teorema do artigo de 1945, é que o impacto expansionista do orçamento equilibrado é independente do valor da propensão a consumir.

Para simplificar toda a exposição feita nas seções 2 e 3, vamos desconsiderar a variação nos estoques e supor uma economia fechada com fatores de produção ociosos. Dados um nível de investimento  $I$  e de consumo autônomo  $Z$  teríamos:

$$Y = Z + C + I + G \quad (1)$$

$$G = T \quad (2)$$

$$C = Z + c(Y - T) \quad (3)$$

Onde  $Y$  produto/renda agregada,  $C$  consumo,  $I$  investimento,  $G$  gasto do governo,  $T$  impostos e  $0 < c < 1$  propensão marginal e média a consumir. Todos medidos em termos reais. Substituindo (2) e (3) em(1) e desenvolvendo temos:

$$Y = \frac{Z + I}{1 - c} + \frac{T(1 - c)}{1 - c} = \frac{Z + I}{1 - c} + T \quad (4)$$

Note que, para uma dada propensão a consumir,  $0 < c < 1$ , a maior a tributação  $T$ , desde que totalmente gasta, é expansionista<sup>45</sup>. A variação da renda  $\Delta Y$  é, nesse caso, igual a variação dos impostos  $\Delta T$  e dos gastos públicos  $\Delta G$ . Assim:  $\Delta Y = \Delta T = \Delta G$ . Por esse motivo, o multiplicador do orçamento equilibrado é igual a unidade. Assim, note em (4) que a renda disponível do setor privado ( $Y_D$ ) nesse caso permanece a mesma após a intervenção do governo:

$$Y - T = Y_D = \frac{Z + I}{1 - c} \quad (5)$$

Haavelmo ressalta que enquanto a renda disponível regula a demanda privada de consumo por bens e serviços, o gasto total é que determina o nível de atividade/emprego. Note que não há variação do consumo privado, que é função da renda disponível, neste caso delineado por Haavelmo onde se supõe que  $c$  permanece a mesma. Desse modo, gastos públicos totalmente financiados por impostos tem efeito sobre a renda agregada e sobre o nível de emprego que é independente do valor da propensão a consumir.

Conservando as hipóteses pelas quais se chegou no resultado acima, lembremos que para uma dada uma carga tributária líquida  $t = \frac{T}{Y}$ , a arrecadação tributária é função da renda agregada  $Y$ :

$$T = tY \quad (6)$$

O nível de produto supondo dada a carga tributária pode ser descrito como:

$$Y = \frac{Z + I}{(1 - c)(1 - t)} \quad (7)$$

Vamos analisar o impacto sobre o nível de produto e taxa de crescimento que uma política fiscal na linha delineada por Haavelmo teria, substituindo os impostos  $T$  pela

---

<sup>45</sup> Note que o resultado de Haavelmo depende de  $0 < c < 1$ . Kalecki (1937) trabalha com a suposição que a propensão a consumir dos trabalhadores é igual a unidade,  $c = 1$  e a propensão a consumir dos capitalistas é  $c < 1$ . Neste caso limite, o aumento do gasto público financiado com tributação que incide sobre os trabalhadores não teria como ser expansionista e por isso o autor argumentou que, para ser expansionista, o aumento do gasto público teria de ser financiado por meio da tributação sobre os lucros ou por meio de gastos deficitários financiados por títulos públicos.

carga tributária  $t$ . O nível de produto após uma variação da carga tributária ( $\Delta t$ ) na expressão pode ser descrito como:

$$Y' = \frac{Z + I}{(1 - c)(1 - t - \Delta t)} \quad (8)$$

A taxa de crescimento ( $g$ ) pode ser calculada comparando os níveis de produto antes e depois da variação da carga tributária. Isto é, comparando  $Y'$  e  $Y$ . Desse modo teríamos que:

$$1 + g = \frac{Y'}{Y} = \frac{\frac{Z + I}{(1 - c)(1 - t - \Delta t)}}{\frac{Z + I}{(1 - c)(1 - t)}}$$

Eliminando-se os termos  $(Z + I)$  e  $(1 - c)$ , chega-se em:

$$1 + g = \frac{1 - t}{(1 - t - \Delta t)} \quad (9)$$

Abaixo, fazemos uma simulação simples onde:

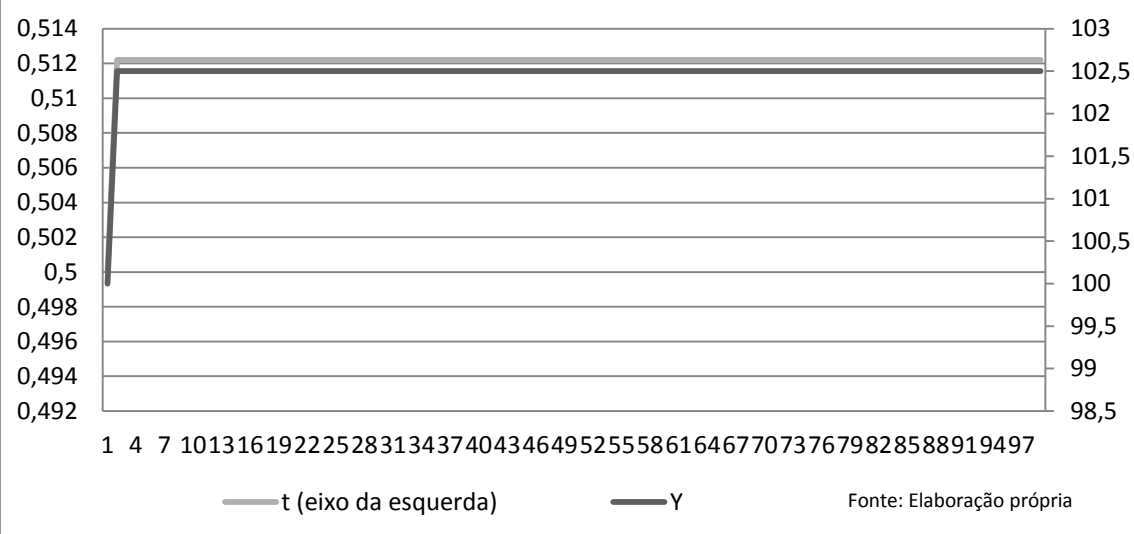
$$t = 0,5$$

$$\Delta t = 0,0122$$

Por consequência:

$$g = 2,5\%$$

## Gráfico 1- Gasto público induzido por impostos



Note que a taxa de crescimento ( $g$ ) é independente da propensão a consumir. Seguindo esta linha de raciocínio e substituindo (6) em (4) para dados os níveis de  $Z$  e  $I$  e  $0 < c < 1$ , tanto maior é a carga tributária  $t$ , desde que  $0 < t < 1$ , tanto maior é o nível de produto  $Y$ :

$$Y = \frac{Y_D}{1 - t} = \frac{\left[ \frac{Z + I}{1 - c} \right]}{[1 - t]} \quad (10)$$

Pela expressão (10) acima, onde se supõe que toda a arrecadação tributária seja igual ao total de gasto público na aquisição de bens e serviços num mesmo período, o produto de pleno emprego ( $Y^*$ ) poderia ser alcançado, elevando-se a carga tributária até o ponto em que  $Y = Y^*$ .

No processo de crescimento da carga tributária, a distribuição dos impostos pode afetar a distribuição de renda, tendo impacto sobre a propensão a consumir. Se  $c$  é alterada entre  $Y$  e  $Y'$  são provocadas alterações no resultado apresentado.<sup>46</sup>

<sup>46</sup> Nosso interesse, neste texto, consiste nos resultados dos Teoremas I e III de Haavelmo (1945). O Teorema II lida com a forma da função consumo e não nos é relevante neste trabalho porque estamos pressupondo uma função consumo linear, função da renda disponível. O Teorema III, embora não apresentado ao longo deste trabalho, estabelece as condições analíticas que teriam de ser satisfeitas para que as variações da carga tributária não alterem a distribuição de renda a ponto de mudar a propensão a consumir.

Assim, como lembra o próprio autor, o objetivo do artigo era demonstrar que um orçamento equilibrado tem um efeito multiplicador igual a unidade, *além* de quaisquer efeitos, positivos ou negativos, que surjam da redistribuição de renda provocada pela tributação.

Supondo que as variações da carga tributária não alteram a distribuição de renda a ponto de mudar a propensão a consumir, o impacto expansionista do gasto do governo sempre acontece pois a propensão a gastar do governo é suposta igual à unidade, enquanto se supõe que  $0 < c < 1$ . A expressão abaixo, obtida substituindo (6) em (4), talvez deixe isso mais claro<sup>47</sup>:

$$Y = \frac{Z + I}{1 - c - t(1 - c)} \quad (11)$$

Generalizando o resultado de Haavelmo, a partir do resultado encontrado em (11), no caso em que gastos públicos são financiados por impostos previamente arrecadados, o impacto dos gastos do governo na renda agregada é positivo sempre que a propensão a gastar do governo seja maior que a propensão a gastar das pessoas taxadas, como pontuado por Serrano (2012) e (2017). Desse modo, no caso aqui discutido no qual a propensão a gastar do governo é igual à unidade, para que a contribuição do governo seja positiva na renda agregada, é necessário que:

$$-t(1 - c) < 0 \quad (12)$$

Isso acontece sempre que  $0 < c < 1$ .

Com estes resultados, Haavelmo também contraria a ideia comum de que o efeito expansionista da política fiscal depende de um déficit do governo ou mesmo que o aumento dos gastos teria de ser financiado pela emissão de moeda ou títulos para ser expansionista. Como visto acima, estes não são atributos necessários para uma política fiscal expansionista. O pleno emprego poderia ser alcançado com orçamento equilibrado e financiado apenas por impostos previamente arrecadados.

Entretanto, relembando fatores mencionados na introdução, por razões políticas e institucionais, nem sempre um imposto pode gerar um gasto do mesmo valor. Metas de

---

<sup>47</sup> Esta expressão é uma modificação na forma de apresentação do Teorema I de Haavelmo feita em Serrano (2012). Haavelmo (1945, p. 316) ao realizar a substituição de (6) em (4) utiliza a expressão:  $Y = \frac{Z+I}{(1-c)(1-t)}$ .

superávit primário e transferências de renda são dois elementos que condicionam o impacto do setor público na renda agregada.

Vejamos como o primeiro dos elementos citados impacta os resultados obtidos até agora. Metas de superávit primário afetam a propensão a gastar do governo. Chama-se  $a$  a meta de superávit primário em porcentagem do PIB. Essa meta de resultado reduz a propensão a gastar do governo, pois agora nem tudo que o governo arrecada está sendo gasto. Continuando com a suposição que os gastos são induzidos pelos impostos, temos agora que:

$$G = (t - a)Y \quad (13)$$

A equação do nível de produto torna-se:

$$Y = \frac{Z + I}{1 - c - t(1 - c) + a} \quad (14)$$

A equação acima mostra que na economia fechada qualquer aumento da carga tributária aumenta o multiplicador e o produto e que qualquer aumento da meta do superávit primário tem um efeito contracionista e reduz o multiplicador e o produto.

O termo no denominador que pondera a contribuição do governo à propensão marginal a gastar da economia é:

$$t(1 - c) - a \quad (15)$$

Para que a contribuição do governo à propensão a gastar da economia seja positiva é necessário que:

$$-t(1 - c) + a < 0 \quad (16)$$

Assim, o tamanho máximo do superávit primário  $a$  como proporção da carga tributária para que o impacto líquido do governo seja positivo é:

$$\frac{a}{t} < 1 - c \quad (17)$$

Lembrando que  $1 - c = s$ :

Temos que:

$$\frac{a}{t} < s \quad (18)$$

Ou seja, conforme Serrano (2012) e (2017), para que a contribuição do governo seja positiva para o nível de produto, a propensão a poupar do governo tem de ser menor que a propensão a poupar do setor privado. De maneira análoga podemos também afirmar que para que a contribuição do governo seja positiva para o nível agregado de gastos, conforme já mencionado, a propensão a gastar do governo tem de ser maior que a propensão a gastar do setor privado.

Assim, é possível que o impacto do setor público seja positivo mesmo com meta de superávit primário. Satisfeita a condição que o setor público tenha a propensão a gastar maior que a do setor privado mesmo com a meta de superávit primário, o impacto líquido do governo aumentará toda vez que a meta de superávit seja reduzida ou toda vez que a carga tributária seja elevada. Em ambos os casos, aumenta a propensão a gastar da economia.

### **3. Política fiscal com resultado primário que tende ao equilíbrio**

Como é conhecido, o multiplicador do gasto público no caso em que o gasto do governo é autônomo e a tributação é induzida pelo nível de renda, é maior que o caso da subseção passada onde o gasto público era financiado previamente por impostos.

No caso desta seção, a elevação do gasto público pode ser feita com dinheiro obtido com a venda de títulos públicos e/ou injetando moeda nova economia<sup>48</sup> (e não tributando), o que aumenta a renda disponível do setor privado e tem efeito sobre o consumo privado.

Nesse caso, o efeito multiplicador  $\gamma$  é igual a:

$$\gamma = \frac{1}{1 - c(1 - t)} \quad (19)$$

O impacto da variação dos gastos do governo na renda agregada passa a ser:

---

<sup>48</sup> Quando o governo (Tesouro) financia um gasto por meio da redução do saldo de sua conta no Banco Central, o efeito é o mesmo que a emissão de papel moeda, na medida em que, em ambos os casos mencionados, se injeta moeda nova na economia pois há elevação da base monetária.

$$\Delta Y = \frac{\Delta G}{1 - c(1 - t)} \quad (20)$$

Se reorganizarmos o denominador da expressão apenas acima fica mais clara a mudança no impacto do governo na economia quando os gastos são autônomos e a tributação é induzida.

$$\Delta Y = \frac{\Delta G}{1 - c + ct} \quad (21)$$

Fica claro na expressão acima que o governo tem o seu nível de gasto como instrumento de elevação da renda e, dado o nível de gasto público, o aumento da tributação reduz a renda agregada, uma vez que  $0 < c < 1$  e  $0 < t < 1$ .

Quando o gasto do governo é considerado autônomo, a equação do produto, obtida substituindo (6) em (1) torna-se:

$$Y = \frac{Z + I + G}{1 - c(1 - t)} \quad (22)$$

O impacto da elevação dos gastos do governo no resultado fiscal seria contrabalançado pelo crescimento da arrecadação tributária induzida pelo crescimento da renda agregada. Supondo tudo o mais constante, temos:

$$\Delta T = t\Delta Y = t \left[ \frac{\Delta G}{1 - c(1 - t)} \right] \quad (23)$$

Partindo-se de uma situação de resultado fiscal equilibrado, para quaisquer  $0 < c < 1$  e  $0 < t < 1$  a elevação dos gastos do governo, tudo o mais constante, induz um crescimento da arrecadação tributária menor que o crescimento dos gastos, gerando um déficit no resultado fiscal. Essa conclusão tem como base analítica a resolução da seguinte inequação:

$$\Delta G - t \left[ \frac{\Delta G}{1 - c(1 - t)} \right] > 0 \quad (24)$$

A partir de (20) e (23), o resultado fiscal do governo é dado por:

$$G - t \cdot \left[ \frac{Z + I + G}{1 - c(1 - t)} \right] < 0 \quad (25)$$



Assim, tudo o mais constante, se quiser elevar o nível de atividade por meio do crescimento dos gastos públicos e, ao mesmo tempo, manter o resultado primário equilibrado, o governo precisa elevar a carga tributária. Para equilibrar o resultado primário, o governo poderia aumentar a carga tributária até zerar o déficit primário:

$$t_{t+1} = t_t + \Delta t = t_t + x \left( \frac{G_t - T_t}{Y_t} \right) \quad (26)$$

Aqui, o ajuste da carga tributária se dá de maneira gradual, onde  $x$  é um parâmetro de reação que dá a velocidade de ajuste em função do déficit primário em porcentagem do PIB  $\left( \frac{G_t - T_t}{Y_t} \right)$ . Este é um caso no qual o ajuste da carga tributária se dá de maneira defasada em relação ao caso sugerido por Haavelmo (onde se tributa antes de gastar), mas se supõe que a taxa de crescimento também dependerá da taxa de crescimento dos gastos públicos.

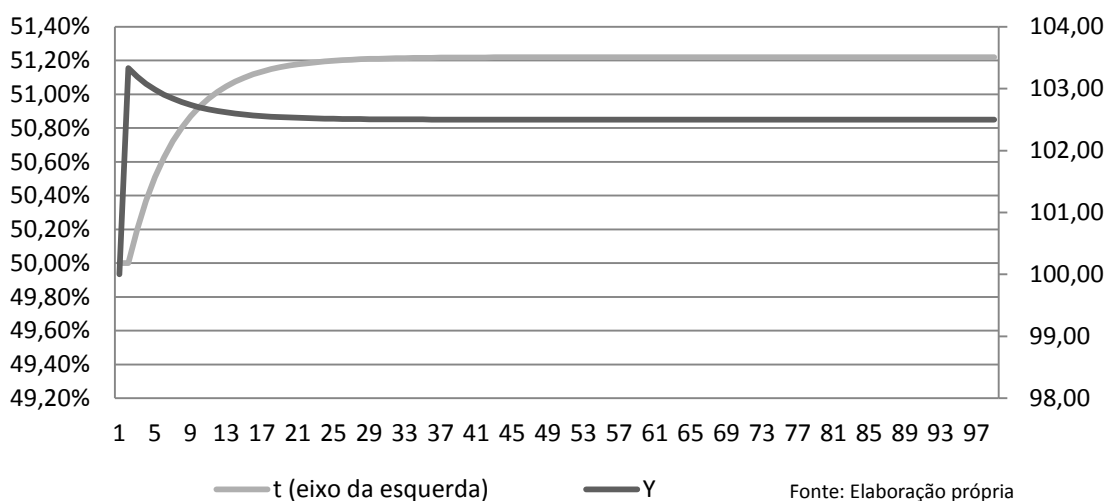
Desse modo, como estamos supondo, dadas  $0 < c < 1$ ,  $0 < t < 1$ , para um dado nível do gasto privado considerado autônomo aqui  $(Z + I)^{49}$ , se o governo perseguir o equilíbrio do resultado primário, a carga tributária só para de crescer quando o déficit primário é zero e, neste ponto, esta carga será a mesma carga tributária da seção anterior no caso de Haavelmo. No final do ajuste, isto é, quando a renda total ( $Y$ ) para de variar, a variação da renda também será igual à variação inicial dos gastos públicos  $\Delta Y = \Delta G$ .

Abaixo simulamos esse caso. O impacto inicial na renda total é maior por causa do efeito induzido sobre o consumo, uma vez que a elevação do gasto financiada de maneira deficitária eleva a renda disponível. Entretanto, se não houver crescimento dos outros gastos privados, o ajuste da carga tributária vai aos poucos diminuindo a renda disponível e afetando negativamente a renda total. No fim do ajuste, quando o déficit primário é zero, o efeito líquido sobre o crescimento é o mesmo:  $g = 2,5\%$ . Já a carga tributária parte de  $t = 0,5$  e encerra o ajuste nos mesmos  $t = 0,5122$ .

---

<sup>49</sup> Note que neste caso, por suposição, o único gasto privado que cresce é o gasto em consumo que é função da renda disponível ( $Y_D = Y - T$ ) e não da renda total ( $Y$ ).

**Gráfico 2 - Gasto público autônomo e ajuste da carga tributária**



O caso representado nas seções 2 e 3 até agora só nos parece útil para refletir sobre o curto prazo. Se tentássemos levar as mesmas suposições para o longo prazo, como está sendo suposto que o gasto do governo é o único que de fato vai crescer no longo prazo, uma vez que os efeitos induzidos sobre o consumo vão desaparecendo à medida que a tributação vai aumentando, a carga tributária líquida tenderia à unidade.

A situação pode ser analiticamente colocada dessa maneira. Se os gastos do governo e o consumo induzido são os únicos gastos que crescem, teríamos no longo prazo:

$$Y = \frac{G + I + Z}{1 - c(1 - t)} = \frac{G}{t} \quad (27)$$

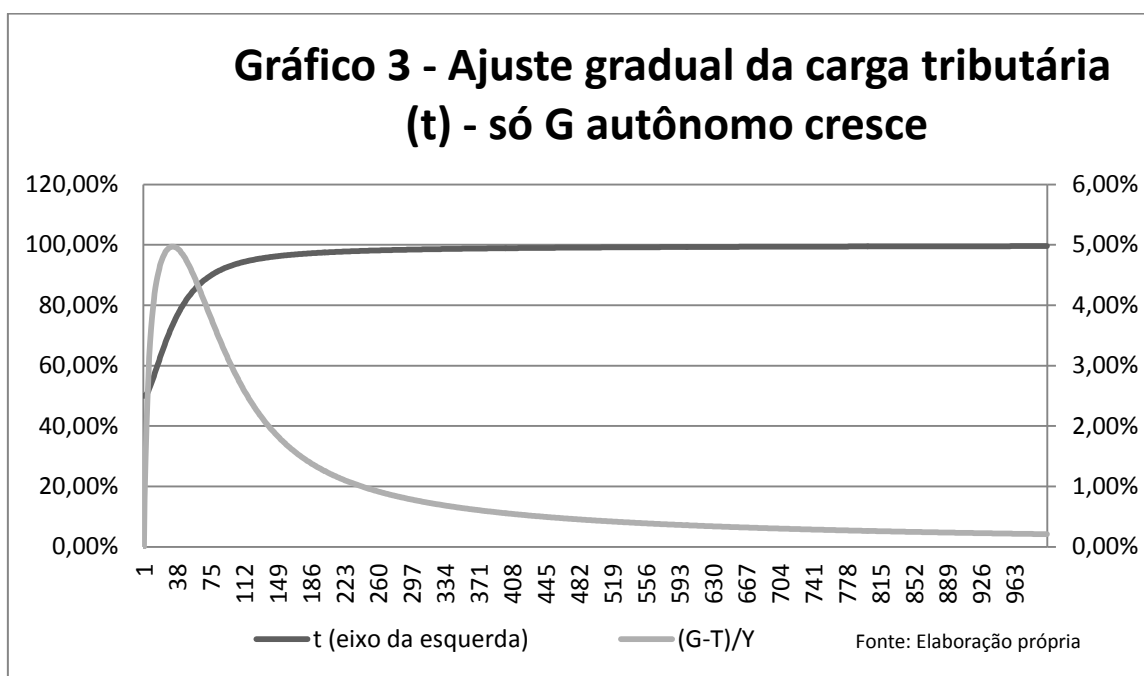
Desse modo, a carga tributária que equilibra o orçamento tenderia à:

$$t = \frac{G(1 - c)}{G(1 - c) + I + Z} \quad (28)$$

$G(1 - c)$  é o gasto autônomo líquido gerado pelo governo com orçamento equilibrado. O governo tem déficit (superávit) quando a participação do governo nos gastos autônomos totais for maior (menor) que a participação dos impostos nos vazamentos totais. Para dados os níveis de  $Z$  e  $I$ , no longo prazo e com orçamento tendendo ao

equilíbrio, o governo passa a ser responsável por uma proporção cada vez maior dos gastos autônomos e terá que ser responsável por uma proporção igual e cada vez maior dos vazamentos do fluxo circular da renda. Desse modo, a fração acima (28) tenderia à unidade, pois se a renda total está crescendo pois apenas  $G$  está crescendo,  $\frac{I}{Y}$  e  $Z/Y$  tenderia a zero, enquanto  $\frac{G}{Y}$  e  $\frac{T}{Y}$  tenderia à unidade.

Apenas para ilustrar, no gráfico abaixo, simulamos um caso onde o gasto do governo cresce a 5% por período e o ajuste gradual da carga tributária se dá em função do déficit público em porcentagem do PIB ( $d$ ). Neste caso, a carga tributária líquida tenderia à unidade.



Este resultado é restritivo e depende da hipótese que os gastos privados  $Z$  e  $I$  estejam constantes. Nas próximas seções, são analisados os determinantes centrais da trajetória da carga tributária quando estas suposições são relaxadas, o crescimento é liderado pela demanda e o investimento privado agregado passa a ser considerado como induzido pelo crescimento do nível de produto.

#### **4. Determinantes das trajetórias de longo prazo da carga tributária com orçamento tendendo ao equilíbrio sob diferentes hipóteses.**

Passemos então a discutir o longo prazo introduzindo um elemento de cada vez, começando por supor que o investimento privado agregado é induzido pela elevação do

nível de produto ( $Y$ )<sup>50</sup>. Desse modo existe inicialmente uma taxa de investimento (ou propensão marginal a investir) que chamaremos de  $h$ . Nos casos apresentados nas seções 4 e 5, vamos supor que a tributação é induzida pelo nível de produto e  $c$  está dada. Vejamos como isso altera os resultados obtidos até então.

#### 4.1 $G$ autônomo $h$ dado

Neste primeiro caso, temos apenas os gastos do governo  $G$  como gasto autônomo/improdutivo que cresce a uma taxa  $g_{gov}$ . (estamos tirando a parcela autônoma do consumo ( $Z$ )). Dentre os gastos privados, além do consumo, que permanece função da renda disponível ( $Y_D$ ), o investimento privado passa a ser induzido pelo nível do produto ( $Y$ ). Primeiro, vamos supor que a taxa de investimento  $h = \frac{I}{Y}$  será um parâmetro dado:

$$I = hY. \quad (29)$$

Temos que o nível de produto passa a ser determinado por:

$$Y = \frac{G}{1 - c(1 - t) - h} \quad (30)$$

Para descobrir a carga tributária que equilibra o resultado fiscal, basta resolver para  $t$  a igualdade abaixo:

---

<sup>50</sup> Kalecki (1944) supunha que a taxa de lucro realizada era um determinante central para o investimento e, por isso, defendeu que alterações na carga tributária viessem acompanhadas de mudanças na estrutura tributária de modo a não diminuir a taxa de lucro para os novos investimentos. Tais alterações consistiam em se tributar crescentemente riqueza acumulada e/ou se tirar o investimento líquido e bruto para o cálculo do imposto de renda. Não compartilhamos da suposição inicial de Kalecki sobre a relevância da taxa de lucro realizada ou mesmo, como em outras versões neo-kaleckianas, da taxa de lucro normal para a dinâmica do investimento agregado. Em economias capitalistas, a capacidade produtiva visa atender a demanda efetiva, demanda que paga a rentabilidade mínima aceita pelos capitalistas. Se a taxa de lucro normal está acima da taxa de juros, a concorrência faz com que as empresas busquem atender a demanda efetiva sob pena de perderem participação de mercado. Assim, a taxa de lucro deve ser vista como uma restrição (no caso desta estar abaixo da taxa de juros não há motivo para capitalistas investirem) e não como um determinante central, pois o que determina a ampliação da capacidade produtiva, é o crescimento da demanda efetiva. Para mais sobre esta visão do crescimento liderado pela demanda, ver Serrano (1995), Serrano e Freitas (2017) e Freitas e Serrano (2015).

$$Y = \frac{G}{1 - c(1 - t) - h} = \frac{G}{t} \quad (31)$$

$$\text{Note que } Y = \frac{G}{t} = \frac{G}{\frac{T}{\bar{Y}}} = \frac{G \bar{Y}}{T} \text{ se } G = T, \text{ temos } \frac{G \bar{Y}}{G} = Y$$

Depois se algumas manipulações algébricas, temos a carga tributária líquida que equilibra o orçamento<sup>51</sup>  $t^*$ :

$$t^* = \frac{1 - c - h}{1 - c} \quad (32)$$

Ou:

$$t^* = 1 - \frac{h}{1 - c} \quad (33)$$

Note que a carga tributária que equilibra o resultado primário neste caso é uma função negativa da propensão a investir e da propensão a consumir. Tanto mais alta é a taxa de investimento da economia e/ou tanto maior a propensão a consumir, tanto menor é a carga tributária que equilibra o resultado primário.

A mera existência de uma propensão marginal a investir positiva  $h > 0$  implica que a carga tributária líquida não mais tenda a unidade, como nos casos delineados nas seções 2 e 3. A existência de  $h$  também implica que  $t^*$  seja uma função negativa também da propensão a consumir.

Isso se dá pois o gasto público ao afetar a renda, afeta o investimento induzido que vai gerar um consumo induzido tanto maior quanto maior for a propensão a consumir. Em Haavelmo (1945), como se supunha uma situação de curto prazo, na qual o investimento privado era autônomo em relação ao produto, isso não acontecia.

---

<sup>51</sup> A investigação conhecida mais parecida em se chegar nesta expressão para carga tributária que equilibra o orçamento, embora inconclusa, está em Ackley (1961, p. 344)

Note que no caso com investimento induzido, portanto, o orçamento equilibrado tem um multiplicador maior que a unidade. Assim, o resultado é mais forte que o encontrado por Haavelmo. A renda aumenta mais do que o aumento dos gastos públicos pois o agora o gasto privado em investimento é função da produto ( $Y$ ).

Lembremos que na equação (4) que apresenta a contribuição de Haavelmo, o valor da propensão marginal a consumir era irrelevante para o teorema do orçamento equilibrado, desde que fosse considerada dada, isto é, fosse a mesma nos períodos antes e depois da tributação<sup>52</sup>.

Com investimento induzido temos que a equação que passa a determinar o nível de produto é:

$$Y = \frac{Z}{1 - c - h} + \frac{T(1 - c)}{1 - c - h} \quad (34)$$

Nesse novo caso, o multiplicador do orçamento equilibrado não é mais unitário, mas igual a:

$$\frac{1 - c}{1 - c - h} \quad (35)$$

Este multiplicador é maior que um desde que sejam respeitadas as seguintes condições:  $0 < c + h < 1$ ;  $0 < c < 1$  e  $0 < h < 1$ . Este novo multiplicador do orçamento equilibrado é tanto maior quanto maior for a propensão marginal a investir e a consumir. Assim, a propensão a consumir deixa de ser irrelevante. E note que, quanto maior o multiplicador, menor o inverso do multiplicador que corresponde a  $t^*$ , a carga tributária que equilibra o resultado primário.

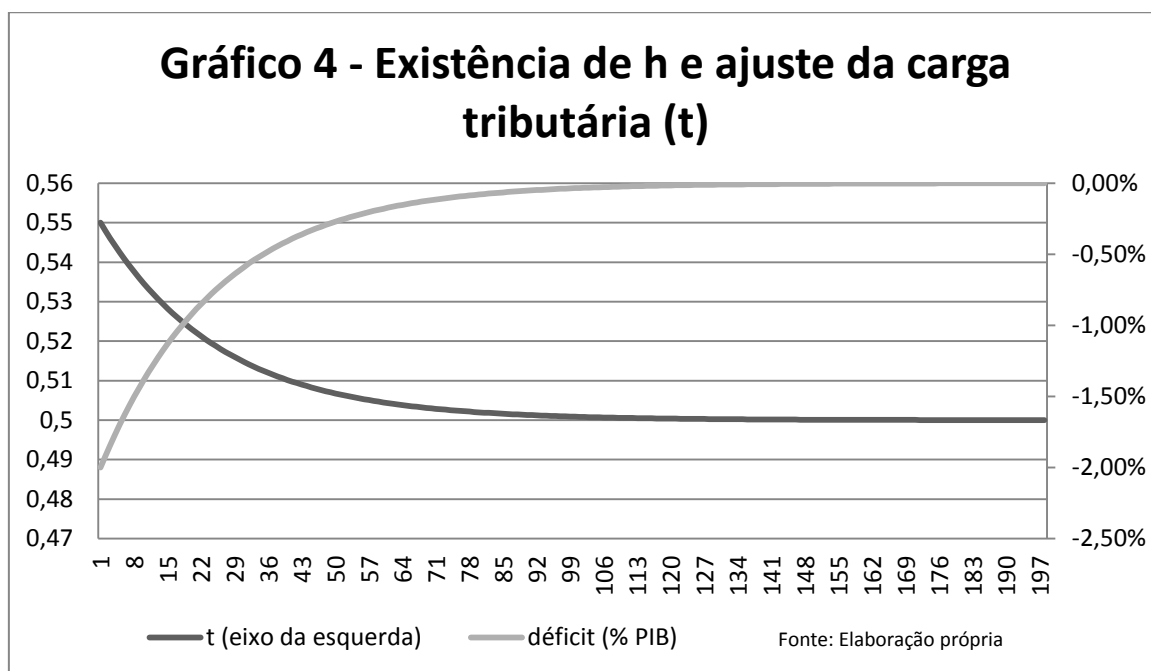
A taxa de crescimento do produto  $g$  será determinada no longo prazo pela taxa de crescimento dos gastos públicos  $g_{gov}$ . Como a taxa de investimento ( $h$ ), nesse caso, é

---

<sup>52</sup>A equação (4) era:  $Y = \frac{Z+I}{1-c} + \frac{T(1-c)}{1-c} = \frac{Z+I}{1-c} + T$ . O multiplicador do orçamento equilibrado era unitário pois:  $\frac{1-c}{1-c} = 1$ .

uma função fixa da renda, o investimento cresce à mesma taxa  $g$ . Abaixo, para ilustrar, apresentamos o Gráfico 4, onde simulamos o caso no qual o gasto do governo cresce a 5% mas agora o investimento é induzido pelo nível de produto:

Parâmetros:  $h = 0,2$   $c = 0,6$   $g_{gov} = 5\%$



Como visto no Gráfico 4, a carga tributária não mais tende à unidade.

#### 4.2 $G$ e $Z$ autônomos e $h$ dado

Agora vejamos como os resultados encontrados são alterados quando reintroduzimos a parcela autônoma do consumo privado ( $Z$ ) e supomos que este gasto cresce a uma taxa  $g_z$ . Exemplos de gastos destes gastos podem ser o consumo financiado por crédito, o investimento residencial ou o consumo capitalista.

Estamos seguindo o conceito de gastos autônomos/improdutivos de Serrano (1995)<sup>53</sup>. Estes são os gastos que não geram diretamente capacidade produtiva para o setor

<sup>53</sup> Sobre os diversos tipos de gastos que compõem o gasto autônomo, ver Serrano (1995, p.15-16): “The types of expenditure that should be considered autonomous according to our criterion include: the consumption of capitalists; the discretionary consumption of richer workers that have some accumulated wealth and access to credit; residential ‘investment’ by households; firms discretionary expenditures (that are sometimes classified as ‘investment’ and sometimes as ‘intermediate consumption’ in official statistics) that do not include the purchase of produced means of production such as consultancy services, research & development, publicity, executive jets, etc (...); government expenditure (both consumption and investment); and total exports (both of consumption and of capital goods since the latter do not create capacity within the domestic economy).”

privado e não são financiados pela folha de salários (pós tributação) da economia. Entretanto note que, para os propósitos deste trabalho, é fundamental a diferença entre gastos autônomos públicos e privados.

Supondo  $G$  e  $Z$  autônomos, o nível de produto é dado por:

$$Y = \frac{G + Z}{1 - c(1 - t) - h} \quad (36)$$

Supondo  $G$  e  $Z$  autônomos, o nível de carga tributária que passa a equilibrar o resultado fiscal é:

$$t^* = \frac{1 - c - h}{1 - c + \frac{Z}{G}} \quad (37)$$

Neste caso, a carga tributária que equilibra o resultado fiscal será uma função negativa da taxa de investimento  $h$ , da propensão marginal a consumir  $c$ , e da evolução da razão entre gastos autônomos privados e gastos públicos  $\frac{Z}{G}$ .

Note que qualquer  $\frac{Z}{G} > 0$  já permite que tenhamos uma carga tributária mais baixa que o caso anterior onde, por hipótese, esse parâmetro não existia. Sendo  $g_{gov}$  a taxa de crescimento dos gastos públicos e  $g_z$  a taxa de crescimento dos gastos autônomos privados podemos reescrever a expressão acima:

$$t^* = \frac{1 - c - h}{1 - c + \frac{Z(1 + g_z)}{G(1 + g_{gov})}} \quad (38)$$

Qualquer diferença entre  $g_z$  e  $g_{gov}$  fará com que, no longo prazo, apenas uma delas explique o crescimento de *steady state*. Partindo de uma situação em que  $\frac{Z}{G} > 0$ , se  $g_z > g_{gov}$ , a carga tributária necessária para equilibrar o resultado primário tenderia a zero e se  $g_z < g_{gov}$  a carga tributária necessária para equilibrar o resultado primário se elevaria e tenderia à do caso da seção anterior onde  $\frac{Z}{G}$  não existia.

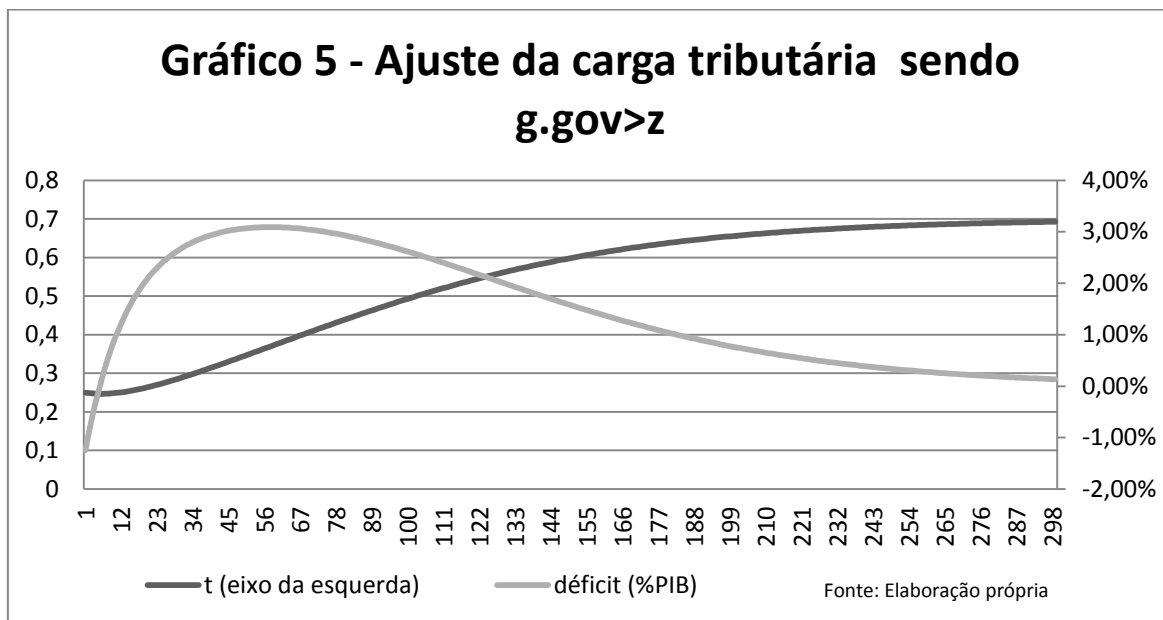


Partindo de uma situação em que  $\frac{z}{G} > 0$ , a elevação da carga tributária acontece na situação em que  $g_{gov} > g_z$ . Enquanto  $\frac{z}{G}$  tende a zero,  $g$  está abaixo de  $g_{gov}$  e os gastos públicos crescem relativamente mais que a soma dos gastos privados. Quando  $\frac{z}{G}$  torn-se negligenciável, gastos públicos e privados (investimento) crescem à mesma taxa e a carga tributária se estabiliza.

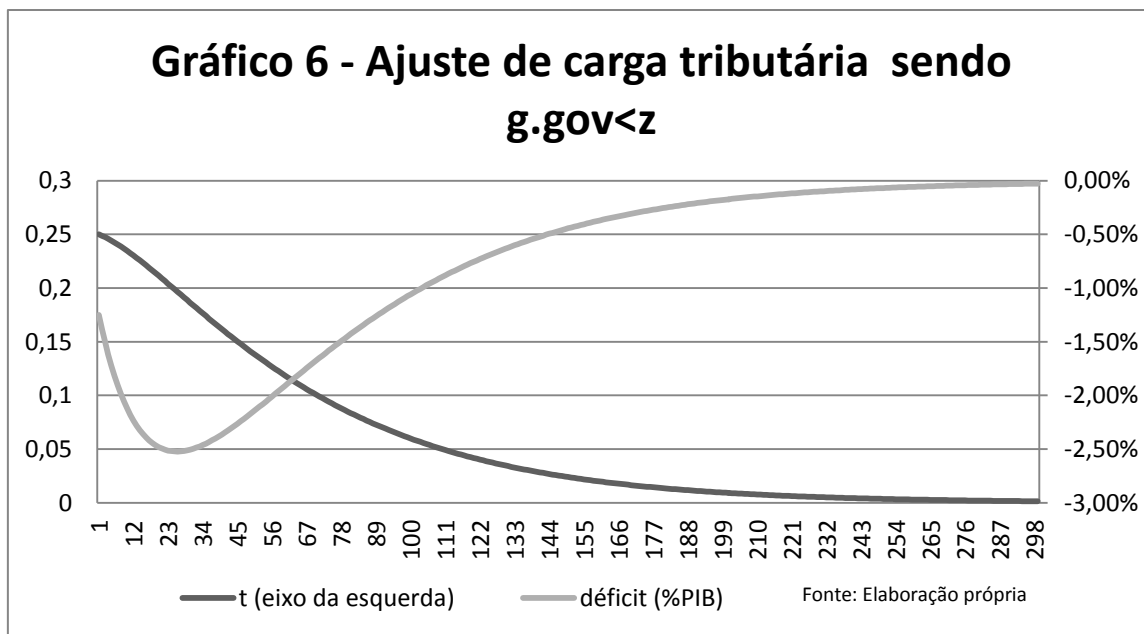
Ilustrando:

Parâmetros do Gráfico 5:

$$h = 0,2 \quad c = 0,6 \quad g_{gov} = 5\% \quad g_z = 3\%$$



Parâmetros Gráfico 6:  $h = 0,2 \quad c = 0,6 \quad g_{gov} = 3\% \quad g_z = 5\%$



Esses dois casos ilustrados pelos Gráficos 5 e 6 nos parecem extremos e seria interessante investigar empiricamente a relação de longo prazo existente entre  $g_{gov}$  e  $g_z$ . Entretanto, esses gráficos nos permitem pontuar que, para qualquer taxa de crescimento dos gastos públicos, a trajetória da carga tributária que equilibra o resultado primário depende da relação estabelecida entre  $g_{gov}$  e  $g_z$ .

Tanto mais os gastos privados cresçam em relação aos gastos públicos, tanto menor é a carga tributária necessária para equilibrar o resultado primário. De maneira análoga, tanto mais os gastos públicos cresçam em relação aos gastos privados, tanto maior é a carga tributária necessária para equilibrar o resultado primário.

## 5. Ajuste pleno entre capacidade produtiva e demanda

Seguindo com a noção de investimento induzido e utilizando as propriedades do modelo supermultiplicador sraffiano, cuja função investimento é capaz de promover um ajuste pleno entre capacidade produtiva e demanda efetiva, na presença de pelo menos um gasto autônomo/improdutivo que cresce a uma taxa positiva no longo prazo, podemos ampliar o escopo de análise.

Com o ajuste pleno, vamos analisar a situação em que  $h$  não está dada, mas varia de modo que o grau de utilização convirja ao grau planejado de utilização do estoque de capital.

Para as simulações foi utilizada a seguinte função investimento:

$$I = (v(g_e + \varphi))Y_{t-1}(1 + g_{t-1}) \quad (39)$$

Para Onde  $v = \frac{K}{Y}$  é a relação capital produto normal,  $g_e$  é a taxa de crescimento esperada,  $\varphi$  é a depreciação,  $Y_{t-1}$  é a renda agregada no período  $t - 1$  e  $g_{t-1}$  é a taxa de crescimento do período  $t - 1$ .

A taxa de crescimento esperada é dada por:

$$g_e = g_{e-1} + x(g_{t-1} - g_{e-1}) \quad (40)$$

Onde  $g_{e-1}$  é a taxa de crescimento esperada para o período anterior,  $x$  é um parâmetro que dá a velocidade de reação para os desvios entre a taxa de crescimento do período anterior  $g_{t-1}$  e a taxa de crescimento esperada para o período anterior  $g_{e-1}$ .

Note que agora a função investimento tem em seu elemento  $g_e$  um elemento prospectivo ( $g_{e-1}$ ) que tenta prever a taxa de crescimento futura e um elemento corretivo ( $g_{t-1} - g_{e-1}$ ), que corrige os erros de previsão.

Vejamos como isso altera os resultados obtidos:

### 5.1 *G* autônomo *h* variável

Neste primeiro caso, temos uma situação muito parecida com a já analisada na seção 4.1. Como em (29), estabelece-se que:

$$I = hY$$

O nível de produto é determinado da mesma maneira de (30) por:

$$Y = \frac{G}{1 - c(1 - t) - h}$$

E a carga tributária líquida que equilibra o orçamento  $t^*$  como em (32) é:

$$t^* = \frac{1 - c - h}{1 - c}$$

Ou como em (33):

$$t^* = 1 - \frac{h}{1 - c}$$

A carga tributária que equilibra o resultado fiscal neste caso também é uma função negativa da propensão a investir e da propensão a consumir. Como nesse caso  $h$  vai permitir um ajuste pleno entre capacidade e demanda fazendo o grau de utilização ( $u = Y/Y^*$ ) convergir para o grau planejado,  $h$  torna-se uma função positiva da taxa de crescimento dos gastos públicos. O resultado disso é que a carga tributária que equilibra o resultado primário ( $t^*$ ) torna-se menor quando a taxa de crescimento dos gastos públicos se eleva.

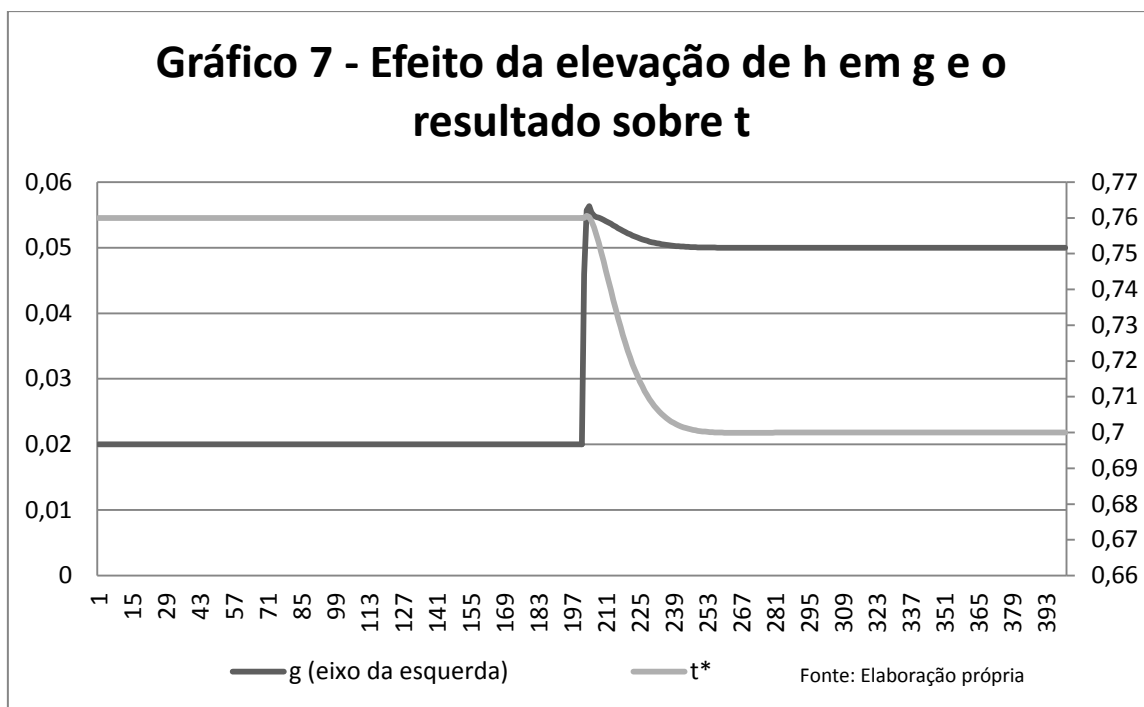
O fato de  $h$  variar seguindo a lógica exposta no parágrafo acima implica que o investimento cresça por um tempo a uma taxa superior à taxa que cresce o nível de produto. Isso significa que, ao longo período de ajustamento, os gastos privados estarão crescendo a uma taxa superior aos gastos públicos. Enquanto durar esse período, a carga tributária que equilibra o orçamento  $t = \frac{T}{Y}$  se reduz enquanto a taxa de investimento  $h = \frac{I}{Y}$  se eleva<sup>54</sup>.

Graficamente, podemos ilustrar apenas esse efeito mostrando uma economia em que o gasto público cresce a 2% por período e o investimento privado já cresce à taxa que

---

<sup>54</sup> Esse resultado está também implícito no modelo de crescimento liderado pela demanda de Allain (2014).

permite o ajuste pleno entre demanda efetiva e capacidade produtiva (os mesmos 2%). Então, os gastos públicos passam a crescer 5%.



No gráfico acima, a redução da carga tributária que equilibra o resultado primário ocorre enquanto a taxa de crescimento da economia está acima da taxa de crescimento dos gastos públicos por que o investimento está crescendo a uma taxa acima da taxa de crescimento do produto. A estabilização da carga tributária em um patamar mais baixo se deve ao investimento voltar a crescer à mesma taxa do produto com uma taxa de investimento  $h$  mais elevada.

A estabilização de  $h$  acontece em um nível mais elevado, pois com as propriedades da função investimento utilizada nesta seção a taxa de investimento torna-se uma função positiva da taxa de crescimento dos gastos públicos. A taxa de crescimento do produto  $g$  será explicada no longo prazo pela taxa de crescimento dos gastos públicos.

## 5.2 $G, Z$ autônomos $h$ variável

Apresenta-se agora o caso em que se volta a incluir  $Z$  e  $g_z$  para lidar com a variação da taxa de investimento seguindo a lógica do ajuste pleno entre capacidade e demanda, convergindo para um grau normal de utilização da capacidade, conforme o supermultiplicador sraffiano.

O caso apresenta resultados similares às apresentadas na seção 4.2. Os resultados tornam-se dependentes da relação estabelecida entre  $g_{gov}$  e  $g_z$ . Como em (36), temos:

$$Y = \frac{G + Z}{(1 - c(1 - t) - h)}$$

Para definir a carga tributária que equilibra o resultado primário, precisamos resolver para  $t$ :

$$\frac{G + Z}{(1 - c(1 - t) - h)} = \frac{G}{t}$$

Depois de algumas manipulações algébricas, temos, como em (37) que:

$$t^* = \frac{1 - c - h}{\left(1 - c + \frac{Z}{G}\right)}$$

O que este caso apresenta de novidade em relação ao exposto na seção 4.2 consiste no fato que gastos autônomos privados<sup>55</sup> também teriam os efeitos sobre a taxa de investimento, mencionados na subseção 5.1. Assim, cabe lembrar que, para além do modelo simples que estamos fazendo, dentro do que chamamos de gastos autônomos há diferentes gastos cuja taxa de crescimento pode ser diferente pois possuem determinantes distintos.

No caso dos gastos autônomos privados, o investimento residencial, o gasto em pesquisa e desenvolvimento das empresas, o consumo financiado por crédito e, numa economia aberta, as exportações são todos considerados gastos autônomos privados cujos determinantes são distintos.

Uma vez reconhecida as diferentes dinâmicas englobadas por  $g_z$ , no caso em que  $g_{gov} = g_z$ , dado o efeito de ambos sobre a taxa de investimento  $h$ , a estabilização de  $t^*$

---

<sup>55</sup> Neste trabalho, como estamos supondo que o investimento agregado privado é totalmente induzido, gasto autônomo privado e gasto autônomo/improdutivo privado são sinônimos.

pode se dar num patamar mais baixo do que o previsto em 4.2 quando  $h$  estava dado. No caso em que  $g_{gov} > g_z$ , e se parte de uma situação em que  $\frac{z}{G} > 0$ , a carga tributária  $t^*$  tende a se elevar, mas, como o novo teto é sensível ao que acontece com a taxa de investimento, a estabilização da carga tributária  $t^*$  continua função inversa de  $h$ . No caso em que  $g_{gov} < g_z$ , a carga tributária  $t^*$  tende a zero.

## 6. Gastos totalmente induzidos por impostos previamente arrecadados

Em relação aos casos anteriores vistos nas seções 4 e 5, a tributação deixa de ser induzida e passa a ser autônoma e os gastos passam a ser induzidos totalmente pela tributação, de modo que não há déficit primário em nenhum momento. Esses casos podem ilustrar a situação de governos que estão constrangidos institucionalmente de realizarem déficit e/ou se comprometem com uma meta de superávit primário.

### 6.1 Gastos totalmente induzidos por impostos previamente arrecadados no período anterior

Primeiro, vamos apresentar o caso onde os gastos públicos são pagos apenas com impostos já arrecadados no período anterior. Temos:

$$G = T_{t-1} \quad (41)$$

Conforme mencionado, a tributação é autônoma e o governo realiza uma política fiscal expansionista financiada por impostos, tendo como meta uma taxa de crescimento da arrecadação tributária ( $g_g$ ):

$$T_{t+1} = (1 + g_g) T_t \quad (42)$$

Esse caso torna compatível a possibilidade de se fazer uma política fiscal expansionista ao mesmo tempo em que se gera um superávit primário, uma vez que há uma taxa positiva de crescimento da despesa, mas a receita cresce antes da despesa, de modo que em cada período do tempo a receita é maior que o gasto do governo.

Lembremos que, para que o governo contribua positivamente para a propensão a gastar da economia, a propensão a poupar do governo tem de ser menor que a propensão a poupar do setor privado. Desse modo, para que o governo contribua positivamente para o produto agregado, a poupança do governo (o superávit primário) do governo tem como teto a propensão a poupar do setor privado.

No caso delineado nessa seção, o nível de produto numa economia fechada é dado por:

$$Y = \frac{Z}{1 - c - h} + \frac{T_{-1}(1 - c(1 + g_g))}{1 - c - h} \quad (43)$$

Supondo que ao longo de todo o ajustamento  $0 < c + h < 1$ ;  $0 < c < 1$ ;  $0 < h < 1$

O gasto público será expansionista se:

$$c(1 + g_g) < 1 \quad (44)$$

Desse modo, o tamanho máximo de  $g_g$  para que a contribuição do governo seja positiva para o nível de produto é:

$$g_g < \frac{1 - c}{c} \quad (45)$$

Nesse caso, a carga tributária que equilibra o orçamento ( $t^{*a}$ ) é um resultado *ex-post*, mas sua trajetória tenderá a:

$$t^{*a} = (1 + g_g)(t^* + a) \quad (46)$$

Onde  $t^*$  é a mesma da expressão (36):

$$t^* = \frac{1 - c - h}{1 - c + \frac{Z}{G}}$$

E  $a$  é o superávit primário em porcentagem do PIB. Este é determinado por:



$$a = g_g \left( \frac{G}{Y} \right) \quad (47)$$

Note que o superávit primário em proporção do PIB é sensível à participação dos gastos públicos na renda  $\left(\frac{G}{Y}\right)$ . Desse modo, qualquer diferença entre  $g_z$  e  $g_g$  implicará em mudanças em  $\frac{G}{Y}$ , o que altera o superávit primário realizado pelo governo. A taxa de crescimento da economia  $g$  tenderá à maior taxa entre  $g_g$  e  $g_z$ .

Simulamos um caso abaixo onde:

$g_g = 0,05$   $g_z = 0,03$  e a taxa de investimento  $h$  varia de modo a promover um ajuste pleno entre capacidade e demanda.

Partindo de uma situação na qual  $\frac{Z}{G} = 1$ , para os parâmetros utilizados, a razão  $\frac{Z}{G}$  vai tendendo a zero e a carga tributária se eleva. Para dada  $c$ , a elevação de  $h$  não é capaz de impedir a carga tributária de se elevar, quando  $g_g > g_z$ . Quando a razão  $\frac{Z}{G}$  está próxima a zero, a carga tributária se estabiliza no valor definido na equação (52):

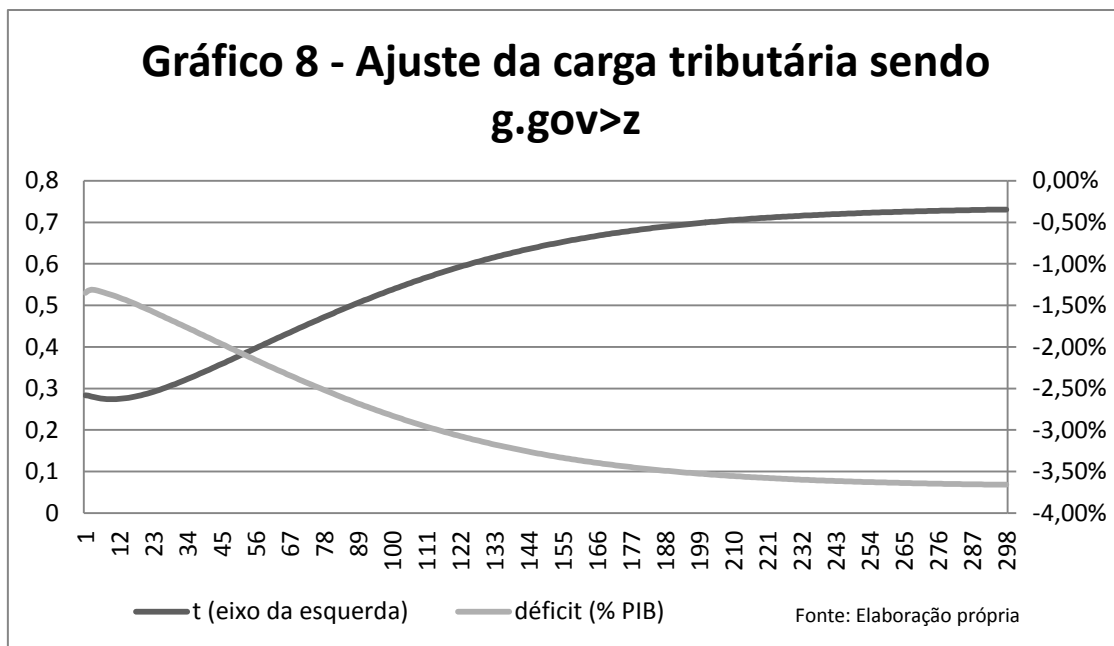
$$t^{*a} = (1 + g_g)(t^* + a) \quad (48)$$

Com  $\frac{Z}{G}$  tendendo a zero,  $t^*$  passa a ser dado por (32):

$$t^* = \frac{1 - c - h}{1 - c}$$

Neste momento,  $t^{*a}$  volta a ter uma relação inversa com  $g_g$  até o limite para  $g_g$  evidenciado acima em (45):

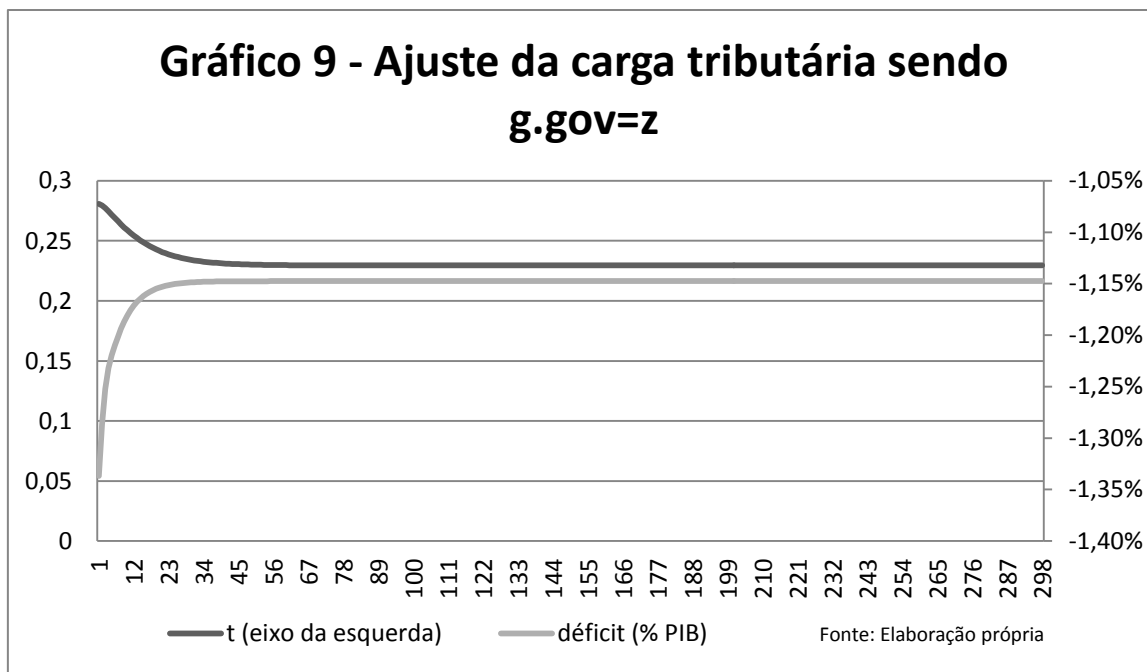
$$g_g < \frac{1 - c}{c}$$



Abaixo, simulamos um outro caso onde:

$$g_g = 0,05 \quad g_z = 0,05$$

Sendo  $g_g = g_z$ , as condições iniciais e finais são tais que a razão  $\frac{z}{G} = 1$ . Como não há variação na relação  $\frac{z}{G}$ , assim que  $h$  varia de modo a proporcionar o ajuste pleno entre capacidade produtiva e demanda efetiva, a participação dos gastos públicos na renda se estabiliza e, portanto, o superávit primário se estabiliza de maneira mais rápida que o caso anterior, conforme o gráfico abaixo deixa evidente:



## 6.2 Gastos totalmente induzidos por impostos previamente arrecadados no mesmo período

Para finalizar, podemos apresentar o caso onde o resultado primário está equilibrado o tempo todo, a tributação também é autônoma e a meta de resultado primário é igual a zero. O gasto público é função da arrecadação tributária. Trata-se, basicamente, de se colocar o caso de Haavelmo no longo prazo:

$$G_t = T_t \quad (49)$$

Nesse caso, o governo tem como meta fazer uma política fiscal expansionista financiada por impostos, tendo como meta uma taxa de crescimento da arrecadação tributária ( $g_g$ ):

$$T_t = (1 + g_g)T_{t-1} \quad (50)$$

Neste caso, o nível de produto numa economia fechada é dado, como em (34) por:

$$Y = \frac{Z}{1 - c - h} + \frac{T(1 - c)}{1 - c - h}$$

O multiplicador dos gastos públicos é maior que a unidade e tem uma relação inversa com as propensões a investir e a consumir é dado pela expressão (35) já apresentada:

$$\frac{1 - c}{1 - c - h}$$

Supondo  $0 < c + h < 1$ ;  $0 < c < 1$ ;  $0 < h < 1$  ao longo de todo o ajustamento.

E a carga tributária, que nesse caso também é um resultado *ex-post* ( $t^{**}$ ), tenderá a:

$$t^{**} = (1 + g_g)t^* \quad (51)$$

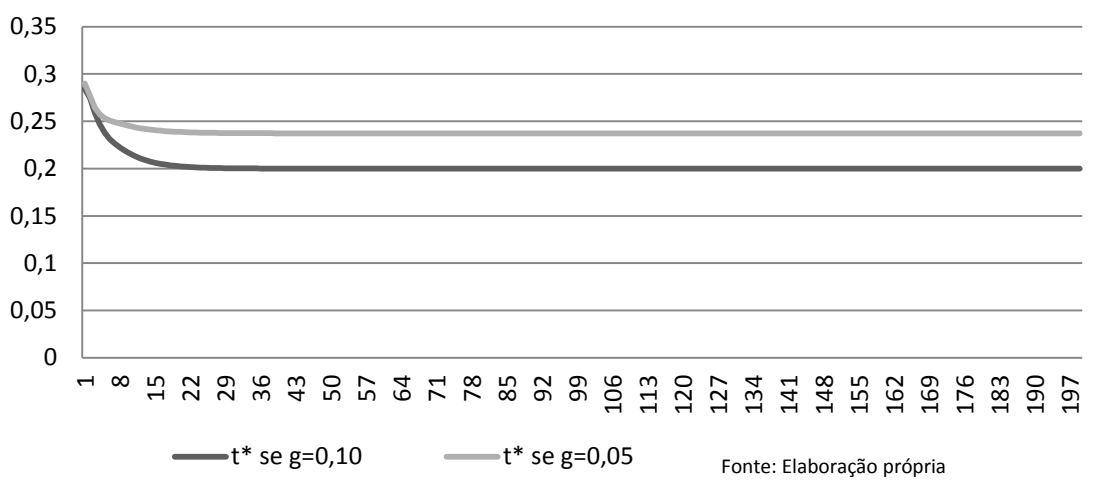
No qual  $t^*$  é novamente a expressão (37):

$$t^* = \frac{1 - c - h}{1 - c + \frac{Z}{G}}$$

Conforme já exposto, a trajetória da carga tributária depende da razão entre gastos públicos e privados e tende a crescer se os gastos públicos crescem em relação aos gastos privados. Abaixo simulamos alguns casos nos quais há efeito da taxa de crescimento dos gastos autônomos sobre a taxa de investimento, na linha do supermultiplicador sraffiano.

Como neste modelo a taxa de investimento é uma função positiva da taxa de crescimento, se  $g = g_z = g_{gov}$ , tanto maior é a taxa de crescimento, tanto menor é a carga tributária que equilibra o resultado primário.

**Gráfico 10 - Ajuste de  $t^*$  sob diferentes taxas de crescimento sendo  $g.g=g.z$**

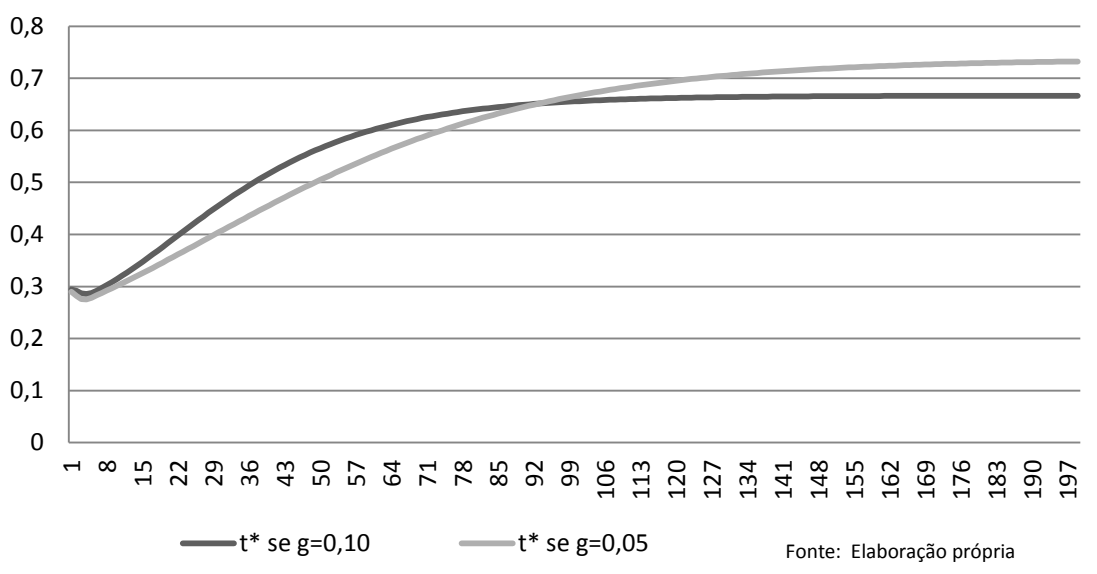


Se  $g_z > g_g$  a carga tributária que equilibra o resultado primário tenderia a zero. Por fim, se  $g_g > g_z$ , a fração  $\frac{z}{G}$  tende a zero de modo que  $t^*$  é dado como em (32):

$$t^* = \frac{1 - c - h}{1 - c}$$

Entretanto, note pelo Gráfico 11 que, mesmo  $\frac{z}{G}$  tendendo a zero porque  $g_g > g_z$ , o efeito sobre a taxa de investimento  $h$  faz com que  $t^*$  no longo prazo continue a ser função inversa da taxa de crescimento.

**Gráfico 11 - Ajuste de  $t^*$  sendo  $g.g=g > g.z$**



## 7. Breves considerações adicionais sobre o impacto do setor público

Este foi um primeiro esforço no sentido de compreender as propriedades de uma política fiscal expansionista com resultado primário equilibrado na macroeconomia da demanda efetiva, pontuando os determinantes centrais da trajetória da carga tributária. Vários elementos ainda podem ser incluídos no sentido de tornar este foi esforço mais próximo da realidade.

Como mencionado anteriormente, gastos do governo podem ter transferências de renda incluídas, as quais geram pouco valor adicionado pelo setor público e o efeito líquido passa a depender basicamente do impacto que tais transferências tenham sobre a distribuição de renda. Nesse caso, o impacto do gasto público na renda agregada passa a ser afetado pela propensão a consumir de quem é tributado e de quem recebe as transferências do governo.

Nesse caso, ganharia relevância um termo  $\beta$  que buscaria captar o quanto, de maneira ponderada em relação ao total do gasto público, das transferências de fato tornam-se demanda efetiva. Para ilustrar como esse termo afetaria o nível de produto podemos introduzir esse termo em (13) que se tornaria:

$$Y = \frac{Z + I}{1 - c - t(\beta - c) + a} \quad (52)$$

Tanto menor  $\beta$ , tanto menor  $(\beta - c)$ , o que diminui o impacto líquido do gasto público induzido pela tributação.

Diferentes tipos de alíquotas também podem ser estudados. Se a propensão marginal a consumir varia entre as classes sociais, a composição da carga tributária importa para os resultados líquidos do impacto do setor público. Diversos estudos recentes vêm mostrando a elevada regressividade da carga tributária brasileira, assim como a recente piora do perfil distributivo das transferências ao setor privado<sup>56</sup>.

Aumentar a progressividade da carga tributária brasileira melhoraria a distribuição de renda e teria impacto sobre a propensão marginal a consumir e, sendo o investimento

---

<sup>56</sup>Para uma análise recente sobre a regressividade da tributação do Brasil, ver Gobetti & Orair (2016). Sobre a piora do perfil distributivo das transferências ao setor privado, ver Gobetti & Orair (2017).

induzido, também implicaria em efeitos sobre a taxa de investimento. Como mostramos, tudo o mais constante, isso também causaria a redução da carga tributária que equilibra o resultado primário  $t^*$ .

Nesse sentido, a opção por uma política fiscal expansionista com orçamento equilibrado com base na tributação dos lucros e que melhora a distribuição de renda constitui uma alternativa política para governos que estão constrangidos institucionalmente. A não ser o fato de orçamento estar sempre equilibrado ou superavitário, a alternativa estudada aqui analiticamente não guarda qualquer outra relação com as chamadas políticas de “austeridade”, as quais têm resultado em elevada taxa de desemprego pois, em geral, implicam em corte de gastos públicos e têm falhado sistematicamente em resolver o “problema” das contas públicas.

## **Artigo 3 - Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana: aspectos teóricos e o caso do Brasil.**

### **1. Introdução**

Este trabalho discute como se financiam os gastos públicos e se determinam as taxas de juros sobre os títulos de dívida pública de curto e longo prazo em países de moeda soberana. A análise segue a abordagem da taxa de juros exógena, que sintetiza os resultados comuns da visão da moeda endógena, da *Modern Monetary Theory* e das finanças funcionais de Lerner.<sup>57</sup>

Nosso argumento central é que, em países de moeda soberana, mesmo naqueles onde o Banco Central é proibido por lei de financiar diretamente o Tesouro, o governo não quebra na dívida pública denominada em sua própria moeda pois sempre pode se financiar à taxa de juros nominal de curto prazo fixada pelo Banco Central (BC), que, ao fixar esta taxa, se compromete na prática a comprar qualquer quantidade destes títulos que o setor privado não deseje reter no mercado secundário.

Este papel de comprador de última instância de títulos públicos do Banco Central não configura uma monetização da dívida e, uma vez que a taxa de juros fixada pelo Banco Central pode ser bastante alta, não tem porque causar inflação de demanda ou desvalorizações cambiais.

O esclarecimento desta questão teórica que pode a primeira vista parecer um tanto abstrata é, a nosso ver, absolutamente central para a compreensão do debate brasileiro atual sobre o desenvolvimento. Recentemente, a partir de 2015, houve uma reversão de muitas das iniciativas de política econômica para estimular o desenvolvimento adotadas pelo Estado brasileiro. Seja pelo lado do estímulo ao crescimento do mercado interno (transferências sociais, valorização do salário, etc.), seja pelo lado da mudança estrutural (políticas industrial e tecnológica) ou sociais o motivo central apresentado pelos governos Dilma e Temer tem sido sempre o mesmo: “acabou o dinheiro”<sup>58</sup>.

---

<sup>57</sup> Ver Lavoie (2013), Lavoie (2014), Serrano & Summa (2015), Serrano & Summa (2013), Mosler (1995), Wray (2003) e Lerner (1947).

<sup>58</sup> Ver declaração do ministro da fazenda Joaquim Levy em Huffpostbrasil (2015) ou da própria ex-presidente Dilma Rouseff que declarou: “Obviamente, quando se tem um processo de crise, quando se está na fase descendente do ciclo, se perde instrumentos para fazer política anticíclica. Nós viemos fazendo uma política anticíclica em 2011, 2012, 2013 e 2014. Em 2014 nós esgotamos nossa capacidade fiscal de fazer essa política anticíclica.” (Rousseff, 2016)



Enquanto o país ficar prisioneiro dos interesses que querem nos convencer que “o dinheiro” realmente “acabou”, a retomada do desenvolvimento será impossível pois qualquer política ativa de desenvolvimento custa “dinheiro”.

Focando no caso brasileiro atual, o trabalho começa com a análise dos procedimentos operacionais do financiamento do gasto público e a relação entre o Tesouro e o Banco Central (seção 2), discute as implicações da proposição central mencionada acima para a relação taxas de juros de títulos públicos de curto e longo prazo (seção 3). Como um país (e não apenas o setor público) pode sim quebrar em moeda estrangeira, a seção seguinte (seção 4) analisa a questão do spread de “risco soberano” e sua relação com os passivos externos em moeda estrangeira do país (e não do setor público) e discute brevemente também a relação entre este spread e as notas concedidas pelas agências de *rating*. Fechamos o artigo (seção 5) discutindo de forma sucinta algumas implicações da análise anterior para a discussão recente no Brasil (a partir de 2015) sobre a necessidade e formas do “ajuste fiscal”.

## **2. Relação entre Tesouro, Banco Central e o setor privado no financiamento do governo**

### **2.1 O papel da Conta Única do Tesouro no Banco Central**

Como se financia na prática o gasto corrente do governo numa economia em que este, emite sua própria moeda, mas onde por lei o Tesouro não pode tomar empréstimos do Banco Central e, portanto, não pode se financiar “emitindo moeda”? A garantia de que os pagamentos feitos pelo governo realmente só ocorressem depois da arrecadação tributária ou da receita da venda de títulos públicos criaria enormes problemas práticos e/ou requereria uma fantástica e impossível capacidade de previsão sobre o comportamento da economia e de coordenação entre os diversos órgãos do governo. Felizmente, nada disso é necessário no mundo real porque neste existe a conta do Tesouro com o Banco Central que é mantida com um saldo inicial positivo. Assim, na prática os gastos públicos quando financiados por meio de uma variação do saldo da conta do Tesouro, mesmo onde o governo legalmente não pode se financiar “através da emissão de moeda” são sim no dia a dia financiados a partir da emissão primária de moeda, isto é, o gasto público de fato injeta moeda nova na economia. E isto não é

---

ilegal, pois o aumento da base monetária correspondente a estes gastos é contabilizado como redução do saldo positivo de ativos do governo com o Banco Central e não um empréstimo deste último ao primeiro. Esta característica operacional básica do setor público tem passado despercebida em muitas análises sobre como o governo financia seus gastos e como de fato são determinadas as taxas de juros de curto e longo prazo que incidem sobre os títulos públicos<sup>59</sup>.

Como os detalhes institucionais desta relação básica entre Banco Central e Tesouro variam significativamente para cada país, vamos examinar em mais detalhe o caso brasileiro.

No Brasil, a continuidade dos gastos e transferências do setor público no dia a dia é garantida por um amplo saldo positivo mantido na Conta Única do Tesouro Nacional no Banco Central. Esta envolve a consolidação de todos os saldos em caixa do governo em uma única conta remunerada pelo Banco Central<sup>60</sup>. O saldo da conta única do Tesouro estabelece o tamanho potencial da “folga” que o governo possui no Brasil para pagar suas obrigações sem ferir a legislação vigente<sup>61</sup>.

O Tesouro Nacional se refere à parte do saldo da conta única como um colchão de liquidez preparado para os possíveis resgates dos títulos públicos que estão vencendo por parte do setor privado. Entretanto, em geral, a dívida pública é refinanciada (e não paga ou liquidada) de modo que os recursos da conta única são utilizados para os pagamentos do governo federal em geral<sup>62</sup>. Como se pode ver no Gráfico 1 abaixo, em

---

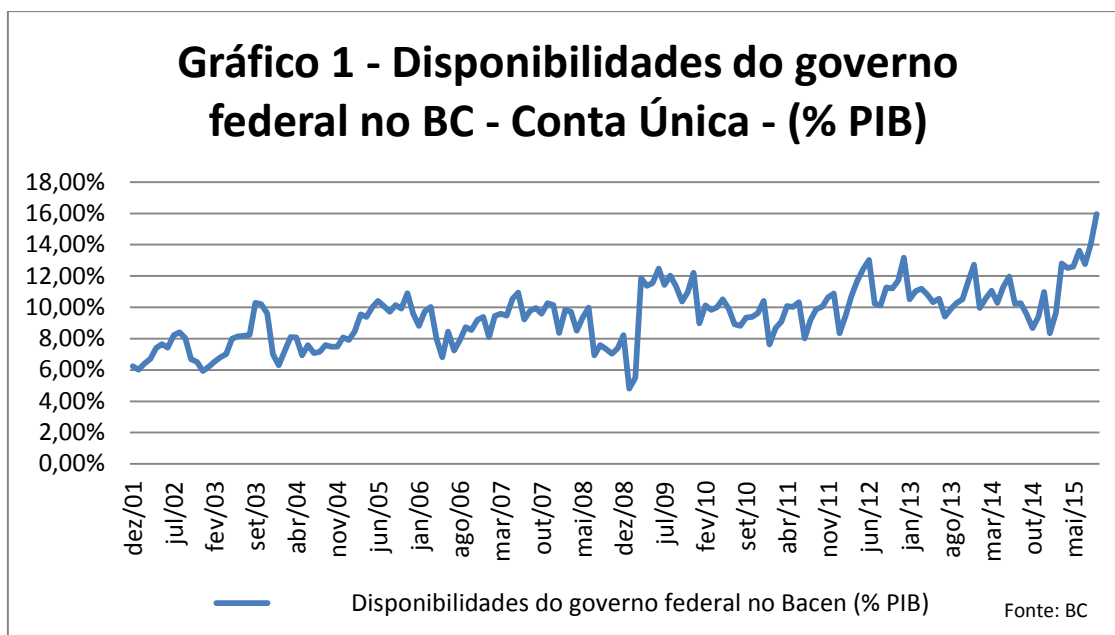
<sup>59</sup> Ao contrário dos modelos neoclássicos e pós-keynesianos com base monetária exógena onde há sempre “*market clearing*” (equilíbrio instantâneo) nos mercados de moeda e títulos.

<sup>60</sup> Todas as receitas do Tesouro Nacional, com o recebimento de impostos, venda de títulos públicos, receitas de empresas estatais, receitas não recorrentes (etc) são depositadas na conta única. A Medida Provisória nº 1.789, de 1998 define, em seu artigo 1º, 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*”.

<sup>61</sup> O Artigo 164 da Constituição de 1988 proíbe o financiamento direto do Tesouro pelo Banco Central, isto é, proíbe que o Banco Central compre títulos públicos no mercado primário de títulos. Entretanto, este mesmo artigo permite que o Banco Central compre e venda títulos públicos no mercado secundário com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros. Assim, nada impede que o Tesouro venda um título ao público (*dealers* primários) e que o Banco Central a pretexto de política monetária o compre.

<sup>62</sup> Ainda que existam diversos constrangimentos institucionais criados para vincular o dinheiro da Conta Única a determinados tipos de gastos, reduzindo a liberdade do Tesouro para realizar pagamentos. Não cabe neste trabalho discutir os pormenores destes aspectos institucionais. Note que as decisões sobre o volume total de gastos do governo são tomadas com base em projeções de arrecadação e estas podem ou não se tornarem realidade. Isso implica que as magnitudes das variações do saldo da conta única do Tesouro no Banco Central não são totalmente antecipáveis pela autoridade fiscal.

aproximadamente 15 anos, estas disponibilidades do governo federal no BC oscilaram entre 4% e 16% do PIB.

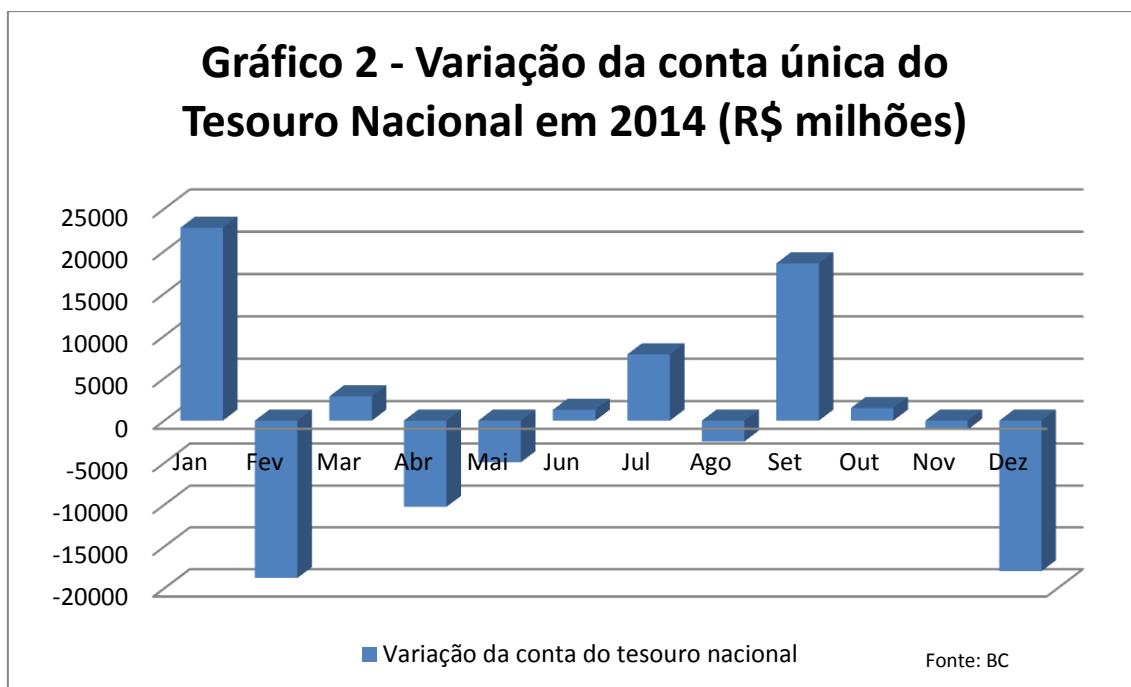


Para termos uma ideia de tamanho relativo, a despesa primária total do governo central em 2015 foi de aproximadamente R\$ 1,2 trilhões (TESOURO NACIONAL, 2016) enquanto as disponibilidades de governo federal no BC (Conta Única) encerraram o ano em R\$ 880 bilhões, ou seja, aproximadamente 73% das despesas primárias totais.

Assim, quando o governo gasta, há um débito no saldo da conta única do Tesouro no Banco Central e um crédito na conta corrente de quem recebeu este pagamento do governo. Na prática, como o BC se relaciona com os bancos comerciais, há um crédito na conta de reservas bancárias da instituição de quem recebeu o pagamento do governo. Quando o setor privado paga impostos ao governo, há o movimento contrário, um crédito no saldo da conta única do Tesouro e um débito na conta de reservas bancárias da instituição de quem está pagando impostos ao governo (De Rezende, 2009). Sempre que há diferenças entre gastos e receitas do governo, o saldo da conta única é afetado e isso impacta a base monetária.

Mesmo que, ao final de um ano, o governo gaste exatamente o que arrecada, é operacionalmente impossível coordenar perfeitamente, de modo diário, os gastos públicos e o recebimento dos impostos e receita da venda de títulos. Esta impossibilidade implica que os movimentos do saldo da conta única do Tesouro no

Banco Central impactam o mercado de reservas bancárias. O Gráfico 2 abaixo ilustra esta situação em 2014 no Brasil:



## 2.2 Taxa de juros, títulos públicos e reservas bancárias

É pelo mercado de reservas bancárias que o Banco Central se relaciona com os bancos comerciais. As contas de reservas bancárias são contas mantidas pelos bancos comerciais no Banco Central para realizar transações entre si, em nome próprio ou de terceiros, e com o Banco Central. Possuem recursos imediatamente disponíveis para a realização destas transações. Qualquer transação no sistema bancário passa necessariamente pela conta de reservas bancárias. (BC, 1999, p. 87)

A taxa básica de juros diretamente determinada pelo Banco Central – taxa Selic no Brasil - é a taxa de juros que vigora no mercado de reservas bancárias. Assim, em países que emitem sua própria moeda, em geral, o Banco Central determina diretamente uma taxa de juros de curto prazo, à qual se dispõe a comprar ou vender títulos públicos no curto prazo dos bancos privados em qualquer quantidade de modo a estabilizar o mercado de reservas.

Quando há alterações no mercado de reservas bancárias, o Banco Central é obrigado a agir para fazer com que a taxa de juros no mercado interbancário permaneça próxima à meta de taxa de juros estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom).

Se, em um dia, o governo gastou mais do que arrecadou, todo o mais constante, há um excesso de reservas no sistema bancário e o Banco Central atua vendendo títulos públicos, retirando o excesso de reservas.<sup>63</sup> Se em outro dia o governo gasta menos do que arrecada, todo o mais constante, há falta de reservas e o Banco Central atua comprando títulos públicos da carteira dos bancos, fornecendo reservas ao sistema bancário. Essas são as chamadas operações de mercado aberto (sejam operações compromissadas ou definitivas) e, no Brasil, são feitas exclusivamente pelo Banco Central com títulos públicos federais emitidos pelo Tesouro.

Esta atuação diária no mercado de reservas bancárias comprando e vendendo títulos públicos é o principal mecanismo pelo qual o Banco Central operacionaliza a taxa de juros decidida para fins de política monetária evitando oscilações fortes da taxa básica de juros. Segue-se a tendência internacional (Bindseil, 2004), (Carvalho et al, 2007).

No mercado interbancário, a demanda por reservas bancárias no Brasil é condicionada por dois fatores: i) uma fração dos depósitos à vista que os bancos são obrigados a manter no Banco Central e ii) recursos voluntários que os bancos precisam ter no Banco Central para realizar/liquidar as transações rotineiras. Do lado da oferta de reservas bancárias, o Banco Central tem capacidade ilimitada de ofertar reservas líquidas para o mercado de reservas bancárias como um todo e, portanto, é capaz de determinar a taxa básica de juros. Note que operações entre bancos superavitários e deficitários apenas representam troca de titularidade de reservas bancárias e não criação ou destruição das mesmas. (BC, 1999)

Os movimentos da conta única do Tesouro não são o único motivo que impactam o mercado de reservas bancárias exigindo ações do Banco Central. Aquisições de dólares para a composição das reservas internacionais, movimentos dos depósitos compulsórios e resgates líquidos de títulos da dívida pública federal promovidos pelo Tesouro Nacional também impactam o mercado de reservas bancárias. Para quaisquer desses fatores, o Banco Central não tem escolha. Todo o mais constante, se quiser manter a taxa de juros básica próxima à meta estabelecida, tem de atuar comprando ou vendendo títulos públicos de acordo com a necessidade diária do mercado de reservas bancárias.

---

<sup>63</sup> Abstraindo das (usualmente pequenas) variações da quantidade de notas e moedas metálicas em poder do público.

Note que a venda de títulos pelo Banco Central acontece porque os bancos em geral não querem ficar com reservas em excesso, pois parte das reservas não rende juros e, portanto, qualquer saldo na conta de reservas bancárias além do requerido pelo Banco Central (ou mantido voluntariamente por motivos precaucionais) implica em um custo de oportunidade para os bancos. A taxa de juros que os bancos cobram por essas reservas tenderia a cair a zero (no caso de excesso de reservas) ou a se elevar bruscamente (no caso de falta de reservas), não fosse a atuação do Banco Central (Mosler, 1995). No caso em que o Banco Central atua comprando títulos públicos da carteira dos bancos, isso acontece porque os bancos necessitam de reservas bancárias para alcançar o mínimo requerido pelo Banco Central e/ou para liquidar transações suas ou de seus clientes.

Atualmente, “o sistema bancário brasileiro convive, estruturalmente, com um excesso de liquidez; com mais recursos do que o necessário para o cumprimento de suas obrigações, inclusive de depósitos compulsórios e as de seus clientes (BC, 2013). Desse modo, para fazer com que a taxa Selic permaneça próximo à meta decidida pelo Copom, o Banco Central intervém diariamente no mercado de reservas bancárias, sobretudo por meio de operações compromissadas (*repurchase agreements*) de curta maturidade, vendendo títulos públicos aos bancos. Nestas operações, o vendedor se compromete a recomprar o título do comprador a um preço acordado e em data específica. O Banco Central remunera estes títulos à taxa básica permitindo aos bancos uma alternativa rentável no caso excesso de reservas, de modo que eles não exerçam uma pressão baixista sobre a taxa básica de juros. Atualmente, 95% do volume negociado das operações compromissadas tem duração de um dia (BC, 2015).

### **2.3 O financiamento do Tesouro via títulos**

O Tesouro não pode financiar indefinidamente seus déficits com o saldo finito da conta única, sendo esta apenas a maneira mais rápida e funcional de operacionalizar os pagamentos do governo no dia a dia. Quando o Tesouro espera que haja um déficit nas contas públicas, ele é então obrigado a se programar para financiar o déficit com a emissão de títulos no mercado primário onde são oferecidos por meio de leilões aos *dealers*<sup>64</sup> no mercado primário de títulos. Uma vez vendidos títulos públicos para os

---

<sup>64</sup> Digno de nota, atualmente, a Caixa Econômica Federal, um banco público, é um *dealer* no mercado primário brasileiro.

*dealers* nesse mercado, o dinheiro reabastece a conta única do Tesouro no Banco Central. No mercado primário brasileiro, o Banco Central é constitucionalmente proibido de comprar tais títulos.

Há diversos tipos de títulos públicos, que basicamente variam de acordo com o rendimento e prazo. O Tesouro faz a sua estratégia visando minimizar o rendimento pago aos detentores dos títulos e de acordo com as suas prioridades sobre a evolução do perfil da dívida pública. Os *dealers* também têm sua estratégia visando maiores taxas de juros.

Os *dealers* fazem propostas nos leilões e elas podem ou não coincidir com as propostas esperadas pelo Tesouro no financiamento do déficit do governo. A existência do saldo positivo da conta única dá poder de barganha ao governo, mesmo no mercado primário, pois ele pode se recusar a vender seus títulos a taxas de juros que o mercado deseje, mas que o governo considere indesejáveis e se financiar, ainda que temporariamente, por emissão primária de moeda correspondente à redução dos seus ativos no Banco Central. Desta forma não há necessidade de que o governo aceite sempre qualquer taxa de juros a qual o mercado deseje financiar seus títulos naquele dia<sup>65</sup>.

Por outro lado os *dealers* também podem simplesmente se negar a comprar novos títulos emitidos pelo Tesouro no mercado primário assim como podem se negar a rolar a dívida (não refinanciando os títulos públicos que estão vencendo). O que acontece nessas situações?

Quando o Tesouro não consegue vender novos títulos no mercado primário à taxa de juros desejada (para financiar um déficit) ou quando os títulos que estão vencendo não são refinanciados (há resgate líquido de títulos), o efeito é o mesmo. O Tesouro paga ao setor privado utilizando recursos da conta única e há uma variação negativa do saldo desta. Neste caso, o mercado de reservas bancárias, todo o mais constante, é impactado (ficando com excessos de reservas bancárias) e o Banco Central tem de operar vendendo títulos públicos (retirando esse excesso de reservas) para atingir a sua meta de taxa de juros. É uma atuação passiva do Banco Central (BC, 2013).

---

<sup>65</sup> Ao contrário do que postulam as teorias neoclássicas e pós-keynesianas de base monetária exógena (nota 2 acima) que pressupõem “*market clearing*” instantâneo no mercado de títulos. Assim tanto a folga que provém da existência da Conta Única do Tesouro, quanto a possível atitude cooperativa de “*dealers*” que são do próprio setor público como a Caixa Econômica Federal reforça o poder de barganha do Tesouro no curto prazo, no próprio mercado primário.

A venda de títulos públicos de longo prazo pelo Tesouro no mercado primário além de se dar por necessidades institucionais ajuda o Banco Central na administração da meta da taxa de juros. O Banco Central realiza as operações de mercado aberto com títulos do Tesouro, que é o único emissor de títulos públicos no Brasil desde 2002. Note que, do ponto de vista do tamanho da dívida pública em poder do público<sup>66</sup>, não há diferença se o Tesouro consegue, ou não, vender títulos no mercado primário. No caso de déficit (superávit) do governo não equacionado no mercado primário, as operações de mercado aberto do Banco Central implicam em expansão (contração) da dívida pública em poder do público.

De outro modo, quando o Tesouro emite títulos acima da sua necessidade de financiamento, todo mais constante, existe como contrapartida a redução no volume de operações compromissadas de responsabilidade do Banco Central. Essas operações se resumem a troca, entre duas instituições governamentais, de seus passivos junto ao público. Esta troca não altera os estoques da dívida líquida do setor público nem da dívida bruta do governo geral. (Tesouro Nacional, 2015)

Desse modo, fica mais fácil entender que em economias onde o Estado emite a sua própria moeda e nas quais o Banco Central tem poder ilimitado para atingir a sua meta de taxa de juros, a dívida pública pode ser vista como uma conta da manutenção de taxas de juros reais em níveis positivos (Lerner, 1951).

Vejamos o que implica esta forma de atuação do Banco Central no caso hipotético em que os agentes do setor privado procuram vender massivamente os títulos públicos em carteira. Vamos supor, por exemplo, que o Banco Central nunca compre títulos públicos longos e que por algum motivo o mercado também não queira comprar estes títulos com prazo mais longo. Será que neste caso não haveria um perigo do governo não conseguir financiar sua dívida pública e, portanto, haveria um risco de *default* do setor público, pela recusa do mercado a reter títulos públicos de prazo longo? A resposta a esta pergunta é não. Em qualquer país que emita sua própria moeda e no qual o Banco Central esteja disposto a comprar ou vender qualquer quantidade de títulos públicos de curto prazo para atingir sua meta de juros curtos, se o governo não conseguir se financiar com títulos longos sempre pode e vai automaticamente se financiar com estes

---

<sup>66</sup> Para efeito do grau de endividamento, os indicadores de Dívida Líquida do Setor Público e Dívida Bruta do Governo Geral incluem apenas as operações compromissadas do BC e não os títulos do BC em sua própria carteira.



títulos públicos curtos a partir da atuação do Banco Central no mercado secundário. No final ocorre apenas uma troca de dívida pública longa por curta nas mãos do setor privado.<sup>67</sup> Não há perigo algum do mercado forçar o governo a um *default* da dívida interna. O *default* só pode ocorrer por motivos políticos e jamais por imposição do mercado.

O Banco Central destes países ao fixar a taxa de curto a partir da compra e venda de títulos públicos de curto prazo para os bancos se torna indiretamente tanto um prestador de última instância do governo como também um garantidor de preço mínimo para os títulos públicos, cumprindo assim o importante papel de *market maker* ou comprador de última instância para os títulos públicos. É este poder ilimitado do Banco Central que garante a estabilização da taxa de juros curta dos títulos públicos no patamar desejado pelo Banco Central mesmo em situações nas quais o mercado não deseja financiar o setor público a prazos mais longos, como historicamente tem sido o caso em diversos países em desenvolvimento, como, por exemplo, o Brasil.

Segundo a Constituição brasileira, o Tesouro poderia apenas renovar os títulos em carteira do Banco Central. Entretanto, o forte acúmulo de reservas internacionais ao longo dos anos 2000, o qual acaba por implicar em operações compensatórias do Banco Central (venda de títulos públicos nas operações de mercado aberto), fez reduzir o estoque de títulos disponíveis em poder do Banco Central para a política monetária. Para resolver essa situação, foi promulgada uma nova lei em 2008 (Lei 11.803/2008) permitindo que o Tesouro emita títulos diretamente ao Banco Central, de modo a assegurar que este tenha uma carteira de títulos públicos em dimensão adequada à execução da política monetária. (Leister & Medeiros, 2012)

Assim, temos assegurado em lei, no caso brasileiro, o poder ilimitado do Banco Central para atuar como estamos descrevendo. Em dezembro de 2015, o estoque de títulos utilizados pelo Banco Central nas operações compromissadas estava em R\$ 913 bilhões

---

<sup>67</sup> Ao atuar apenas no segmento de títulos públicos curtos o Banco Central não controla o perfil da dívida pública. Este perfil depende fundamentalmente das expectativas do mercado de mudanças futuras na taxa de juros (no caso dos títulos prefixados), da taxa de câmbio (quando os títulos públicos em moeda local são indexados às variações do dólar) ou da inflação (para títulos indexados a índices de inflação). As variações no perfil da dívida pública podem afetar seu custo médio. Por exemplo, se antes de uma grande desvalorização cambial o mercado comprou grande quantidade de títulos indexados ao dólar o custo aumenta. Se o mercado antecipa corretamente uma taxa básica muito mais baixa no futuro e compra grandes quantidades de títulos longos agora o custo da dívida pública cairá bem mais lentamente do que as taxas de juros. Mas isto não muda o fato de que o governo não vai quebrar se o banco central continua fixando a taxa básica de juros. Ver Santiago (2012).

de reais, respondendo por mais de 20% do volume de dívida pública (BC). Assim, o risco zero de falência da dívida pública não depende do Banco Central comprar títulos públicos diretamente do Tesouro no mercado primário. Basta que o Banco Central opere normalmente no mercado secundário comprando e vendendo títulos públicos para os bancos. Vemos assim que o risco de *default* da dívida pública denominada na moeda de um país soberano é zero mesmo quando o Banco Central é proibido por lei de emprestar diretamente ao Tesouro como é o caso dos EUA, do Brasil, do Reino Unido e de dezenas de países avançados e em desenvolvimento (as duas notáveis exceções a esta regra são atualmente o Canadá e o Japão, que permitem que o Banco Central empreste diretamente ao Tesouro) (Jácome *et al*, 2012)

## **2.4 Senhoriagem**

Esta proibição do Banco Central comprar títulos do governo diretamente no mercado primário tem levado muitos analistas a pensar que nestes países o déficit público nunca é financiado pela emissão de moeda. Mas, em qualquer economia monetária, algum ganho de senhoriagem é simplesmente inevitável. Os ganhos totais de senhoriagem para o emissor de uma moeda, medidos adequadamente com total consistência entre fluxos e estoques, são necessariamente iguais ao aumento real do estoque da base monetária. Esta variável tem dois componentes: o valor real do fluxo de novas emissões da base num dado período *mais* qualquer perda do valor real do estoque anteriormente existente devido à inflação que ocorreu ao longo deste período (que é chamado imposto inflacionário), independente de qual foi a causa desta inflação. A base monetária é um passivo do setor público que paga juro nominal zero (uma taxa de juros real negativa, o imposto inflacionário, se a taxa de inflação for positiva). Os ganhos reais vão para o Estado que emite tal moeda e no Brasil são repassados do Banco Central para o Tesouro.

Portanto, toda vez que o setor privado de uma economia (inclusive os bancos) quer e consegue usar um montante real maior de base monetária (que os ortodoxos chamariam de aumento na demanda por base monetária) haverá ganhos de senhoriagem para o emissor desta moeda. Por conta 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. A implicação é de que, mesmo supondo

que não há inflação e, portanto, o imposto inflacionário é zero, em qualquer economia em que a base monetária em termos reais está aumentando a uma dada taxa de juros, uma parte do déficit fiscal está necessariamente sendo financiada por emissão monetária.

Nada disso é incompatível com o Banco Central ser proibido de financiar o Tesouro diretamente por compra de títulos no mercado primário. Os bancos centrais em geral não são proibidos de comprar títulos públicos no mercado secundário. Toda vez que o Banco Central compra um título público porque, a uma dada taxa de juros escolhida pelo próprio Banco Central, o setor privado consolidado (incluindo os bancos) quer reter mais moeda (base monetária) uma parte do déficit está sendo financiada por emissão monetária. O Banco Central pode escolher e escolhe qual a taxa de juros quer fixar, mas é o setor privado que escolhe a composição entre nova moeda e novos títulos que quer acrescentar a seu portfólio.

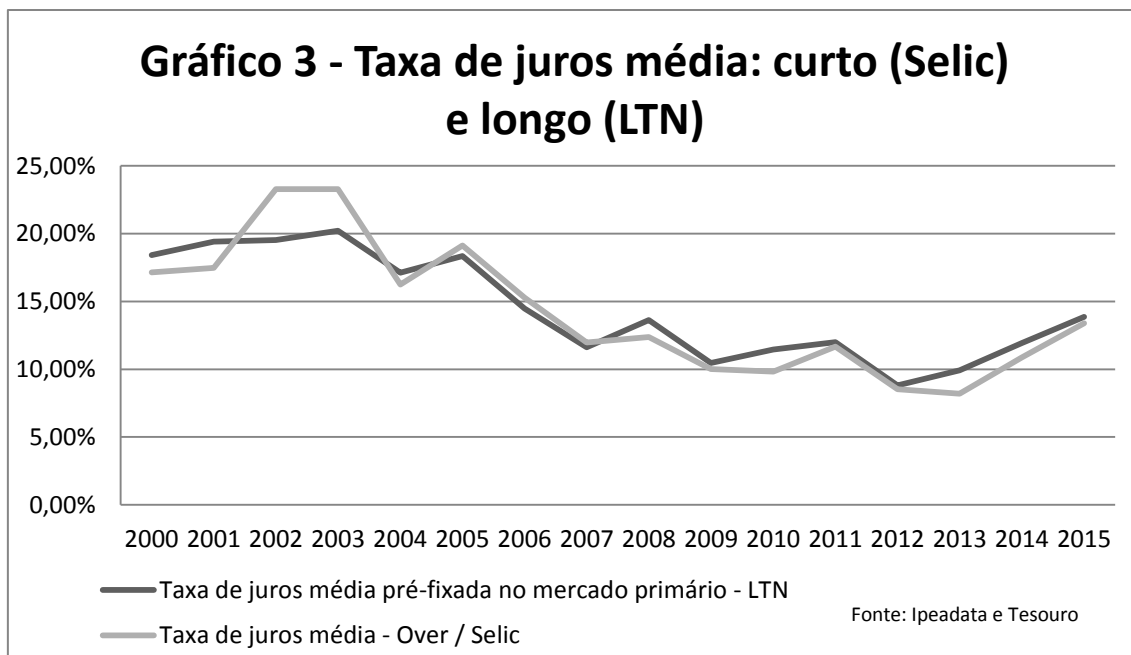
A única maneira pela qual o Banco Central poderia realmente se recusar totalmente a financiar déficits seria se o Banco Central não comprasse títulos públicos no mercado secundário e deixasse a taxa de juros endogenamente equilibrar a oferta e demanda de títulos públicos. Neste caso extremo, no entanto, haveria dois problemas. Primeiro, o Banco Central perderia o controle da taxa de juros básica da economia, o que seria desastroso e provavelmente levaria imediatamente a uma crise bancária e financeira. Em segundo lugar, o Banco Central estaria sempre se recusando a expandir as reservas bancárias e as notas e moedas em circulação, o que seria ainda mais desastroso, pois inviabilizaria o sistema de pagamentos da economia. Felizmente, nenhum país onde a lei proíbe que o Banco Central financie déficits públicos diretamente faz isso e todos estes bancos centrais financiam parte do déficit fiscal e transferem seus ganhos de senhoriagem ao Tesouro através do seu procedimento usual de fixação da taxa básica de juros, comprando títulos públicos no mercado secundário quando o setor privado deseja mais dinheiro e vendendo quando o setor privado deseja menos dinheiro à taxa de juros escolhida pelo Banco Central. Assim, todos os bancos centrais que controlam a taxa básica de juros, além de não deixarem o governo “quebrar”, também financiam uma parte do déficit fiscal indiretamente emitindo moeda.

### **3. A relação entre taxas de juros de curto e longo prazo dos títulos públicos**

Como vimos, em países que emitem sua própria moeda em geral o Banco Central determina diretamente uma taxa de juros de curto prazo à qual o banco se dispõe a comprar (ou vender) títulos públicos de curto prazo dos bancos privados. Esta taxa é usada para regular e estabilizar a taxa de juros no mercado interbancário privado. Como isto torna fácil para o mercado obter grande quantidade de fundos a esta taxa, no mercado secundário a taxa de juros da dívida pública de prazos mais longos, quando denominada e paga nesta mesma moeda, depende basicamente da taxa básica de juros fixada pelo Banco Central e das expectativas do mercado quanto ao curso futuro destas. Para títulos públicos de prazos longos, há muito mais incerteza sobre as futuras mudanças na taxa básica e em geral os investidores também requerem um pequeno prêmio adicional pelo risco de perda de capital se estiverem errados (especialmente quando a taxa nominal está muito baixa – próxima de zero, por exemplo). Isto torna o nível e a trajetória da taxa de juros da dívida pública mais longa menos colados na taxa básica de juros corrente mas, mesmo assim, ao longo do tempo, a concorrência e as oportunidades de arbitragem fazem com que a tendência da taxa de juros de longo prazo da dívida pública siga necessariamente a tendência da taxa básica de curto prazo. E a taxa de juros da dívida pública longa dá a base de risco zero para que os bancos privados formem suas taxas de juros para prazos semelhantes, adicionando seu *spread*, que reflete, além de impostos, as condições de concorrência (ou falta de) no setor financeiro e o risco percebido dos diversos tipos de tomadores privados.

No Brasil, a taxa básica de juros é importante para definir o custo do financiamento do setor público diretamente por causa das operações compromissadas do Banco Central, das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), títulos de longo prazo emitidos pelo Tesouro Nacional indexados diretamente à taxa Selic, e indiretamente porque a taxa básica influencia fortemente as taxas de juros que incidem sobre os títulos de longo prazo pré-fixados.

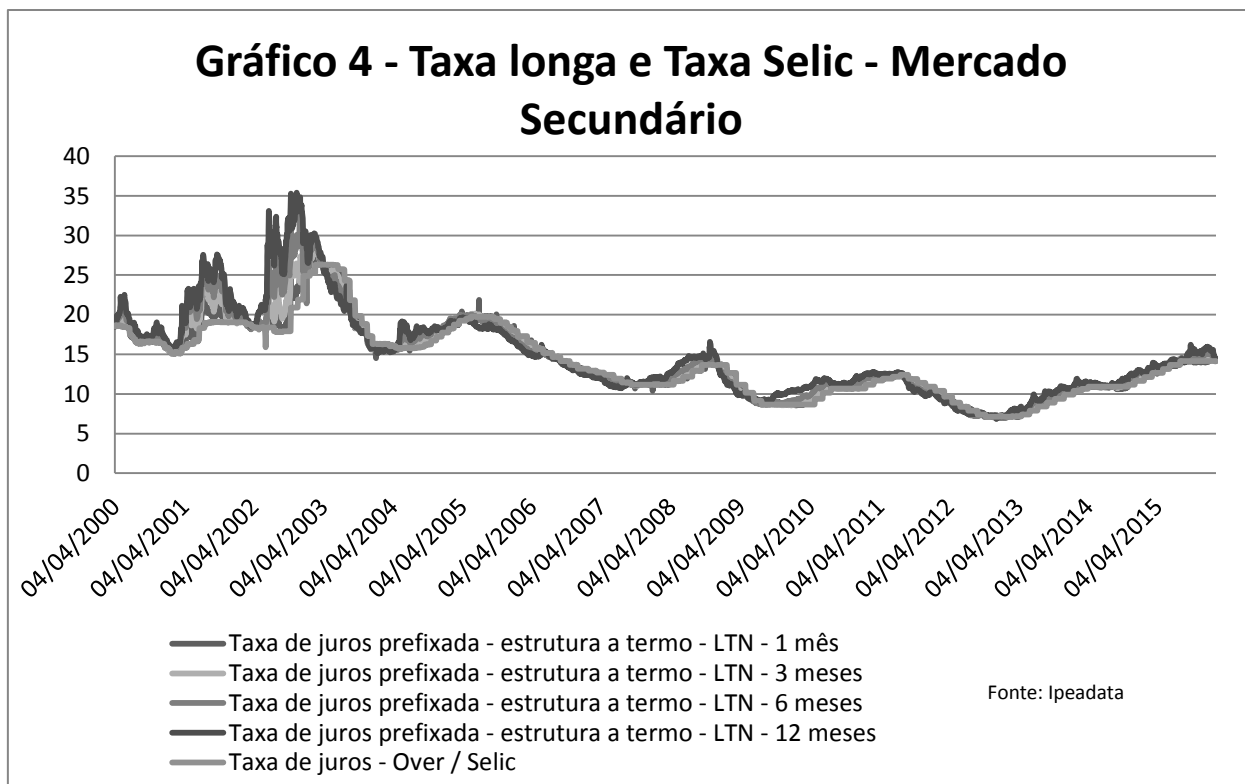
Do nosso argumento decorre que o nível e a trajetória da taxa de juros da dívida pública mais longa dependem da evolução da taxa básica de juros. Assim, em face de elevações da taxa de juros básica, o Tesouro Nacional acaba por seguir este movimento aumentando as taxas sobre as novas emissões de títulos de longo, de modo a preservar uma rentabilidade adicional para manter a demanda por títulos de longo prazo. O Gráfico 3 abaixo mostra a evolução da taxa de juros básica (Selic) e a taxa de juros de longo prazo pré-fixada, que incide sobre as Letras do Tesouro Nacional (LTN):



Note no gráfico acima que entre os anos de 2002 e 2003, anos de elevação das duas taxas de juros há um certo descolamento entre a taxa básica de curto e a taxa de longo, esta ficando menor. Isso acontece, porque em geral momentos de fuga de capitais geralmente são seguidos de forte elevação da taxa básica de juros pelo Banco Central, que procura evitar a desvalorização cambial e o seu impacto sobre a inflação e o mercado espera isso. O Tesouro pode, por sua vez, dada a folga com que trabalha para o financiamento do déficit público (discutida na seção 2 acima), esperar a normalização das condições do mercado de capitais para voltar a oferecer títulos de longo prazo a taxas de juros menores. (Tesouro Nacional, 2015, p. 13)

De maneira geral, não há problemas com a liquidez dos títulos de longo prazo nos mercados secundários, no sentido de implicar em perdas significativas para os detentores desses títulos que queiram negociar nos mercados secundários (exceto em momentos de elevada instabilidade como aponta o Gráfico 4 abaixo).

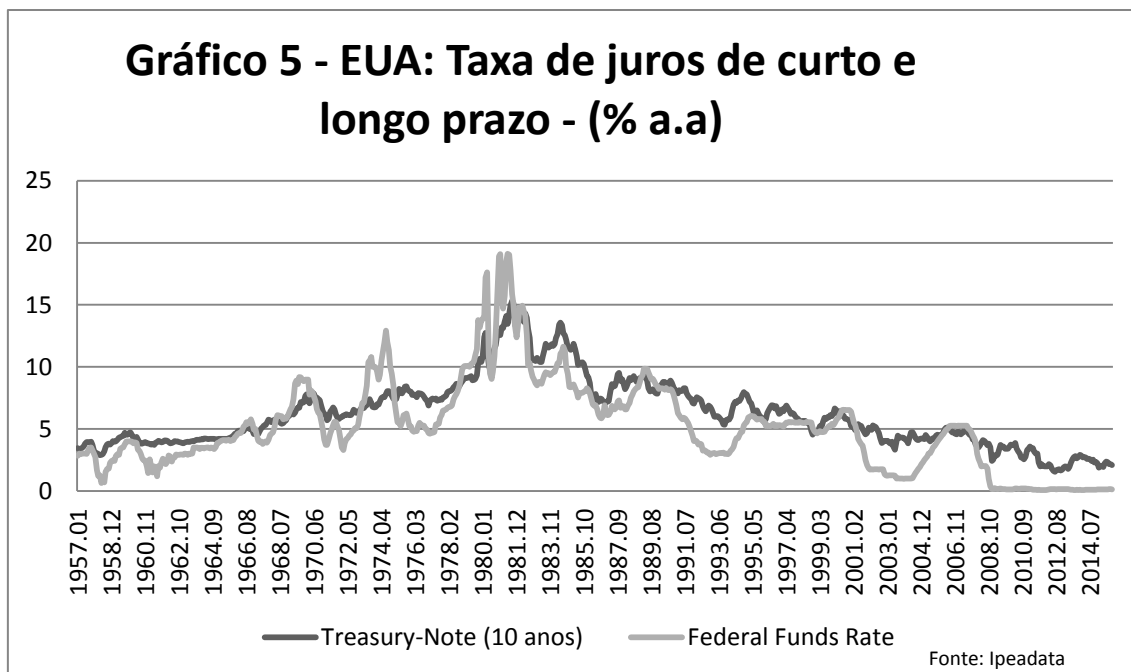
Ao longo do tempo, a concorrência e as oportunidades de ganhos especulativos fazem com que a tendência da taxa de juros de longo prazo da dívida pública siga bem de perto a tendência da taxa básica de curto estabelecida pelo Banco Central para fins de política monetária, como aponta o Gráfico 4 abaixo:



A demanda pelos títulos de longo varia de acordo com a expectativa do mercado sobre o curso futuro da taxa de juros de curto prazo e por isso, em momentos de elevada instabilidade macroeconômica, o preço dos títulos de longo prazo pode sofrer alguma variação errática, mas esta não é a regra como o Gráfico 4 logo acima deixa evidente.

Note que a relação entre a taxa básica e as taxas mais longas dos títulos públicos no Brasil é tão forte que deixa claro que variáveis fiscais, como o tamanho da dívida pública bruta ou líquida ou o déficit público, é que são afetadas pelas taxa de juros curtas e longas e não o oposto. Mesmo a situação das contas externas e a evolução esperada da taxa de câmbio só afetam as taxas de juros na extensão em que afetam as decisões correntes e as expectativas do mercado das decisões futuras do Banco Central sobre a taxa de juros básica (ver seção 4 abaixo).

Aqui vale a pena, devido à inexistência de títulos públicos de prazo muito longo no Brasil, olharmos um pouco o caso americano. Nos EUA, esta tendência da taxa longa dos títulos públicos (os “*treasuries*” de 10 anos, por exemplo) seguir a tendência da taxa curta do Banco Central é bastante clara, como aponta o Gráfico 5 abaixo:



Em particular se nota que em períodos imediatamente anteriores a uma recessão, onde o mercado sabe que o Banco Central americano, costuma reduzir bastante a taxa de curto prazo mas por um tempo relativamente limitado em relação ao prazo do título, é comum a taxa longa cair antes da taxa curta a tal ponto que é comum a ocorrência, nestes períodos, de uma curva de rendimento (*yield*) invertida, na qual a taxa de curto prazo é mais alta que a de longo (que incorpora a expectativa de queda da taxa de curto).

Isto ocorre por conta tanto do mandato dual do Fed se preocupar não só com a inflação como também com o desemprego, e também pela ausência de preocupação deste com problemas ligados ao câmbio e balança de pagamentos já que o mundo continua no padrão dólar flexível.

Esta tendência das taxas de títulos públicos bem longos seguirem a política monetária nos EUA ilustra também muito bem o que não determinam a taxa de juros da dívida pública americana. O tamanho da dívida interna americana é uma das coisas que não determina a taxa de juros. Não há simplesmente nenhuma relação causal sistemática entre tamanho da dívida interna (que tem crescido continuamente em relação ao PIB) e a taxa de juros da dívida pública que segue a tendência dada pela evolução da taxa básica de juros do Banco Central. Também não há relação dos juros de longo prazo com o tamanho do déficit público.

Outro fator que não determina a taxa de juros longa da dívida pública americana são as avaliações ou ratings das agências privadas de risco. Em setembro de 2011, a agência Standard & Poors rebaixou a dívida interna americana e tanto a dívida interna continuou crescendo quanto a taxa de juros continuou sua trajetória de forte queda.

É importante ressaltar que apenas fatores que afetem as decisões do Banco Central quanto a que nível este vai fixar a taxa básica de juros poderão afetar substancialmente a taxa de juros da dívida pública americana. Por exemplo, a conhecida tese de que seria a China que, como grande compradora de títulos públicos americanos, em última instância determina a taxa de juros destes, é falha por não explicar porque o governo americano não responderia a uma venda de títulos pelos chineses simplesmente deixando a taxa de câmbio desvalorizar em vez de subir os juros de curto prazo para evitar tal desvalorização. No caso da relação entre os Estados Unidos e a China é evidente que, de um lado, os EUA não se preocupam com uma desvalorização cambial acentuada pois a desvalorização do câmbio tem muito pouco efeito sobre a inflação nos EUA (que é um dos objetivos do Banco Central americano) e, ainda por cima, reduz o valor dos passivos externos americanos. Por outro lado, não interessa à própria China a valorização cambial do *yuan* pois não apenas isso poderia levar a perda de parcelas de mercado nas exportações mundiais mas principalmente porque seus ativos externos em dólar perderiam o valor. A China, sendo credora líquida em dólares, compra títulos públicos americanos para evitar a valorização cambial e não é a causa dos juros baixos nos EUA. A causa dos juros baixos é a política monetária americana (e o mesmo pode ser dito sobre a taxa de juros da dívida pública longa dos demais países que emitem suas próprias moedas).<sup>68</sup>

A experiência americana e internacional em geral também mostra que as avaliações das agências de rating também não têm capacidade de impor “disciplina” fiscal aos países que emitem sua própria moeda ou ainda que o rebaixamento das notas atribuídas pelas agências tenha algum efeito de elevar persistentemente a taxa de juros da dívida pública de longo prazo destes países. As medidas de política econômica em resposta a crise de 2008, seja pelos déficits fiscais primários, seja pela ajuda dos bancos centrais e Tesouro

---

<sup>68</sup> Ver Serrano & Braga (2006) para a crítica a relação entre déficit fiscal e juros nos EUA e Serrano (2008) para a crítica a ideia de que a taxa de juros americana depende da China.



nacionais às instituições financeiras reciclarem suas estruturas patrimoniais tem aumentado rapidamente as relações dívida/PIB em diversos países do mundo.

Em setembro de 2011, a agência Standard & Poors rebaixou a dívida interna americana e tanto a dívida interna continuou crescendo quanto a taxa de juros continuou sua trajetória de queda. O Japão também já teve sua dívida rebaixada em dezembro de 2001 pela agência Moody's e mais recentemente em maio de 2012 pela agência Fitch. Em ambos os casos o argumento central das agências era o alto risco da dívida interna em *yen* ser tão elevada. Em ambos os casos o efeito do rebaixamento sobre a taxa de juros da dívida pública foi o mesmo: nenhum.

Note que nada impede que alguns agentes vendam títulos públicos após, e até por causa do rebaixamento. Em alguns casos investidores institucionais são forçados por lei a fazer isto pois existem regras sobre o rating mínimo aceitável em suas carteiras. Mas mesmo assim, em geral não é de se esperar que o rebaixamento afete a taxa de juros longa da dívida interna de forma persistente e que afete de alguma maneira as taxas curtas. Quando alguns investidores vendem os títulos públicos rebaixados, de fato seu preço cai e sua taxa de retorno (*yield*) sobe. Mas se a taxa básica de juros do Banco Central não mudou, a taxa de retorno maior oferece uma oportunidade de ganho fácil, dada a facilidade de captar recursos à taxa básica ou próxima dela e comprar o título longo de rendimento mais alto. Em geral estas oportunidades de lucro extra são aproveitadas rapidamente o movimento de compra faz o preço do título subir e sua taxa de retorno voltar ao patamar anterior. No limite, se o Banco Central achar que este processo está lento e deseja reduzir os juros longos, basta começar a comprar diretamente os títulos de prazos mais longos vendidos no mercado secundário e fazer subir seus preços e baixar seu rendimento (como alguns países desenvolvidos têm feito parcialmente nas políticas chamadas de *quantitative easing*).

As implicações do fato do governo não quebrar em sua própria moeda e sempre ter financiamento disponível no mercado secundário à taxa de juros fixada pelo banco central da forma descrita acima são pouco compreendidas. Em geral se pensa que o governo só não quebraria se houvesse a alternativa de deixar a taxa de juros cair a zero e “monetizar” a dívida. Já vimos que isto de forma alguma é necessário, pois a taxa fixada pelo Banco Central pode ser elevada o suficiente para não causar nenhuma fuga dos títulos públicos nem da moeda doméstica para moeda estrangeira ou qualquer outro

ativo. No entanto, se sabe que um déficit público permanente, mesmo que pequeno em relação ao produto pode implicar uma razão dívida PIB que cresce continuamente se a taxa de juros líquida de impostos paga nestes títulos for maior que a taxa de crescimento da receita fiscal (no caso de uma carga tributária constante, ou que cresce à mesma taxa que o PIB). Neste caso, no qual em geral se diz que a dívida pública é “insustentável” de fato as transferências do governo aos credores internos crescem continuamente com o pagamento dos juros da dívida. Isto é algo certamente indesejável do ponto de vista distributivo e o ideal seria que o governo mantivesse a taxa de juros real menor do que a taxa de crescimento da economia sempre que for possível. Mas quais seriam as consequências macroeconômicas no caso “insustentável”? Aqui existem duas possibilidades, dependendo da hipótese que for feita sobre o comportamento dos agentes privados que recebem os juros. Supondo que a propensão marginal a gastar dos juros recebidos seja praticamente zero dado que tais agentes em geral são ricos, têm amplo acesso a crédito e seu consumo é basicamente autônomo, a consequência seria basicamente nenhuma. A poupança privada aumentaria na extensão em que a poupança do setor público fosse diminuindo e a demanda agregada não seria afetada. Mesmo supondo que a propensão a consumir dos que recebem tais transferências seja positiva, não nos parece plausível supor que o efeito disso na demanda agregada seja em geral mais forte que os impactos negativos dos juros elevados sobre o consumo e o investimento residencial, a ponto do efeito líquido expansionista sobre a demanda agregada ser significativo. Mas o que nos interessa aqui é que, mesmo no caso implausível em que o aumento do consumo dos detentores da dívida pública expandisse a demanda agregada a ponto do governo ter de reduzir o ritmo de crescimento dos seus gastos e o tamanho do seu déficit (aumentando impostos), *isto não se dará por falta de financiamento*, mas apenas para evitar inflação de demanda. E como, neste caso extremo, por definição, não haveria mais falta de demanda efetiva em relação ao produto potencial da economia, isso não seria um problema, pois de qualquer forma não haveria mais nenhum bom motivo para o governo querer continuar aumentando seus gastos totais e apresentar déficits, dado que o objetivo da política fiscal expansionista a partir da doutrina das “finanças funcionais” nunca foi gerar excesso de demanda agregada crônico de propósito.<sup>69</sup>

---

<sup>69</sup> Por isso Abba Lerner (1951), especulando sobre este caso extremo e bastante irrealista, dizia que tal situação levaria à “morte natural” do déficit e do crescimento da dívida pública.

## **4. O spread, as notas das agências de rating e a taxa de juros interna no Brasil**

É importante ressaltar que o fato do Banco Central controlar a taxa básica de juros e ter esta forte influência também sobre a taxa de juros de longo prazo dos títulos públicos não significa de forma alguma que a autoridade monetária possa fixar os juros arbitrariamente. Mudanças na taxa de juros podem ter variados efeitos, às vezes contraditórios, sobre os objetivos do governo, sobre a distribuição de renda, o nível de atividade, a dívida pública e, em particular, sobre a taxa de câmbio e a conta de capitais da balança de pagamentos. Isto significa que o Banco Central não decide sua política de taxas de juros num vácuo e sim de acordo com suas prioridades e restrições políticas de econômicas (Pivetti, 1991).

Particularmente, numa economia com alta mobilidade de fluxos de capital de curto prazo os graus de liberdade da política monetária se mostram bastante assimétricos (Serrano & Summa, 2013). Mas isto em nada altera o fato de que a taxa de juros básica é exógena no sentido de ser uma variável de política econômica.

Neste contexto a principal restrição à política de juros no caso do Brasil atual está relacionada às condições externas. O país está inserido num sistema monetário e financeiro internacional assimétrico. A taxa de juros com frequência é utilizada para atrair capital estrangeiro, o que implica na criação de um diferencial de juros que condiciona a atuação do Banco Central. Neste sentido, quando o Banco Central quer evitar desvalorizações cambiais deve manter os juros internos acima da soma dos juros externos mais o *spread* do chamado risco soberano e das expectativas de desvalorização cambial do mercado. Tanto o *spread* quanto a possibilidade do Banco Central influenciar as expectativas cambiais são fortemente afetados pela situação estrutural do balanço de pagamentos do país e em particular pela disponibilidade de reservas internacionais (medidas em relação aos passivos externos de curto prazo em moeda estrangeira).

### **4.1 O *spread* de risco soberano do Brasil**

Neste início de século XXI assistimos ao processo de descolamento da tendência de maior crescimento dos países periféricos em relação aos países centrais. Este processo

foi possibilitado pela melhoria das condições externas que determinam a restrição de balanço de pagamentos da periferia em geral. (Medeiros, Freitas & Serrano, 2015)

A melhoria das condições externas é baseada na política monetária americana (de juros baixos) que condiciona o fluxo de capitais privados para os países periféricos e na melhora dos preços relativos das *commodities* exportadas por estes países. As altas taxas de crescimento da China e a mudança de gestão da política econômica dos próprios países periféricos, adotando políticas voltadas ao crescimento, e regimes cambiais flexíveis, porém administrados, com forte acúmulo de reservas, também contribuíram para a melhora geral das condições externas da periferia, aumentando também a corrente de comércio entre os países periféricos.

No caso brasileiro recente, o cenário externo particularmente favorável a partir de 2004 em termos de juros externos, fluxos de capitais, crescimento do mercado externo e dos preços das *commodities*, possibilitou a acumulação de um expressivo nível de reservas internacionais (atualmente estável em aproximadamente US\$ 370 bilhões). O Gráfico 6 abaixo relaciona o nível mensal de reservas internacionais e o nível mensal do Embi+Br<sup>70</sup> (média mensal feita pela média simples a partir de dados diários), que é uma medida do risco-Brasil utilizada no mercado financeiro internacional.

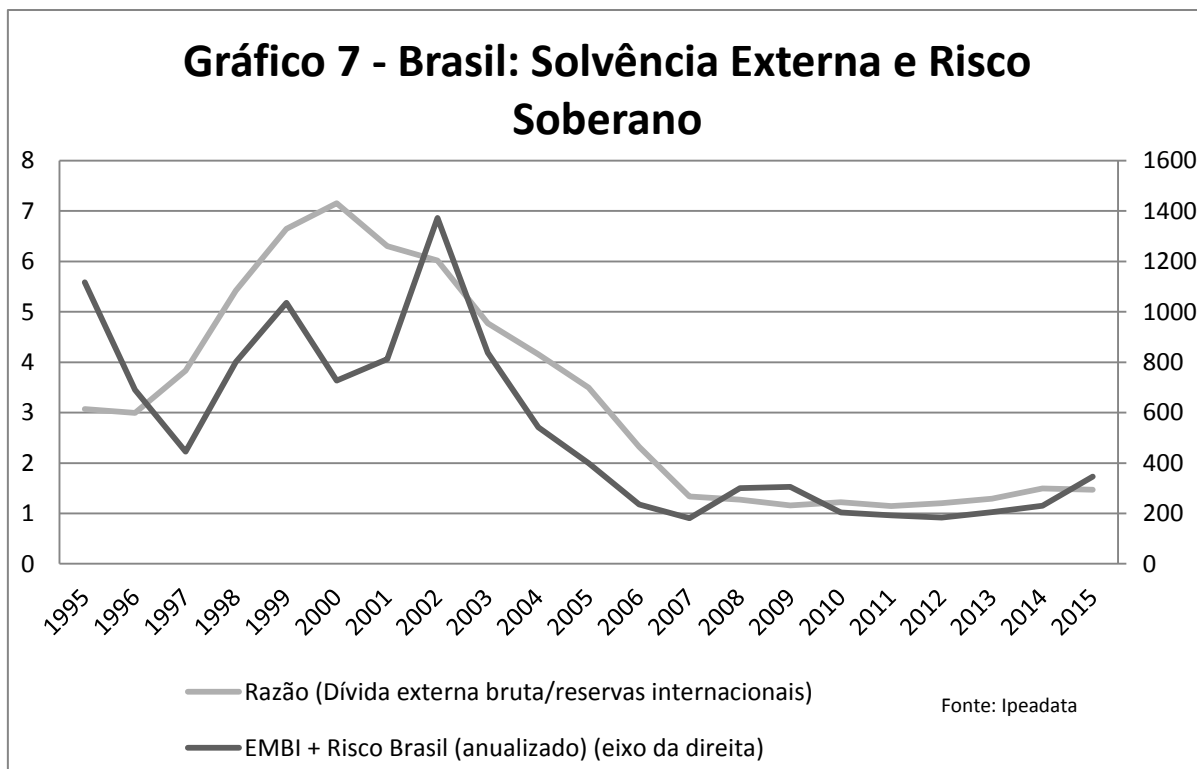
---

<sup>70</sup> “O EMBI+Br é um índice que reflete o comportamento de títulos da dívida externa brasileira. A variação do índice entre duas datas permite calcular o retorno de uma carteira composta por esses títulos. O *spread* do EMBI+Br é o valor normalmente utilizado pelos investidores e público em geral como medida do risco soberano do Brasil e corresponde à média ponderada dos prêmios pagos por esses títulos em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos, que são considerados livres de risco. Esse prêmio de risco é chamado no jargão de mercado como *spread over Treasury* dessa carteira. Basicamente, o mercado usa o EMBI+Br para medir a capacidade de o país honrar os seus compromissos financeiros, ou seja, quanto maior a pontuação do indicador de risco, maior é o risco de crédito do país a que se refere.” (BC, 2015, p. 3)



Sobre o gráfico acima vamos colocar algumas considerações: i) Note como o baixo nível de reservas internacionais está associado aos maiores níveis e às fortes elevações do risco-país em momentos de crises de cambiais brasileiras e/ou turbulências financeiras internacionais (como por exemplo 1995, 1998 e 2002); ii) de maneira correlata, note que o alto nível de reservas internacionais está associado a um nível bem menor do risco soberano assim como a uma menor variabilidade desta medida de risco. Mesmo durante o agravamento da crise externa no último quadrimestre de 2008, o risco soberano não ultrapassou os 500 pontos base (na média mensal); iii) Destaca-se que a forte redução do risco soberano acontece até 2006 e, portanto, precedeu o recebimento do chamado “grau de investimento” (abril de 2008) pelas agências de rating internacionais.

Não só foram acumuladas reservas internacionais, como o endividamento externo brasileiro diminuiu expressivamente no período, melhorando a situação de solvência externa brasileira. O Gráfico 7 abaixo mostra a evolução do Embi+Br, agora com uma média anual feita pela média simples a partir de dados diários, e a evolução anual da razão dívida externa bruta/reservas internacionais (um indicador possível de solvência externa).



Além da mudança nas condições internacionais, houve uma melhora estrutural dos indicadores de solvência e liquidez externa do Brasil (Serrano & Summa, 2012), assim como o fato associado apontado por Biancarelli (2015) de que o atual passivo externo acumulado da economia brasileira está majoritariamente denominado em reais, o que transfere boa parte do risco cambial para os investidores externos<sup>71</sup>. Estes fatos parecem explicar bem a tendência de substancial queda do risco soberano do Brasil desde 2003. De fato a probabilidade do país ser forçado a interromper involuntariamente seus pagamentos em moeda estrangeira caiu dramaticamente em relação a outros períodos históricos. Isto dá margem de manobra para o Banco Central baixar significativamente o nível das taxas básicas de juro do país sem risco de desvalorizações cambiais descontroladas.

<sup>71</sup> “A desvalorização, quando atinge economias com grandes compromissos externos em dólares, piora a situação patrimonial – já que grande parte das receitas é em moeda nacional. Esse descasamento de moedas, fruto do chamado “pecado original”, ou a incapacidade de se endividar externamente na sua própria moeda, se alterou de maneira pronunciada (e pouco comentada) na trajetória brasileira da última década e meia. Fruto de uma participação muito maior de passivos de carteira (ações e títulos de renda fixa) negociados no país e dos volumosos estoques de investimento direto estrangeiro, houve uma “desdolarização” significativa: ao final de 2014 em torno de 60% dos passivos totais estavam em real (contra pouco mais de 30% em 2001). Nos compromissos de carteira, a mudança é ainda maior: 64% contra apenas 10% no início do século. A consequência disso é que o risco cambial passou em parte para o “credor” do Brasil. E que, diante de desvalorizações agudas (como a do fim de 2008 e novamente agora), a situação de vulnerabilidade pelo ângulo dos estoques melhora, e não mais piora. A duração desta mudança positiva (ainda mais se a desvalorização do real for mantida) e a extensão de seus impactos merecem acompanhamento e reflexão. Mas certamente essa é outra das novidades do setor externo brasileiro que diferenciam o momento atual de outros períodos de dificuldades.” (Biancarelli, 2015, p. 19)

## 4.2 As notas das agências de rating e o spread do Brasil

No início de 2015, com uma nova equipe econômica, houve uma mudança radical na política econômica com uma série de medidas recessivas e concentradoras de renda, que tiveram como objetivo declarado reduzir a dívida interna bruta em proporção do PIB supostamente para evitar o rebaixamento das notas do Brasil dadas pelas agências avaliadoras de risco. Tal rebaixamento acabou ocorrendo de qualquer jeito e a nova política econômica fez com que a economia já estagnada, entrasse numa recessão profunda que se estende pelo ano de 2016.

A justificativa oficial, que rapidamente se tornou consensual entre os mais diversos tipos de economistas, inclusive “heterodoxos”, era que o ajuste fiscal e as políticas de austeridade em geral seriam “impostas” pelas agências de *rating* internacionais e que as consequências de não se seguir a recomendação das agências seriam drásticas.

A “imposição”, nos parece, teria a seguinte relação de causalidade: se o Brasil não fizer o ajuste fiscal, a relação dívida bruta/PIB se eleva, pioram as notas atribuídas pelas agências, o Brasil perde o grau de investimento, o que provoca a redução dos fluxos de capitais para o Brasil (inclusive IDE) e a elevação do spread (risco soberano) pago internacionalmente pelo Brasil. Poderia haver também uma fuga do capital externo provocando possivelmente crises cambiais induzindo a elevações da inflação e conseqüentemente elevações ainda maiores da taxa de juros e desaceleração econômica, etc. Note que a causalidade parte da situação fiscal para as notas das agências de rating e daí então para aumento do risco soberano, induzindo a elevação da taxa de juros interna com o objetivo de evitar desvalorizações cambiais e/ou fuga de capital.

Para evitar esta catástrofe, o governo brasileiro seria forçado a (re)equilibrar as contas públicas, recompondo o superávit primário suficiente para mostrar uma tendência de redução da relação dívida bruta bruta/PIB. Este seria o indicador atual mais relevante para as agências de rating, e por causa disso, para o mercado internacional.<sup>72</sup> Em síntese, as agências de rating teriam um papel central na determinação dos fluxos de capitais, sobre o spread soberano e assim sobre a taxa de juros brasileira.

---

<sup>72</sup> Curiosamente no relatório de rebaixamento da Standard & Poor’s, ver Vernengo (2015) a causa mencionada é o crescimento da dívida líquida e não bruta.

Já sugerimos acima, de acordo com as evidências mencionadas, que na prática as agências de rating não têm efeitos diretos relevantes sobre as taxas de juros longas das dívidas públicas de países que emitem sua própria moeda<sup>73</sup>. Aqui o argumento é que estas agências avaliam a solidez da capacidade de pagamento dos passivos externos em moeda estrangeira do país (privada e pública) a partir da situação da dívida interna do setor público denominada na moeda nacional.<sup>74</sup> Não é difícil ver a falta de lógica deste critério. Isto, aliás, é reconhecido por muitos. No entanto, mesmo assim há um enorme consenso de que qualquer critério, por absurdo que seja, usado por tais agências deve ser levado em conta, pois o rebaixamento em si, por qualquer que seja o motivo, impactaria fortemente o *spread* externo (risco-país).

É interessante notar que no mundo real as agências de rating e seus critérios (anunciados) arbitrários não tem o monopólio dos fluxos internacionais de capital. Além disso, estas agências tendem a ser forçadas pela concorrência e pressão de seus clientes mais cedo ou mais tarde a melhorar as notas de países onde de fato está sendo mais lucrativo aplicar capital externo (e rebaixar no caso oposto). Neste caso teríamos a relação oposta: a variação do *spread* de risco é que explicaria a tendência das notas das agências.

Os fatos parecem, à primeira vista, confirmar que as mudanças no *spread* precedem as mudanças nas notas no caso do Brasil. No ano de 2003 enquanto a média das notas do Brasil atribuídas pelas das agências de rating basicamente se mantinha (apenas a Fitch melhora a nota brasileira), o risco-Brasil declinava fortemente, assim como os fluxos de capitais voltavam para o Brasil valorizando a moeda brasileira. O risco soberano brasileiro em 2002 chegou a ultrapassar a barreira dos 2000 pontos base. Em 2003, este índice encerra o ano em 463 pontos base. Em 2004, as notas atribuídas ao Brasil pelas três agências de rating voltariam a melhorar seguindo a melhora dos indicadores externos da economia brasileira.

---

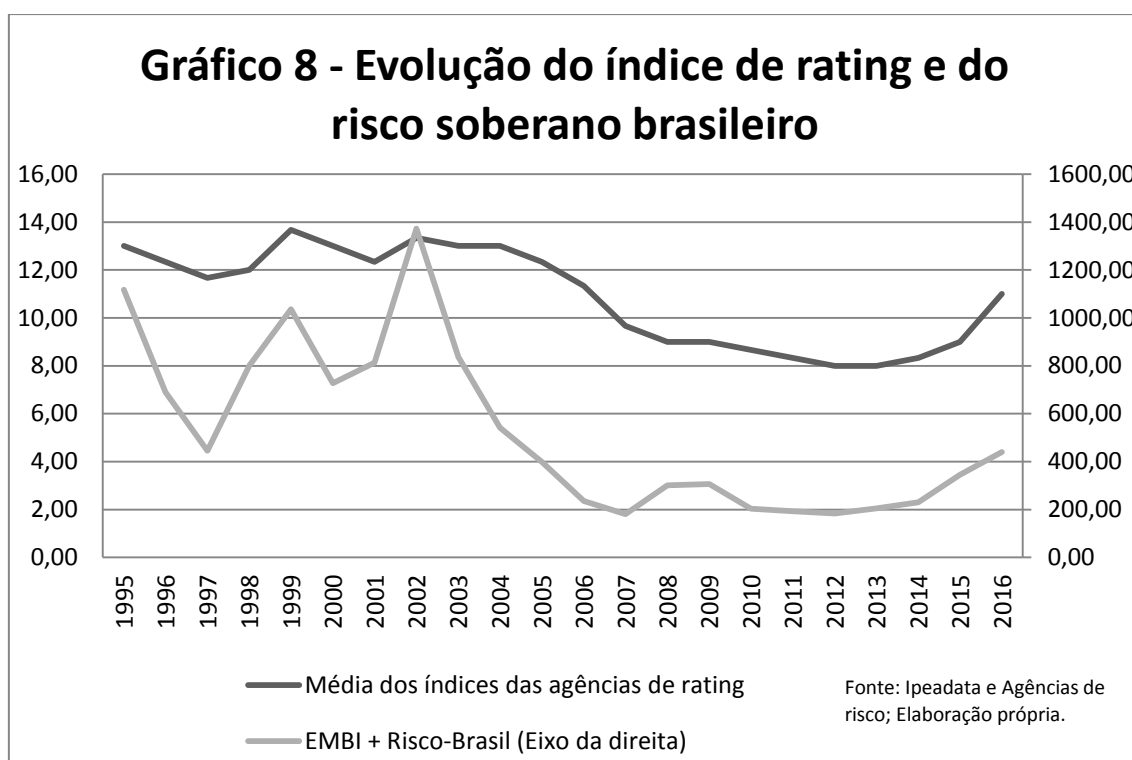
<sup>73</sup> Uma publicação da própria Standard & Poors (2013), sobre a atual política monetária americana, trata a determinação da taxa básica de juros e tece considerações sobre a oferta de moeda, de maneira totalmente alinhada com a tradição da abordagem da taxa de juros exógena, onde é impossível o governo quebrar em sua própria moeda.

<sup>74</sup> É importante ressaltar que o *spread* de risco soberano se aplica diretamente ao risco de *default* de títulos públicos em moeda estrangeira. O chamado risco país é mais amplo e mediria o risco dos devedores públicos e privados do país em moeda estrangeira. Como o setor público é reconhecido como sendo o devedor de menor risco, o risco soberano fixa um piso para o risco país que inclui títulos de dívidas privadas (Yoshimoto, 2004).



Conforme vimos acima, a forte redução do risco-Brasil acontece até 2006 quando o Brasil ainda era considerado “especulativo” pelas agências de rating internacionais e, portanto, precedeu o recebimento do chamado “grau de investimento” que aconteceu só em abril de 2008.

Para avaliar empiricamente com mais clareza qual das duas interpretações seria mais razoável no caso do Brasil, criamos um índice simples atribuindo números às diferentes notas das agências de rating<sup>75</sup>. Quanto menor o número deste índice, melhor a nota da agência. O Gráfico 8 abaixo mostra a evolução deste índice e do risco soberano.



Não é surpreendente que o Gráfico 8 mostra que em geral, ao contrário da visão consensual, é o spread de risco soberano que lidera a tendência das duas séries com a média das notas de avaliação de risco seguindo a evolução do spread de risco soberano. Este último depende, como vimos da situação internacional e das contas externas do país e nada tem a ver com a dívida pública na moeda local.

<sup>75</sup> O índice é simples e consistiu em numerar todas as possíveis notas das agências na seguinte ordem: o índice zero (número zero) é dado ao melhor rating possível (nota AAA), o número 2 ao segundo melhor rating possível, etc. O número 21 seria atribuído ao pior índice de *rating* (nota D). Assim, quanto menor o índice de rating melhor a nota da agência aos títulos de dívida brasileiro (moeda nacional). O histórico de notas utilizado pode ser acessado em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/265991/Hist%C3%B3rico\\_Ratings.pdf/8410ae3f-0610-4036-a683-43c1162c3af8](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/265991/Hist%C3%B3rico_Ratings.pdf/8410ae3f-0610-4036-a683-43c1162c3af8)

Por fim, note que desde o início de 2015, com o absoluto fracasso da política econômica em alcançar seu objetivo declarado por meio de um forte ajuste fiscal, as agências de rating pioraram uma a uma as notas atribuídas ao Brasil. No fim de 2015, o Brasil perdeu o “grau de investimento” e o risco soberano brasileiro permanece atualmente em níveis historicamente baixos e a situação externa permanece tranquila, não há fuga massiva de capitais. Neste cenário, a mais recente revisão da meta fiscal brasileira, em maio de 2016, com aprovação de um expressivo déficit primário, é um reflexo singelo de que os constrangimentos ao déficit público em países de moeda soberana são de natureza política e nada têm a ver com uma suposta fragilidade do setor público na questão do financiamento.

## **5. Observações Finais**

Como vimos, o governo não pode ser forçado a um *default* nos títulos da sua dívida interna pelo mercado em uma economia como a brasileira, nas quais o Banco Central fixa a taxa básica de juros atuando no mercado secundário (reservas bancárias). Além disso, mencionamos que a situação da balança de pagamentos do Brasil está totalmente sob controle. Pela análise anterior fica claro então que a necessidade técnica da economia brasileira fazer um forte ajuste fiscal por meio do corte de gastos, bem como de outras medidas recessivas supostamente para tentar controlar o crescimento da dívida interna bruta e líquida, em meio a uma recessão no início de 2015, era simplesmente nenhuma. E note que este “ajuste fiscal” simplesmente falhou. Desde que as políticas contracionistas começaram a ser implementadas, o déficit público e a dívida pública (líquida e bruta) se elevaram, evidenciando o fracasso de tais políticas para alcançar o seu objetivo declarado de reequilibrar as contas públicas. Particularmente a própria agência de rating Standard & Poors já apontava, no próprio relatório, onde explica o rebaixamento da nota do crédito em moeda externa brasileira por conta da suposta insustentabilidade da dívida líquida interna, que a situação das contas externas do país era bastante confortável (Vernengo, 2015).

Em fevereiro de 2016, foi apresentada uma proposta do mesmo partido que estava no governo, o qual declarou que “acabou o dinheiro”, um plano de emergência para tirar o país da crise (PT, 2016). O plano era, em linhas gerais, bem razoável, pois basicamente

implicava em fazer o exato oposto do que tinha sido feito pelo governo.<sup>76</sup> Porém, para completar a ironia da complexa relação entre o governo brasileiro da época, seu partido e as agências de rating, o plano cita uma proposta razoável de um economista da própria agência Standard & Poors que recomenda uma redução da taxa básica de juros do Banco Central como solução para reduzir o crescimento do déficit público e da dívida interna.<sup>77</sup>

Podemos então concluir que “não acabou o dinheiro” pois tal coisa simplesmente não acontece no mundo real de países de moeda soberana como o Brasil. O que houve então? Não há espaço aqui para tratar apropriadamente desta questão. Mas está cada vez mais claro que o real motivo da drástica virada da política econômica como um todo a partir de 2015, que está produzindo uma profunda recessão na economia brasileira, sempre esteve ligado à tentativa de resolver o conflito distributivo gerando desemprego em massa com objetivo de criar um clima favorável a reformas que levem à redução do tamanho e do papel do Estado na economia. Neste sentido, a política econômica introduzida no Brasil a partir de 2015 e que continuou após o golpe parlamentar que depôs o governo anterior tem sido muito bem sucedida e teve sua continuidade garantida (sobre este conflito distributivo ver Serrano & Melin (2016), Melin & Serrano (2017) e Summa & Serrano, 2017).

É evidente que, para os que apoiam tal agenda, a noção de que “acabou o dinheiro” é muito útil. Mas, para os que defendem que o Brasil tenha também algum projeto nacional de desenvolvimento,<sup>78</sup> o apego a esta noção tão difundida quanto equivocada praticamente garante que a política de desenvolvimento continuará sendo sabotada pela política macroeconômica.

---

<sup>76</sup> O ponto fraco da proposta está na ideia de que seria recomendável “a utilização de parcela das reservas internacionais em investimentos públicos, associada a recursos do orçamento corrente e créditos internacionais” (PT, 2016, p.5). Na medida em que investimentos públicos têm em geral baixo conteúdo importado não há a menor necessidade de se reduzir o cinturão protetor de reservas externas nem do governo se endividar em moeda estrangeira sem necessidade.

<sup>77</sup> “Até mesmo o economista-chefe para a América Latina da Standard & Poor’s, Joaquín Cottani, insuspeito de heterodoxia, propôs a redução imediata da taxa Selic dos atuais 14,25% para 7,25% anuais, com o propósito de derrubar o déficit nominal brasileiro para 2,5% do PIB até o final de 2017.” (PT, 2016, p.4).

<sup>78</sup> Sobre a questão do projeto nacional de desenvolvimento ver Medeiros (2017)

## **Artigo 4 - Políticas de pleno emprego e o nexu fiscal-monetário: Questões para Aspromourgos**

### **1. Introdução**

Este trabalho busca aprofundar a discussão sobre a relação entre a política fiscal e a política monetária (o chamado nexu fiscal-monetário) na macroeconomia da demanda efetiva e da taxa de juros exógena, utilizando como referência os trabalhos de Aspromourgos, autor pioneiro na análise sobre gasto e financiamento público a partir do modelo do supermultiplicador sraffiano.

Este autor nos é particularmente interessante porque utiliza a abordagem sraffiana para a demanda efetiva e para a determinação da taxa real de juros como um fenômeno estritamente monetário e dependente da política monetária. Mas, ao mesmo tempo, tem reservas quanto à visão de finanças funcionais de Lerner e seus seguidores modernos da chamada *Modern Monetary Theory* (MMT) e adicionalmente considera estas visões sobre financiamento do gasto público, parcialmente conflitantes com as ideias de Keynes.

Como veremos, ao longo de vários artigos, Aspromourgos elabora dúvidas e críticas à ideia de que o Banco Central de um país de moeda soberana teria o poder de fixar a taxa de juros e em última instância garantir o financiamento do déficit e da dívida pública de qualquer magnitude à taxa escolhida pela Autoridade Monetária.

Este trabalho tem dois objetivos centrais: um primeiro, analítico é demonstrar que os temores de Aspromourgos de que o mercado financeiro doméstico imponha limites ao poder do Tesouro e Banco Central de influenciar a taxa de juros de longo prazo e especialmente impor limites ao tamanho do déficit ou dívida pública denominada na moeda nacional são infundados. O segundo, referente à história do pensamento econômico, é mostrar, a partir da leitura de textos originais de Keynes sobre a prática das políticas monetária e fiscal, que as diferenças entre as visões de Keynes e Lerner são menores do que Aspromourgos argumenta.

Numa economia aberta com um sistema monetário e financeiro internacional hierarquizado e assimétrico, diversos constrangimentos macroeconômicos podem surgir

para os países que pagam seus passivos externos com uma moeda diferente da que emitem. Nesse sentido, certamente todos concordam que elementos de natureza externa, como a taxa de juros americana no atual padrão dólar-flexível, constituem-se em restrições que condicionam o curso da taxa de juros interna para os demais países (SERRANO, 2002). Exatamente por haver um consenso sobre a relevância de tais fatores, não discutiremos elementos ligados à restrição externa neste trabalho.

O percurso deste trabalho será feito da seguinte forma: após esta breve introdução, na seção 2 serão reconstituídos os elementos centrais do argumento de Aspromourgos sobre a relação entre financiamento do governo e a determinação da taxa de juros que incide sobre os títulos públicos de curto e longo prazo. Na seção 3 serão apresentadas as ponderações e divergências em relação aos argumentos do autor analisado na seção anterior apontando evidências textuais que sugerem que as diferenças práticas entre Keynes e Lerner no desenho de políticas econômicas é menor do que avaliam Aspromourgos (2014a) e (2016).

## **2. A visão de Aspromourgos sobre a relação entre políticas de pleno emprego e o nexos fiscal-monetário.**

Com o intuito de tornar a exposição mais clara e objetiva, divide-se esta seção em quatro subseções. Na primeira, coloca-se o ponto central de discordância em relação aos trabalhos de Aspromourgos e se apresenta o modelo que o referido autor utiliza para sintetizar sua visão sobre crescimento de longo prazo e financiamento do gasto público. Na segunda, é apresentada a visão do autor sobre os condicionantes da política monetária sem considerações sobre o nexos fiscal monetário e na terceira, acrescenta-se este nexos. Na quarta subseção, são feitas considerações sobre a visão do autor quanto às diferentes posições de Keynes e Lerner sobre a relação entre gasto e financiamento público.

### **2.1 O modelo**

O principal ponto de discordância em relações às posições adotadas por Aspromourgos, é o poder que ele supõe que o setor privado tenha para impor uma restrição ao governo para o crescimento da dívida pública, o que condicionaria/restringiria a consecução de

políticas de pleno emprego. Esse limite seria dado pela indisposição do setor privado de acumular títulos públicos em seu portfólio.

A identidade do setor público pode ser expressa como:

$$G + F + iB_{t-1} = T + \Delta B + \Delta H \quad (1)$$

Do lado esquerdo da igualdade acima, temos as despesas do governo.  $G$  são os gastos do governo,  $F$ , as transferências e subsídios ao setor privado e  $iB_{t-1}$  o pagamento de juros da dívida pública, que também é uma transferência ao setor privado. Do lado direito da igualdade acima, temos as diferentes fontes de recursos que o governo se utiliza para pagar/financiar seus gastos.  $T$  é a receita tributária,  $\Delta B$  é a variação da dívida pública e  $\Delta H$  é a variação da base monetária.

De maneira simples e introdutória, pode-se resumir a argumentação desta seção afirmando que Aspromourgos concebe a identidade acima como uma restrição para o setor público num sentido específico: para o autor, o governo consegue fixar seu gasto primário ( $G + F$ ) de maneira autônoma, mas as preferências do setor privado podem estabelecer um teto para os passivos do setor público ( $\Delta B + \Delta H$ ).

Desse modo, para quaisquer níveis de déficit que o setor privado não aceite o crescimento do passivo do setor público, o governo se veria forçado a financiar seus gastos via tributação. Quando o argumento é desenvolvido considerando a base monetária dada, o autor cogita sugere uma relação positiva entre, de um lado, déficit e dívida pública, e, de outro lado, taxa de juros.

Contra a tributação, o setor privado não teria poder. Assim, a tributação pode ser necessária para financiar o gasto público. Seguindo a lógica deste argumento, Aspromourgos *et al* (2010) associa maiores níveis de gasto público primário com cargas tributárias mais altas<sup>79</sup>.

O trabalho no qual Aspromourgos inicia suas considerações sobre o nexos entre política fiscal e monetária é Aspromourgos (2000). Ao analisar criticamente o livro

---

<sup>79</sup> Aspromourgos et al (2010, p. 445-446): “if societies want social-democratic public sectors, they are obliged to have social-democratic tax rates; and if they want American tax rates, they will have to live with American-style public sectors.”

*Understanding Modern Money*, de Wray (1998), afirma que o autor negligencia os condicionantes do financiamento do gasto público e que a visão deste autor sobre os impostos serem desnecessários para financiar os gastos públicos é mal fundamentada<sup>80</sup>.

Aspromourgos define déficit insustentável como aquele que resulta uma carga de juros crescente em relação à carga tributária ( $\frac{iB}{T}$ ). Assim, quaisquer governos cuja política fiscal incorresse em déficits públicos insustentáveis se veriam forçados, mais cedo ou mais tarde, a aumentarem a tributação.

Em Aspromourgos (2004) e (2007)<sup>81</sup>, reafirmando e desenvolvendo a posição em Aspromourgos (2000), é desenvolvido um modelo que tenta combinar o tratamento clássico dos preços relativos e da distribuição com o princípio da demanda efetiva para discutir os condicionantes da política monetária.

No artigo de 2004, este modelo serviu para ilustrar sua posição sobre um conjunto de relações que condiciona a política monetária a partir de uma discussão crítica sobre a possibilidade e viabilidade da proposta/sugestão de eutanásia do rentista, que Keynes fez no capítulo 24 da *Teoria Geral*. Desde então, este modelo tem servido para embasar analiticamente suas considerações sobre onexo-fiscal monetário.

A base teórica sraffiana permitiu a Aspromourgos combinar a ideia de taxa de juros exógena, determinada por fatores monetários com a ausência de uma relação sistemática entre taxa de juros e investimento. Assim, mesmo supondo a flexibilidade dos preços, existe a viabilidade de equilíbrio no mercado de produto com várias taxas de juros reais de equilíbrio, sem que isso engendre qualquer tendência ao pleno emprego dos fatores de produção.

---

<sup>80</sup> Nesta passagem,  $\Delta B$  é a variação da dívida pública,  $G$  é o nível de gasto público,  $ELR$  é a proposta de Empregador de Última Instância que Wray desenvolve neste livro. “Private agents may collectively decline to take up in sufficient quantities (or even ‘take fright’ and then ‘take flight’ from) *both* forms of government paper (securities, outside money); but they cannot similarly decline or take flight from tax liabilities. This is another way of approaching the conclusion that there are limits to the magnitude of  $\Delta B$  in funding (or, if one prefers, ‘sustaining’, ‘supporting’ or ‘effecting’) the level of  $G$  associated with an ELR policy. If there really were no financing constraints upon government expenditure—or more Why not go directly to expanding employment in the public sector proper? The only reason for not doing so (...) would appear to be a lack of useful activities which could be expanded in that sector—hardly plausible in an era that has been characterized by public sector austerity. Hence follows the distinct possibility that higher tax liabilities will probably be required to fund the policy” (Aspromourgos, 2000, p. 150-151)

<sup>81</sup> Ressalta-se que há pequenas diferenças na apresentação do modelo entre 2004 e 2007.

Vamos apresentar o modelo com base na exposição feita em Aspromourgos (2007). No conjunto de equações, que retratam uma economia fechada e com governo, temos a produção de uma única mercadoria, produzida por meio de trabalho homogêneo e capital circulante (a mesma mercadoria).  $l$  é a quantidade de trabalho requerida por unidade de produto,  $v$  é a quantidade de capital requerida por unidade de produto. Supõe-se  $v < 1$  para a viabilidade do sistema de produção. O preço monetário do produto ( $P$ ) é dado por:

$$P = \frac{wl}{[1 - (1 + r)v]} \quad (2)$$

Onde  $w$  é o salário monetário. A taxa de salário real ( $w/P$ ) e a taxa de lucros ( $r$ ) são relacionadas por:

$$\frac{w}{P} = \frac{[1 - (1 + r)v]}{l} \quad (3)$$

Há um consumo mínimo por trabalhador ( $c$ ), abaixo do qual o salário real não pode cair – com  $c < \frac{1-v}{l}$  para que haja viabilidade e lucros positivos. O espectro de valores possíveis para a taxa de lucro é dado por:

$$[(1 - v) - cl]/v \geq r \geq 0 \quad (4)$$

O produto ( $Q$ ) é determinado pela demanda agregada, soma do consumo privado ( $C$ ), do investimento privado ( $I$ ) e do gasto do governo ( $G$ ). Os salários (pós tributação) são integralmente gastos em consumo e os lucros e juros líquidos (pós tributação) são integralmente poupados. A demanda de investimento é determinada pela reposição do estoque de capital ( $vQ$ ), e o pelo estoque adicional de capital requerido pelas firmas de acordo com o crescimento esperado do produto ( $g_e$ ).

$$I = v(1 + g_e)Q \quad (5)$$



$$Q = C + I + G = (1 - t) \left( \frac{W}{P} \right) / Q + v(1 + g_e)Q + G \quad (6)$$

Substituindo a equação (2) na equação (5) e desenvolvendo:

$$Q = \frac{G}{s - v(1 + g_e)} \quad (7)$$

Onde  $s$  é a proporção do produto bruto não utilizado no consumo induzido:

$$s = 1 - (1 - t)[1 - (1 + r)v] \quad (8)$$

O termo em colchetes da equação (8) é o salário real antes da tributação por unidade de produto produzido. Temos a seguinte restrição:

$$\frac{s - v}{v} > g_e \quad (9)$$

Ou seja, a demanda de investimento determinada pela reposição do estoque de capital ( $vQ$ ), e pelo estoque de capital adicional requerido pelas firmas de acordo com o crescimento esperado do produto ( $g_e$ ) não pode exceder a proporção do produto bruto não utilizado no consumo induzido  $s$ . Essa restrição assegura uma solução com significado econômico. Essa suposição, em conjunto com a restrição que estabelece  $s < 1$  torna o multiplicador de (7) positivo e finito. Por simplicidade de exposição, são supostos a distribuição de renda dada e que a taxa de crescimento esperada  $g_e$  é igual à taxa de crescimento do produto e da capacidade  $g$ .

Teríamos três ativos que poderiam compor o portfólio do setor privado.  $H$  a base monetária,  $B$  a dívida pública, e  $PK$  o preço vezes o capital físico. Todos são mensurados em termos nominais<sup>82</sup>. Há funções de demanda pelos ativos de modo a

---

<sup>82</sup> Para simplificar a apresentação do modelo, vamos supor que não há inflação e portanto a taxa de juros nominal e a real são iguais. Mas o arcabouço é capaz de lidar com inflação positiva.

gerar as proporções desejadas em que os detentores de riqueza vão aceitar esses ativos, relativo à renda do setor privado pós tributação (excluindo-se os salários).

$a_h, a_b, a_k$  são as razões desejadas de cada ativo como proporção da renda pós-tributação da parcela do setor privado que não recebe salários e são função positiva da taxa de lucro  $r$  e da taxa de juros sobre os títulos públicos  $i$ . As razões reais dos estoques de cada ativo como proporção da renda bruta da produção são denominadas  $h, b$  e  $v$ .  $(\frac{H}{PQ}, \frac{B}{PQ}, \frac{PK}{PQ})$ :

$$a_h(r, i) = \frac{h}{[(1-t)(rv + ib)]} \quad (10)$$

$$a_b(r, i) = \frac{b}{[(1-t)(rv + ib)]} \quad (11)$$

$$a_k(r, i) = \frac{v}{[(1-t)(rv + ib)]} \quad (12)$$

Neste equilíbrio, a taxa de investimento privado líquido ( $gv$ ) mais o déficit primário do setor público ( $d$ ) são iguais à poupança privada. Expressos como razão da renda bruta da produção, teríamos:

$$gv + (d + ib) = (1-t)(ib + rv) \quad (13)$$

As proporções do déficit público que são financiadas por base monetária  $\gamma$  e pela emissão de títulos públicos  $(1-\gamma)$  são:

$$\gamma(d + ib) = hg \quad (14)$$

$$(1 - \gamma)(d + ib) = bg \quad (15)$$

Impor constância sobre  $h$  e  $b$  em equilíbrio torna o equilíbrio orçamentário “sustentável” no sentido usual. Somando as equações (14) e (15) e substituindo em (13), temos que:

$$(h + b + v)g = (1 - t)(ib + rv) \quad (16)$$

Neste modelo, o governo consegue estabelecer a taxa de juros  $i$  e a taxa de crescimento  $g$  (determinada no modelo pela taxa de crescimento dos gastos públicos). Entretanto, como se verá ao longo da seção 2, tanto em Aspromourgos (2007) como em trabalhos subsequentes, o autor irá relaxar a suposição que o governo consegue estabelecer  $i$  de maneira exógena.

As equações (10 – 12) com a (16) podem servir para determinar  $r$ ,  $b$ ,  $h$  e  $t$ . Assume-se que há um conjunto único e estável de valores de equilíbrio com significado econômico para estas quatro variáveis.

Considerando o sistema descrito acima (Equações 2 a 16), o caso representativo para o autor nos parece ser o que o governo não incorre em déficits insustentáveis segundo sua definição e a relação dívida/PIB torna-se estável. Desse modo, se  $i > g$  então é necessário um superávit primário para que a relação dívida/PIB fique constante. Se  $i < g$ , um déficit primário é compatível com a estabilidade da relação dívida/PIB<sup>83</sup>.

Uma vez estabelecidas as razões desejadas pelo setor privado  $a_h, a_b, a_k$ , o governo definiria sua carga tributária de modo que não ocorra um déficit primário que cause uma variação da relação dívida/PIB. Assim,  $t$  e  $r$  variam de modo a produzir esse resultado. Em equilíbrio, as razões  $b, h, v$  são constantes.

---

<sup>83</sup> Aspromourgos (2010, p. 445) aponta que sendo  $b^*$  a relação dívida/PIB que deve ser constante no equilíbrio, o déficit (ou superávit) que torna esta relação constante é igual  $b^*$  vezes o diferencial entre as taxas de crescimento e de juros.

Embora o modelo acima seja desenvolvido para uma economia fechada, os artigos de 2004 e 2007 são encerrados colocando no fato de a economia ser aberta, a principal dificuldade de a Autoridade Monetária perseguir uma política monetária de taxa de juros real zero ou muito baixa na linha proposta por Keynes na Teoria Geral, quando defendeu a eutanásia do rentista.

## **2.2 Política monetária sem considerações sobre o nexó monetário-fiscal**

Citando Pivetti (1991), Aspromourgos defende que a taxa real de juros é decidida pela Autoridade Monetária em meio a objetivos e restrições de política monetária. Aspromourgos (2007, p. 522) relembra Keynes, na *Teoria Geral*, para defender a ideia que, dentro do espectro de taxas de juros reais possíveis, a taxa de juros vigente surge da interação entre a política monetária e as expectativas do mercado<sup>84</sup>.

Como colocado por Lavoie (2014, p. 230-234) existe uma controvérsia sobre qual “a” taxa de juros que depende da interação entre política monetária e as expectativas do mercado. Aqui se adota a interpretação que essa interação condiciona a determinação da taxa de juros de títulos públicos de longo prazo. Esta taxa surge da interação entre Autoridade Monetária, Tesouro e o setor privado, pois, usualmente, o Banco Central não atua na determinação das taxas de juros de longo prazo.

O Banco Central define a taxa de curto prazo e as expectativas do mercado quanto ao curso futuro desta taxa de juros tem impacto sobre o curso da taxa de juros de longo prazo. Desse modo, se o Tesouro e a Autoridade Monetária agissem com insuficiente “convicção”, “persistência” e “consistência de propósito”, ela poderia ser “superada” pelo mercado na definição da taxa de juros de longo prazo.

A preferência pela liquidez, apenas à medida que tenha alguma relevância na função de reação da Autoridade Monetária, poderia impedir o curso que a Autoridade Monetária queira dar para a taxa básica de juros<sup>85</sup>. Isso aconteceria à medida que o Banco Central não ficasse indiferente ao aumento de base monetária, advindo dos bancos trocando títulos públicos em carteira por moeda.

---

<sup>84</sup> O autor não faz menção sobre o suposto de moeda exógena na elaboração de Keynes na *Teoria Geral*, essencial para que a demanda por moeda exerça alguma influência na taxa de juros nesta formulação.

<sup>85</sup> “The possible role for market sentiment or expectations therefore is best characterized by giving the market’s liquidity preference a role in the authorities’ reaction function. In this way, liquidity preference, as a kind of constraint on the authorities, is ‘internalized’ in the authorities’ beliefs.” (Aspromourgos, 2007, p. 529)

Note que essas considerações em nada comprometem o argumento da taxa de juros de curto prazo ser exógena, uma vez que a “capacidade” de o mercado conseguir superar a Autoridade Monetária na definição da taxa de juros é condicionada pela influência que este tenha na função de reação da Autoridade Monetária.

Em Aspromourgos (2007), como em Aspromourgos (2004), as principais restrições para a determinação das taxas de juros pela política monetária são externas. Quanto aos condicionantes internos, o mercado não teria base objetiva para contestar a escolha das autoridades, a não ser alguma noção de normalidade:

“Market sentiment has no objective basis for contesting the authorities’ rate choice in such a system—other than a notion of ‘normalcy’ which can hardly be more than an artefact of previous experience—and therefore market sentiment amounts to a set of expectations susceptible to alteration by just the sort of careful pushing and prodding by policy that Keynes advocates.” (Aspromourgos, 2007, p. 530)

Entretanto, o autor aponta em (2004) e (2007) que embora a Autoridade Monetária possa controlar a taxa de juros, ela não controla a relação entre os retornos dos diferentes ativos em que o setor privado pode aplicar seus saldos monetários. Para o autor, este fato poderia criar problemas para a Autoridade Monetária. Num contexto de taxas de juros reais que incidem sobre os títulos públicos mantidas baixas ou zero, para dar suporte a uma política de pleno emprego, o autor sugere que pode haver uma corrida para outros ativos que apresentem um retorno maior. Nos termos do modelo simplificado apresentado na seção 2.1, a corrida só poderia ser para ativos de capital, uma vez que o outro ativo é a base monetária que rende juro nominal zero.

Para além do modelo simples apresentado, Aspromourgos (2011) salienta que um dos problemas em se colocar a política monetária permanentemente a serviço de uma política de manutenção do pleno emprego seria o fato de se perder um instrumento de combate à inflação. Os outros problemas seriam o fato de que taxas de juros baixas favorecem a especulação e a dificuldade de se manter tal política numa economia aberta com liberdade de fluxo de capitais entre os países. Neste trabalho, o próprio autor defende a flexibilidade da política fiscal para conter pressões de demanda e reconhece que atividades especulativas prescindem de taxas de juros muito baixas e são combatidas de maneira mais eficaz com regulação financeira.

O autor termina esse artigo de maneira pessimista afirmando que uma política monetária que tentasse manter as taxas de juros de curto e longo prazo baixas ou próximas a zero

“*faces very considerable, possibly insuperable, obstacles in practice.*” (Aspromourgos, 2011, p. 653). Lembrando da Era de Ouro do capitalismo e de alguns períodos após, Aspromourgos pondera que tais políticas persistiram por períodos consideravelmente longos.

### 2.3 Política monetária e o nexó monetário-fiscal

Nesta subseção, trata-se de apresentar como mudam as considerações de Aspromourgos sobre política monetária quando se coloca em questão a relação entre as políticas monetária e fiscal.

Utilizando a ideia de Pivetti (1991), sobre objetivos e restrições de política monetária condicionando a determinação das taxas de juros, para Aspromourgos *et al* (2010), a postura do setor privado, na presença de déficits públicos que alteram a trajetória da dívida pública, será colocada entre as restrições que a Autoridade Monetária enfrenta na implementação de uma política monetária. Em suas palavras: (*b* na passagem abaixo é a relação dívida/produto):

“(...) the most genuine constraint upon *b* — the genuine trade-off — is the possible unwillingness of the private sector to hold higher levels of government debt relative to income, without receiving higher (at least relative) yields.” (Aspromourgos *et al*, 2010, p. 437-438)

E o enunciado *trade-off* acima não seria apenas para os novos fluxos de títulos para financiar eventuais déficits correntes, mas para o total de títulos públicos em mãos do setor privado. Na visão dos autores, uma elevação rápida da relação dívida/PIB poderia enfrentar uma dificuldade de assimilação dos novos títulos públicos por parte do setor privado, levando a uma pressão por elevação no rendimento dos títulos públicos<sup>86</sup> como também poderia provocar uma elevação no preço de ativos privados.

“It is the total stock of government securities, vis-a-vis portfolio preferences, which must be equilibrated, not merely the flow of new securities vis-à-vis the flow of private saving net of investment during the same period. A relatively rapid rise of *b* would be more difficult for private sector portfolios to digest, possibly leading not only to upward pressure on bond yields, but to upward pressure on other asset prices.” (Aspromourgos *et al*, 2010, p. 445)

---

<sup>86</sup> Na subseção 2.2 foi apontado como a taxa de juros de curto prazo só seria afetada pela interação entre Autoridade Monetária e o mercado, se o mercado conseguisse ter algum papel na função de reação do Banco Central. No argumento em questão fica implícito que a pressão existiria porque o Banco Central teria aversão ao aumento do estoque de moeda em mão do setor privado.

Lembremos que déficits públicos podem, num primeiro momento, aumentar a base monetária. À medida que os novos títulos públicos sejam recusados pelo setor privado, ou o estoque de títulos existente na mão do setor privado seja trocado por moeda no Banco Central por moeda, os autores acreditam que poderia ocorrer uma corrida para outros ativos financeiros e/ou reais<sup>87</sup>.

No caso de corrida para ativos financeiros, a pressão para elevação do preço dos ativos poderia exercer uma pressão para a redução do retorno desses ativos. Os autores argumentam que o piso seria estabelecido pelo rendimento (real) dos títulos públicos. Mas tal processo também poderia resultar em corrida para ativos reais ou outras atividades especulativas. Assim, a corrida para ativos financeiros:

“(...) might place downward pressure on yields of other financial assets, though there is a lower limit to that (the levels of the riskless yields on government securities). But it could also, for example, precipitate shifts into assets such as real estate, and other such speculative activities.” (Aspromourgos *et al*, 2010, p. 445)

No caso de ativos reais, Aspromourgos *et al* (2010) e Aspromourgos (2011) utilizam a ideia que tanto déficits como a proximidade do nível de pleno emprego, implicam em inflação (sistema próximo da plena capacidade, existência de gargalos), o que provoca uma alteração na relação entre os retornos reais dos ativos. Dada uma taxa de juros nominal, a inflação reduz a taxa de juros real, o que pode fazer com que o setor privado decida alocar uma fração maior do seu portfólio em outros ativos (reais), agravando o problema inflacionário. Assim, uma política fiscal expansionista em conjunto com uma política monetária expansionista (*cheap money*) poderia levar a consequências indesejadas, à medida que o instrumento tradicional de combate a inflação, a taxa de juros, estaria sendo manejada de acordo com o objetivo do pleno emprego.

---

<sup>87</sup> Nesta outra passagem, os autores sugerem que pequenos aumentos da relação dívida/PIB não despertariam este processo: “While government in a fiat-money economy certainly can fund outlays by issuing outside money, a further issue requires consideration: the willingness of the private sector to digest the associated growth of outside money and securities (the latter, via the interest-setting monetary policy mechanism). The terms upon which the private sector will hold those stocks can involve endogenous changes in prices and yields, as well as quantities. Those processes need not be entirely benign. The interest-setting mechanism of contemporary monetary policy enables the private sector to rid itself of unwanted holdings of outside money (by exchanging them with the central bank for interest-bearing securities), or rid itself of unwanted holdings of government securities (by exchanging them with the central bank for outside money), but not both simultaneously. To that extent, *b* might only safely be raised slowly or by small increments.” (Aspromourgos *et al*, 2010, p. 445).

“In a closed system, the Keynesian effective demand mechanism is a process whereby private saving plus tax revenues is brought into balance with private investment plus government outlays, via multiplied movements in activity levels and incomes. If this equilibration happens to occur in the neighbourhood of full utilisation, the Keynesian mechanism still works, but via inflation. But even at less-than full utilisation, there can, and generally will be, price effects (rather than just quantity changes) in the adjustment process. To the extent that the Keynesian mechanism is associated with inflation, as a result of proximity of the system to capacity constraints or bottlenecks, this might have undesirable implications for the margins between short and long yields—which could be compounded by private sector unwillingness to sufficiently realise its saving in take-up of additional government bonds, quite apart from any new inflation prospect. Put bluntly, the pursuit of this Keynesian-style scenario could have ill consequences: undesirable average interest rate outcomes could result from either an overly ‘adventurous’ policy and/or ‘adverse’ market sentiment.” (Aspromourgos et al, 2010, p. 443)

Embora partilhem do princípio da demanda efetiva para a determinação dos níveis de produto e emprego, os autores argumentam que embora, numa economia fechada, o investimento determine a poupança por meio de variações na renda/produto, e que a poupança privada seja igual ao investimento *mais* o déficit público, não haveria mecanismo que garanta que o setor privado decida alocar sua riqueza em títulos públicos, o que poderia causar constrangimentos para a estabilidade macroeconômica, como a inflação e a especulação.

“(…) in a closed Keynesian system in which planned investment (private plus public) is brought into equality with planned saving (private plus public), via adjustment of aggregate incomes, no interest rate mechanism is required to bring forth the equilibrium level of saving. What is required, rather, is a mechanism for ensuring that the new addition to the outstanding stock of government securities arising in any time-period, relative to the stocks (and any new additions to stocks) of other financial assets, will be taken up by the private sector. (This is not guaranteed by the Keynesian mechanism equilibrating aggregate investment and saving: what assets the private sector chooses to realise its saving in is a distinct question.)” (Aspromourgos et al, 2010, p. 442)

A possibilidade de tais constrangimentos restringiria a própria capacidade de o governo fixar exogenamente a taxa de juros sobre os títulos públicos. Os autores afirmam que, sendo a taxa de juros dependente da relação dívida/PIB, o governo poderia escolher apenas combinações de  $(i, b)$  que respeitem as escolhas de portfólio do setor privado, deixando implícito que nestas escolhas  $b$  ficaria estável. Assim, é sugerida uma relação entre variáveis fiscais (déficit primário e dívida/PIB) e a taxa de juros que incide sobre os títulos públicos. Seria necessário que o governo utilize a taxa de juros real para atrair a demanda privada pelos títulos públicos, evitando inflação e especulação.



Lembrando que a tributação pode exercer o mesmo papel que o de títulos públicos no sentido de deixar o setor privado com menos moeda, evitando tais constrangimentos, e que os cidadãos não podem se opor à tributação, como podem se opor a comprar títulos públicos, os autores argumentam que:

“in the end, if societies want social-democratic public sectors, they are obliged to have social-democratic tax rates; and if they want American tax rates, they will have to live with American-style public sectors” (Aspromourgos et al, 2010, p. 445-6)

Desse modo, o setor privado, por meio da demanda de títulos públicos novos ou em mercado (estoque), seria capaz de estabelecer um limite para a relação dívida/pib, assim como é sugerida a relação positiva entre, de um lado, déficits e/ou dívida pública em relação ao nível de produto, e, de outro lado, taxas de juros, com a causalidade indo das variáveis fiscais para a taxa de juros pelos mecanismos apresentados.

#### **2.4 Aspromourgos sobre Keynes, Lerner e o nexa monetário-fiscal**

Aspromourgos (2012) defende que a abordagem das finanças funcionais não seria um corolário lógico do princípio da demanda efetiva. As finanças funcionais seriam apenas uma das posições políticas possíveis, uma vez que o pleno emprego poderia ser alcançado e mantido com orçamento equilibrado. Segundo Aspromourgos, as diferenças entre Keynes e Lerner seriam explicadas pelas dificuldades relacionadas ao crescimento da dívida pública e seus possíveis efeitos sobre as taxas de juros de longo prazo, as quais teriam sido consideradas por Keynes e negligenciadas por Lerner.

“When Lerner claimed that Keynes was timid, even inconsistent, in not wholeheartedly endorsing functional finance, it was with a view to what Lerner took to be the logic of *GT* – his conviction that functional finance was the natural policy corollary of the theory of that book (Aspromourgos 2014b: 424). Keynes’s qualifying his endorsement of functional finance is entirely consistent with *GT*. But his view that Lerner was not facing ‘the real difficulties’, ‘all the practical problems’, is more an expression of Keynes’s deep policy engagement with debt management and interest rate issues throughout the 1930s and 1940s, and this, for a nation with high public debt liabilities relative to national income. (Aspromourgos, 2016, p. 15).

Em Aspromourgos (2014a), o autor discute as posições de Keynes e Lerner sobre as questões que relacionam as políticas monetária e fiscal para o pleno emprego. O autor parece mais próximo às colocações de Keynes, as quais considera prudentes, em relação

à sua dissociação entre teoria e política econômica, e em relação à trajetória da dívida pública e seus possíveis efeitos sobre o complexo de taxa de juros. (idem, p. 430)

Nos trabalhos, Aspromourgos (2014a) (2014b) e (2016), onde são discutidas as posições de Keynes e Lerner quanto à relação entre o financiamento dos déficits públicos e a determinação da taxa de juros de longo prazo dos títulos públicos, é indicada a dependência desta taxa em relação às expectativas do mercado. Comentando a posição de Keynes sobre o assunto, Aspromourgos escreve:

“(...) ‘the long-term market-rate of interest will depend, not only on the current policy of the monetary authority, but also on market expectations concerning its future policy’. The short rate is ‘easily controlled’; but the long rate ‘may be more recalcitrant when once it has fallen to a level which, on the basis of past experience and present expectations of *future* monetary policy, is considered “unsafe” by representative opinion’.” (Aspromourgos, 2016, p. 11)

Nesse sentido, uma política fiscal baseada nos dois princípios básicos das finanças funcionais de Lerner, seria simplista pois não teria maiores considerações sobre o nexo fiscal monetário. Assim, “*Keynes’s more considered views on debt, taken altogether, suggest the conclusion that policy management of the psychology of the debt market (or equivalently, the yield curve) was the key difficulty that Lerner did not face.*”<sup>88</sup> (Aspromourgos, 2014a, p. 427)

Em Aspromourgos (2014a) e (2016), o autor apresenta as “dicas” de Keynes para Tesouro e Banco Central obterem sucesso no processo de a Autoridade Monetária dar a forma desejada para a estrutura a termo da taxa de juros. No decurso dessa apresentação, o autor elabora melhor os argumentos que fundamentariam teoricamente as posições tomadas em Aspromourgos *et al* (2010).

As dicas acima mencionadas consistiriam em: i) Tesouro e Banco Central teriam de lidar com a psicologia do mercado, que estaria sujeita à falsa consciência dos agentes, e esta seria relevante para a definição da taxa de juros de mercado de longo prazo (*market rate of interest*). Por fatores subjetivos, o crescimento relativo da dívida pública poderia implicar numa pressão para elevação da taxa de juros de longo prazo, inclinando a curva

---

<sup>88</sup> Aspromourgos argumenta que essa posição de Keynes sobre o crescimento da dívida pública, se refletiria na recusa de Keynes em endossar publicamente as proposições de Lerner numa reunião em Washington em 1943. Para mais sobre esse episódio, ver Aspromourgos (2014a)

de rendimentos<sup>89</sup>; ii) Banco Central e Tesouro precisariam apresentar continuidade, coerência e gradualismo na política monetária e; 3) o Tesouro deveria deixar o público escolher o espectro de maturidades dos títulos públicos.

A curva de rendimentos relativa aos títulos públicos de longo prazo, formada no mercado de acordo com as expectativas dos agentes privados quanto ao futuro da taxa de curto prazo, expressaria a taxa de juros necessária para que o setor privado demandasse títulos de longo prazo do Tesouro. Combinando suas considerações e as de Keynes, Aspromourgos afirma que o modo com que as autoridades teriam de lidar com a psicologia do mercado seria “massagear” o sentimento do mercado de acordo com os objetivos da política monetária para as taxas de juros e que tais objetivos poderiam ser comprometidos por um rápido crescimento da relação dívida/PIB:

“To get their way with respect to interest rates the monetary authorities have to massage market sentiment into conformity with the authorities’ interest rate objectives (something about which Keynes expresses cautious optimism). This could be compromised by a rapid growth of public debt if, for reasons of false consciousness, such debt growth reduces the private sector’s preference for public debt relative to other assets.” (Aspromourgos, 2014a, p. 426)

Fica subjacente ao argumento que o Tesouro é um tomador de preço nesse mercado de títulos de longo prazo e Aspromourgos elabora pouco sobre o que diferenciaria o Tesouro de um devedor comum (privado). O autor também (2016, p. 17) escreveria que *“In 1939 Keynes again speaks of Treasury having ‘the power within certain limits’ to determine ‘reasonable’ borrowing rates; but here also the limits are not made explicit, and ‘reasonable’ is defined only as the general level of rates consistent with full employment”*

Mas, cita que Keynes coloca a elevação da base monetária como uma condição do gasto público não pressionar a taxa de juros de longo prazo no mercado com suas operações de financiamento. O gasto público deveria poder prescindir do recebimento de impostos ou da venda de títulos públicos para que não houvesse essa pressão desnecessária no mercado monetário:

“Loans must be raised after the expenditure has been incurred and not before. The savings come into existence *pari passu* with the expenditure,

---

<sup>89</sup>. Aspromourgos argumenta que, para Keynes, apenas a aplicação dos dois princípios fundamentais das finanças funcionais (p. 35 desta tese) poderia resultar em déficits crescentes, piora da distribuição de renda e a estabilização da dívida pública num nível alto e indesejado. (Aspromourgos, 2014a, p. 427).

and owing to various time lags and transferences are not likely to be available for subscription to a loan until sometime later. If an attempt is made to borrow them before they exist ... a stringency in the money market must result, since, pending the expenditure, the liquid resources acquired by the Treasury, must be at the expense of the normal liquid resources of the banks and the public.” (Keynes, *CW*: XXI, 516–17 *apud* Aspromourgos, 2016, p. 7)

A atuação do Tesouro deveria ser coordenada com a Autoridade Monetária. O Tesouro precisaria ser indiferente quanto ao espectro de maturidades dos títulos públicos como uma ferramenta para reduzir o custo da dívida pública para o Tesouro. Na passagem abaixo, Aspromourgos explica a visão de Keynes sobre a importância do Tesouro não ter o desejo de alongar os prazos dos títulos públicos a qualquer custo, o que permitiria que Tesouro e Banco Central determinassem a taxa de juros de curto e longo prazo<sup>90</sup>:

“Keynes goes on to argue that so long as the authorities have no ‘counter-liquidity preference’ – i.e., they are ‘indifferent about [short versus long] funding’ – then ‘they can make both the short and long-term [rates] *whatever they like*’ (emphasis added), although this is qualified by considerations of ‘whatever they feel to be right’ for ‘employment and other social reasons [e.g., “how much reward to saving is socially desirable”]’ ‘continuity of policy and gradualness of changes should be ensured unless in exceptional circumstances and for grave cause’.” (Aspromourgos, 2016, p. 12)

As afirmações acima de Keynes contradizem frontalmente as posições adotadas por Aspromourgos *et al* (2010) apontadas na seção anterior, particularmente a sugerida relação positiva entre dívida/PIB e taxa de juros. Isto o levou a qualificar substancialmente a proposição acima de Keynes abrindo o caminho para reafirmar a razoabilidade de suas próprias proposições:

“Hence Keynes’s above-quoted comment that the authorities can make short and long rates ‘whatever they like’, in fact, is subject to rather substantial qualification. In the tap system the authorities set the rates they offer the market across new issues of maturities (in effect, exogenously fixing the term structure), and allow the market to determine the quantities taken up – with monetary financing making up any shortfall between the quantities of securities issued and the private sector take-up. Putting aside the self-imposed constraints that Keynes mentions (e.g., the above-mentioned ‘social reasons’), if the policy-maker can set *any* rates and spreads, then, for example, why not offer 2 per cent and 1 per cent on short and long securities respectively? There are limits to the authorities’ capacity to set term spreads which, to take the most obvious consequence, make a negative term spread non-credible as a persistent or permanent policy. Hence the levels and spreads Keynes proposes could not

---

<sup>90</sup> Esta passagem estendida será novamente citada mais para frente, onde ficará evidente que “They” se refere ao Tesouro e ao Banco Central.

have been other than with a view to constraints derived from the psychology of the market – even if with influence on those constraints from policy (along the lines of *GT*: 201–04) – that psychology, in turn, being determined by objective phenomena (e.g. relative liquidity, differential risk, objective factors shaping future short rates) and subjective factors (e.g., false consciousness, attitudes towards risk). All the rate structures proposed by Keynes in the 1930s and 1940s entail a positive-sloped yield curve.” (Aspromourgos, 2016, p. 12)

Por fim, Aspromourgos (2016) reconhece que a base do otimismo de Keynes consistiria na confiança que uma política monetária consistente e bem coordenada entre Banco Central e Tesouro poderia “moldar” as expectativas do mercado de acordo com seus objetivos de longo prazo:

“The optimism is expressed in the conviction that if the authorities conduct measured policy, consistently pursued, conveying to the markets that they know what they’re doing and are confident with regard to their purposes and conduct, then they can shape interest rate expectations to their objectives.” (Aspromourgos, 2016, p. 12)

Contrastando com o otimismo de Keynes em moldar a estrutura a termo da taxa de juros de acordo com objetivos de longo prazo, no fim do artigo, Aspromourgos (2016) volta a reafirmar a possível relação positiva entre taxa de juros real líquida de impostos e a relação dívida/PIB proposta em Aspromourgos *et al* (2010), considerando o caso em que haja inflação próximo ou na situação de pleno emprego<sup>91</sup>:

“But if, at prevailing yields on government securities, the private sector as a whole is unwilling to substitute government securities for the entirety of any such excess money balances (net of taxation), then that money will find its way into other channels (expenditure on other assets or on goods and services) until it ceases to be an excess – unless government yields become more attractive.” (Aspromourgos, 2016, p. 14)

### 3. Questões para Aspromourgos

Nesta subseção, apresentaremos nossas objeções e questionamentos a algumas das posições tomadas por Aspromourgos e co-autores. São basicamente duas proposições

---

<sup>91</sup> O autor concede, corretamente, que Keynes preferiria recorrer à tributação do que elevar as taxas de juros e comprometer o horizonte de longo prazo da política monetária. Evidência textual dessa posição de Keynes será apresentada na próxima seção.

sobre a relação entre financiamento do déficit público<sup>92</sup> e a taxa de juros de longo prazo que se pretende questionar:

1 - a ideia sugerida de que o setor privado no agregado, numa economia fechada, pode estabelecer um limite objetivo ao financiamento deficitário, via variação da base monetária, investindo em outros “ativos”;

2 - a sugerida relação positiva entre a taxa de juros que o governo paga nos títulos públicos e a relação dívida/PIB e o mecanismo pelo qual isso aconteceria.

Ao questionarmos as duas proposições acima, pretendemos, simultaneamente, argumentar que Keynes era mais próximo às posições de Lerner do que Aspromourgos (2014a) e (2016) avalia, na questão do financiamento do gasto público e na relação entre esse financiamento e a determinação das taxas de juros que incidem sobre os títulos públicos. Para tanto, serão apresentadas as evidências textuais que autorizam essa visão sobre a posição de Keynes.

É necessário lembrar que o contexto geral no qual se inscreve esta discussão é o financiamento de políticas de pleno emprego e as possíveis relações entre o financiamento do déficit público que possam surgir na consecução destas políticas e a taxa de juros de longo prazo sobre os títulos públicos.

### **3.1 Déficits públicos, dívida pública e as escolhas do setor privado numa economia fechada.**

Diferentes arranjos institucionais podem fazer com que o gasto público prescindia do recebimento de impostos ou da venda de títulos públicos para o financiamento do gasto público. Nestes casos, déficits públicos aumentam a base monetária. Como colocado por diversos autores, todo o mais constante, isto exerce uma pressão baixista sobre a taxa de juros no mercado de reservas bancárias e o Banco Central é obrigado a realizar operações de mercado aberto, se quiser manter uma meta de taxa de juros de curto prazo.

Assim, torna-se confusa a afirmação que *“monetary financing is only possible to the extent of any increasing private sector demand for outside money; beyond that, there*

---

<sup>92</sup> Está implícito no argumento do autor que os déficits considerados problemáticos são aqueles que fazem crescer a relação dívida/PIB. Neste trabalho, déficits recebem esta aceção.

*must be recourse to debt financing.*” (Aspromourgos, 2014a, p. 426). Não está claro como o setor privado impedir a elevação da base monetária de uma moeda estatal de curso forçado.

Assim, está se afirmando que o setor privado não pode conter o crescimento do passivo do setor público, de modo que a escolha do setor privado, numa economia fechada, se resume em deixar o aumento de sua riqueza líquida em uma forma que renda (títulos públicos) ou que não renda juros (base monetária). Esta é a escolha que cabe ao setor privado.

Não está claro se Aspromourgos *et al* (2010, p. 442) ou Aspromourgos (2016, p. 12) chegam a sugerir que o setor privado agregado, numa economia fechada, seja capaz de aplicar em ativos financeiros privados ao invés de aplicar em títulos públicos, mas parece necessário tecer considerações sobre a viabilidade dessa suposição.

Para um dado estoque de ativos financeiros privados<sup>93</sup>, quando um agente do setor privado compra um ativo financeiro privado, outro está vendendo e ficando com moeda. Desse modo, seja qual for o nível de preço em que o ativo financeiro é transacionado, para o agregado, a elevação da base monetária causada por um aumento do déficit público permanece inalterada. Por isso, é possível que o aumento do número de compra e venda de ativos financeiros, tenda a elevar o preço dos ativos privados e a reduzir o rendimento desses ativos, de modo que os títulos públicos permanecem pagando o rendimento mínimo livre de risco, como admite Aspromourgos *et al* (2010, p. 445).

Para que fosse possível para parte do setor privado aplicar sua riqueza/saldos monetários em ativos financeiros privados (e não apenas o aumento do número de compra e venda desses ativos), fugindo dos títulos públicos, seria necessário que, ao aumento da base monetária, se seguissem novas emissões de ativos financeiros privados na medida do déficit público. Mas, novamente, para o agregado se algum agente aplica em um ativo, outro agente está se desfazendo deste ativo e ficando com moeda. Como esse deslocamento em direção aos ativos privados não pressionaria a taxa de lucro dessas aplicações? Não está claro por que os agentes continuariam comprando e vendendo ativos privados, com rendimentos cada vez menores, ao invés de aplicar em títulos públicos livres de risco. Por que a fuga de algo seguro (títulos públicos) para algo

---

<sup>93</sup> Ou mesmo no caso de ativos reais que não estão sendo correntemente produzidos, por exemplo, imóveis antigos.

não seguro (títulos privados)? Por que a fuga de algo que rende algo (títulos públicos) para algo que não rende (base monetária)?

O setor privado não dispõe de uma estrutura de coordenação das decisões privadas, as quais seriam necessárias para prover uma alternativa privada rentável para todo o aumento da base monetária. A administração/operacionalização da taxa de juros de curto prazo pelo setor público requer uma complexa estrutura que permite ao Banco Central realizar de modo apropriado esta função, realizando operações de mercado aberto de acordo com a sua meta para esta taxa de juros. Bancos privados se reportam por lei ao Banco Central e são obrigados a liquidar suas contas de compensação no balanço do Banco Central. Lavoie (2014, p. 218-219) afirma que:

“(...) the ability of the central bank to fix interest rates is not so much related to its monopoly over the issue of high-powered money; rather, it has to do with the fact that the central bank is part of the clearing-house arrangement, and that ultimately banks and other direct clearers are required by law to settle their clearing accounts on the books of the central bank. The central bank has the power to corner the market, forcing all banks to borrow from the central bank at the interest rate of its choice. Thus, in contrast to what was claimed by a number of economists, even heterodox ones, the advent of electronic money, the abandonment of compulsory reserve requirements and the reintroduction of private currency cannot undermine the power of central banks to control the overnight rate.”

No caso da Autoridade Monetária, não é por acaso que sua atuação para operacionalizar uma taxa de juros é defensiva. Todo o mais constante, variações da base monetária, implicam em contração/expansão dos títulos em carteira do Banco Central para manter inalterada a taxa de juros e a Autoridade Monetária tem poder ilimitado para realizar esta tarefa. O Tesouro, ao vender títulos de longo prazo, ajuda a Autoridade Monetária na administração da taxa de juros por ela escolhida. Mas, do ponto de vista econômico e desconsiderando fatores institucionais, não há relevância se quem vende títulos é o Tesouro ou o Banco Central, na medida em que ambos estão provendo uma alternativa rentável ao setor privado.

É a incapacidade do setor privado agregado de criar oportunidades lucrativas mais atrativas que a taxa de juros do setor público, na medida da elevação da poupança privada causada pelo déficit público, que cria as condições objetivas para a demanda por títulos públicos. Lembremos que a taxa de juros do setor público estabelece o piso da taxa de lucro numa economia capitalista (Pivetti, 1991). Desse modo, a dívida pública,



cuja existência está consolidada nas economias capitalistas, é uma forma de manter a riqueza privada acumulada numa forma que renda juros sem risco de *default*.

Se o financiamento deficitário e a manutenção de taxas de juros baixas implicassem em maiores gastos privados, seja em consumo ou investimento, o governo teria a oportunidade de reduzir seu gasto e o déficit público (tanto pela redução do gasto como pelo aumento da arrecadação tributária provocada pela expansão do gasto privado se os tributos forem função da renda) sem comprometer o objetivo básico da política de pleno emprego, que é gerar um nível de gasto agregado capaz de comprar o produto de pleno emprego da economia.

Em Keynes, como em Lerner, no nível de pleno emprego, a tributação aparece como uma alternativa mais razoável do que a elevação da taxa da taxa de juros, para compatibilizar nível de produto e demanda agregada. Assim, é importante ressaltar, que não é por uma questão de *financiamento* que a tributação é preferível à elevação da taxa de juros, mas como uma maneira de compatibilizar oferta e demanda agregada, evitando inflação de demanda. Assim, se por alguma razão<sup>94</sup>, no nível de pleno emprego, o gasto público for considerado prioritário em relação ao gasto privado, a tributação deveria ser elevada para conter o gasto privado:

“At present the Chancellor of the Exchequer is being moderately merciful in the matter of taxation. This is because he thinks it advisable at present stage – rightly in my opinion – not to discourage private enterprise and expenditure more than its necessary. But if and when the approach of full employment makes it essential to discourage all avoidable expenditure, the existing reasons against the taxation heavier taxation are replaced by reasons in favour of it. Taxation is in every way a much better instrument for discouraging private expenditure than a high rate of interest.” (Keynes, CW XXI, 1939, p. 536)

### **3.2 A relação entre déficits públicos e a taxa de juros de longo prazo sobre os títulos públicos**

Conceitualmente, é importante definirmos simplificadamente sobre três taxas de juros que, por vezes, aparecem juntas neste debate, mas que possuem determinantes distintos. A primeira é a taxa de juros de curto prazo do BC no mercado de reservas bancárias. A segunda é a taxa de juros de longo prazo do mercado primário de títulos, que é definida

---

<sup>94</sup> Em diversas passagens do *Collected Writings* XXII, são analisadas situações como essa por causa da II Guerra Mundial.

no momento em que o Tesouro vende um título público para um *dealer* do setor privado. A terceira é a taxa de juros de longo prazo no mercado privado, determinada pelos bancos privados, e não está em discussão neste artigo.

Não parece haver controvérsia, para os autores tratados aqui e uma ampla tradição da taxa de juros exógena que a taxa de juros determinada pelo BC no mercado de reservas bancárias é facilmente controlada pela Autoridade Monetária. E que são as expectativas do mercado quanto ao curso futuro desta taxa que influenciam a determinação taxa de juros de longo prazo sobre os títulos públicos.

O que parece causar controvérsia é qual a relevância que os fatores subjetivos como as expectativas acima referidas têm sobre a determinação das taxas de juros de longo prazo públicas. Ou, colocando a questão de outra perspectiva, até que ponto Tesouro e Banco Central têm poder sobre a taxa de juros de longo prazo?

Aspromourgos *et al* (2010) sugere que as expectativas do mercado poderiam resultar numa possível relação positiva entre a relação dívida/PIB e as taxas de juros de longo prazo sobre os títulos públicos, que se refletiriam nas taxas privadas.

A construção desse argumento por Aspromourgos e co-autores passa pelos seguintes passos: i) sugere-se que a demanda por títulos públicos pelo setor privado é função inversa da taxa de juros; ii) associa-se o déficit primário, que cause um rápido crescimento da relação dívida/PIB, e a proximidade do pleno emprego à inflação; iii) a inflação alteraria a relação entre o rendimento dos ativos (de capital, títulos públicos, etc). Na presença de taxas de juros baixas essa alteração na estrutura relativa dos rendimentos pode diminuir a demanda privada por títulos públicos, aumentar a demanda privada por ativos privados e agravar o problema inflacionário; iv) se a taxa de juros de longo prazo não subir, o setor privado não demanda títulos públicos, podendo recorrer ao Banco Central vendendo os títulos que detém, o que poderia gerar um *boom* de demanda ou de especulação. Assim, sob pena de se comprometer a estabilidade macroeconômica, o Tesouro e a Autoridade Monetária seriam forçados a elevar as taxas de juros para aumentar a demanda por títulos públicos ou o governo se veria forçado a elevar a tributação, diminuindo o déficit e regulando o crescimento da dívida.

Note que dois mecanismos de transmissão foram sugeridos para justificar teoricamente esta relação positiva entre déficits públicos (que causariam elevação da razão

dívida/PIB) e taxas de juros de longo prazo: i) uma relação inversa entre taxa real de juros e gasto privado agregado em bens e serviços e ii) uma relação positiva entre gasto privado agregado e inflação.

Nestes casos, haveria: i) aversão do Banco Central à maior liquidez do setor privado que surge quando há “fuga” dos títulos públicos e/ou ii) a elevação da inflação num cenário próximo ao pleno emprego o forçaria a elevar a taxa básica e isso provocaria a elevação das taxas de longo prazo. Para uma dada carga tributária, estas suposições tornariam o Tesouro um simples tomador de preço no mercado de títulos de longo prazo.

Fazendo uma releitura das proposições de Keynes, no restante desta subseção apontaremos como uma gestão da política fiscal e monetária poderia minar os dois mecanismos de transmissão apresentados acima. Nesse sentido, é que deve ser considerado o otimismo de Keynes quanto à capacidade da política monetária de determinar a taxa de juros de curto prazo e de regular a taxa de longo prazo, por meio de uma coordenação entre Autoridade Monetária e Tesouro.

A primeira questão em relação à construção do argumento de Aspromourgos é que, como pontuado por Keynes, “(...) *it is expenditure, public and private, which raises prices, not the way in which the expenditure is financed*” (Keynes, CW XXI, 1939, p. 375-376). Desse modo, do nosso ponto de vista, é incorreto associar necessariamente déficits à inflação. Esse é um passo necessário para que haja uma relação positiva entre a relação dívida/PIB e taxas de juros de longo prazo. Essas relações necessariamente precisam ser mediadas pela determinação do nível de atividade e emprego e de noções sobre a expansão do produto potencial.

Assim, as relações sugeridas Aspromourgos e co-autores só levariam a algum efeito necessário da dívida sobre os juros se o produto potencial for exógeno e/ou o Banco Central quiser manter a inflação de demanda zero. Como os autores concordam que o crescimento do produto é liderado pela demanda efetiva, estas relações vão depender das escolhas política monetária<sup>95</sup>.

---

<sup>95</sup> Em princípio, a Autoridade Monetária pode fixar um juro real negativo como tem feito em várias economias avançadas nos últimos anos e nada acontece, nem em termos do nível de produto e nem com a inflação.

Além disso, como Aspromourgos concorda que a demanda por investimento segue o princípio do ajustamento do estoque de capital, nas linhas propostas pelo supermultiplicador sraffiano, e que não se pode supor uma relação regular e inversa entre investimento e taxa de juros, restaria o improvável caso, que a manutenção de políticas de pleno emprego em meio a taxas de juros reais baixas fizessem disparar o gasto privado agregado em consumo e/ou em investimento residencial. Nesse caso, se a demanda efetiva pressionasse o produto de pleno emprego, tanto Keynes quanto Lerner defenderiam primeiro a redução do gasto público ou o aumento da carga tributária e não a elevação das taxas de juros. Mas, se a demanda efetiva tem papel na própria expansão do produto potencial liderando o crescimento de longo prazo, cabe à política monetária definir a inflação tolerada.

A segunda questão em relação à construção do argumento de Aspromourgos se refere ao poder do Banco Central e do Tesouro na determinação da taxa de juros de longo prazo. Quando Keynes teceu considerações sobre a poupança privada se elevar *pari passu* ao déficit público, ele não está apenas apontando um aspecto contábil de uma economia monetária, mas também está diferenciando objetivamente o setor público do setor privado quanto ao financiamento do gasto.

Na passagem abaixo, Keynes argumenta como a condição especial do setor público, em países que emitem sua própria moeda, altera a relação entre financiamento do déficit público e a determinação da taxa de juros de longo prazo que incide sobre os títulos públicos:

“(…) with modern representative money and modern banking system, we know that the necessary ‘finance’ can be created by a series of ‘book’ or ‘paper’ transactions. The Treasury can ‘pay’ in effect by ‘book’ entries and the book entries can be transformed into a regular loan at a much later date. (...) I am not advocating an unlimited expansion of Treasury bills. On the contrary, I am saying that if the Treasury is moderately patient, the weight of natural market forces will by themselves render a funding policy possible at a reasonable cost. It is simply a question of waiting and of making it clear that loans will only be available at a modest rate of interest, becoming still more modest as time goes on.” (Keynes, CW XXI, 1939, 540)

A partir da qualificação acima sobre o gasto público, e mesmo partindo de uma visão de moeda exógena<sup>96</sup>, Keynes consegue discernir a diferença entre o Tesouro e os devedores privados, dada a capacidade do setor público de financiar o gasto público por

---

<sup>96</sup> Isto levaria Keynes a afirmar que o Tesouro compete com setor privado pelos empréstimos, baseando-se na ideia que depósitos criam/precedem empréstimos, ver (Keynes, CW XXI, 1939, pg. 543-544).

meio de uma elevação da base monetária, o que para ele provocaria uma pressão baixista sobre a taxa de juros a ser paga pelo setor público.

Para Keynes, para dada a oferta de títulos do Tesouro, se a base monetária se eleva com o déficit público, cresce a demanda privada pelos títulos públicos já em mãos do setor privado, elevando os preços desses títulos, o que tende a reduzir a taxa de juros a ser paga pelo Tesouro na sua nova emissão de títulos públicos. Assim, o fato que o Tesouro pode esperar as condições que julgar apropriadas para emitir títulos de dívida pública para se financiar, sem comprometer o horizonte de longo prazo de uma política monetária, constitui-se na vantagem do Tesouro sobre os agentes privados na questão do endividamento:

“This ability to wait constitutes the signal advantage of the Treasury over private borrowers. So much so, that it is much easier for the Treasury to reduce the rate of interest when they are the main borrowers and therefore in charge of the market, than when the bulk of investment is being made by private borrowers. (...) If (...) the Treasury allows itself a little more rope and waits just long enough for the market to become greedy for stock, the weight of savings seeking investment will force the rate of interest downwards. It is all as question, as I began by saying, of giving the market just a little more liquidity than it wants.” (Keynes, CW XXI, 1939, 544)

Note que a relação estabelecida pelo autor é que tanto maior a participação do Tesouro no mercado de dívida, tanto maior é a capacidade do Tesouro de determinar a taxa de juros de longo prazo sobre os títulos públicos. Em sua visão, a elevação da poupança privada causada, causada pelo gasto público financiado por meio da variação da base monetária, por não resultar necessariamente em investimento/gastos privados na mesma medida, provoca uma pressão para reduzir a taxa de juros.

A vontade do setor privado em alocar sua riqueza numa forma que renda juros cria as condições objetivas para que o setor privado agregado compre títulos de longo prazo da dívida pública e a capacidade do Tesouro esperar as condições que julgar apropriadas para emitir títulos de longo prazo, o coloca junto com o Banco Central numa posição privilegiada para que a atuação conjunta destes órgãos do governo determine a taxa de juros de longo prazo.

É no mínimo curioso que, em 1943, Keynes tenha feito comentários públicos que desprestigiavam aspectos das finanças funcionais de Lerner numa reunião em

Washington, sendo que, em 1939, ele está propondo o que, na prática, tem o mesmo efeito do método de financiamento que Lerner propunha: emissão monetária<sup>97</sup>.

Uma vez que abandonarmos o suposto de moeda exógena, este argumento torna-se ainda mais forte, pois se a oferta de moeda é endógena e o Banco Central tem como instrumento básico de política monetária uma meta de taxa de juros (e não a oferta de moeda), a causalidade vai de crédito para depósitos, de modo que o aumento dos empréstimos privados não exerce uma pressão altista sobre a taxa de juros de curto prazo.

Mas qual o limite desse poder que Banco Central e Tesouro teriam na visão de Keynes? Na passagem abaixo, o autor pondera sobre os determinantes internos e externos que poderiam limitar o poder desses dois órgãos do governo para determinar o curso das taxas de juros de curto e longo prazo:

“The Treasury and the Bank of England undoubtedly deserve great credit for the large steps which they have already taken in the right direction. That they have not achieved more is mainly due, I think, to their underestimating their own powers to achieve what they recognize as desirable. It is true that there exist certain important limitations on their power to influence the rate of interest. But I doubt if these limitations are yet operative. The two main limitations are, respectively, external and internal. So long as the public is as effectively free to lend abroad as to lend at home it is obvious that domestic rates of interest cannot fall far below their normal parity with foreign rates without seriously upsetting the balance of international payments. (...) The other, internal, limitation will come into operation when we have what is for practical purposes a state of full employment. In such circumstances a further fall in the rate of interest will merely stimulate a competition for current output, which will result in an inflationary rise of prices. Pre-war theory presumed that this was the normal state of affairs. Would that it were! But, in fact, this happy condition is not yet ours. When it is the rate of interest will have fallen far enough for the time being.” (Keynes, CW XXI, 1936, p. 377-378)

Para Keynes, uma política monetária que visasse regular o ritmo da taxa de juros de longo prazo no mercado de títulos públicos deveria: i) ter taxas externas de juros como parâmetro e zelar pela restrição de balanço de pagamentos; ii) ter atuação coordenada entre o Tesouro e o Banco Central; iii) oferecer títulos com a maturidade desejada pelo público e com taxas que não comprometam a estabilidade das taxa de juros de longo prazo nos patamares desejados.

---

<sup>97</sup> Sobre esse episódio, ver Aspromourgos (2014a)

De fato, as expectativas do mercado podem descolar do que Tesouro e Banco Central pretendem para a estrutura a termo da taxa de juros e, nesse sentido, diminuir a demanda por títulos públicos de prazo mais longo. Entretanto, um problema ao qual Aspromourgos não dá a devida atenção são as oportunidades de arbitragem que surgem quando isso acontece (no mercado privado que não opera com o Banco Central). Quando investidores vendem títulos públicos pois acham que a taxa básica do banco central vai subir, de fato seu preço tende a cair e sua taxa de retorno (*yield*) sobe. Mas, se a taxa básica de juros do Banco Central não se elevar, a taxa de retorno maior oferece uma oportunidade de ganho de arbitragem. Desse modo, há oportunidades de lucro extra que podem fazer o preço de compra do título subir e sua taxa de retorno voltar ao patamar anterior. Note que, nesse caso, os agentes estariam agindo de acordo como Aspromourgos espera, demandando títulos públicos de acordo com o rendimento desses títulos.

Se de fato acontecer para o setor privado agregado (recusar títulos longos), o Tesouro não deveria desejar alongar os prazos dos títulos públicos a qualquer custo. Se o setor privado não exibir confiança que a taxa permanecerá baixa e preferir títulos públicos de curto prazo, o Tesouro deveria oferecê-los.

Não há motivos para pagar uma taxa de juros mais alta, sendo que é plenamente viável para o Tesouro se financiar no curto prazo de maneira mais barata e sem comprometer o horizonte de longo prazo da política monetária. É preciso ter em conta que as expectativas do Tesouro influenciam as expectativas dos agentes privados. Na ocasião abaixo, Keynes critica as opções do Tesouro quando houve um flagrante descompasso entre este e o Banco Central, qual define a taxa de juros de curto-prazo:

“Short-term today is extremely cheap. But it is confidence in the future of short-term rates which is required to bring down long-term rates. Now the policy of the Treasury is not calculated to promote such confidence. They seem too reluctant to issue bonds of from five to 10 years maturity and anxious to reduce the short-term debt, in spite of the extraordinary cheapness with which it can be carried. They starve the banks and the money market of the type of security which the sound conduct of their business admittedly requires, and they pay a higher rate of interest than they need. (...) Since they largely control the situation, it is natural that humbler folk should be influenced by what the Treasury seem to expect. I suggest, therefore, that it is at least as important that the Treasury should themselves show confidence in the future of the short-term rate of interest as that they should maintain a low rate for the time being.” (Keynes, CW XXI, 1936, p. 375-376)

Assim, cabe ressaltar que, para Keynes, o problema ao qual Aspromourgos se refere como “falsa consciência” poderia afetar também os órgãos públicos como Tesouro e Banco Central, ao não saberem o poder que tem nas mãos para regular a taxa de juros de longo prazo. Keynes reflete sobre a “crença” que poderia justificar a opção do Tesouro no caso da passagem acima criticado por ele: se financiar no longo prazo ao invés do curto prazo seria melhor para evitar inflação, concluindo, como já exposto, que é o gasto que pode ser inflacionário, não o modo pelo qual o gasto é financiado.

Mesmo quando a II Guerra Mundial já fazia parte do horizonte de análise, Keynes argumenta sobre dois princípios básicos que deveriam orientar a emissão de títulos pelo Tesouro em tempos de emergência, de modo a não comprometer o esforço da política monetária que tinha como objetivos centrais a manutenção das taxas de juros reais em níveis baixos no longo prazo:

“The main principles of loan policy in times of emergency are two. The first might be thought obvious if it were not sometimes overlooked. Loans must be raised after the expenditure has been incurred and not before. (...) The second principle of loan policy is that the forms of the loans should be mainly dictated by the preferences of the public. If the public prefer short-dated debt nothing can be gained and much will be lost in terms of interest and in the disturbances to financial fabric by attempting to force long-dated loans on them. There is no object in offering higher rates of interest for loans than will be appropriate when the emergency is over and restrictions can be removed. The best interests both of the Treasury and the public will be served if stability and continuity of interest rates is preserved between the emergency and ordinary times.” (Keynes, CW XXI, 1939, p. 516-517)

Enfim, o Tesouro só deveria oferecer títulos de longo prazo se o mercado aceitar a taxa de juros de longo prazo adequada de acordo com os objetivos de longo prazo da política monetária. A capacidade do Tesouro de esperar o mercado aceitar os termos da política monetária e se financiar no curto enquanto precisar condiciona totalmente o poder da “psicologia” do mercado sobre a estrutura a termo.

No limite, uma outra possibilidade (que acabaria com a dificuldade de se moldar a estrutura a termo) seria o próprio Banco Central atuar na taxa de juros de longo prazo, comprando e vendendo títulos de diversas maturidades, dando a forma desejada para a estrutura a termo da taxa de juros de longo prazo, em procedimento análogo ao que realiza para estabilizar a taxa de juros de curto prazo. Keynes defendera esta posição já



no capítulo 15 da *Teoria Geral*, e como demonstram as recentes experiências nos países desenvolvidos, é plenamente viável operacionalmente<sup>98</sup>.

Cabe ser claro sobre a seguinte questão: estamos sugerindo que na consecução de políticas de pleno emprego, a dívida pública/PIB pode assumir qualquer valor sem impacto sobre as taxas de juros dos títulos públicos? Sim, desde que a questão externa esteja equacionada. O nível interno da taxa de juros deve guardar relações com a posição ocupada pelo país dada a assimetria do sistema monetário e financeiro internacional e, portanto, guarda relação com as taxas externas. Note que a restrição é apenas externa. Estamos afirmando que não existem limites internos estabelecidos pelo setor privado, capazes de limitar o financiamento do gasto público em países que emitem a própria moeda. Também estamos sugerindo que variáveis fiscais como déficits e dívida pública não possuem nenhuma relação necessária com a taxa de juros sobre os títulos públicos de curto e longo prazo e estes dependem da política monetária.

A relação positiva sugerida por Aspromourgos *et al* (2010) entre variáveis fiscais e a taxa de juros de curto e longo prazo depende de que a Autoridade Monetária e o Tesouro sancionem a “falsa consciência” do setor privado. Se houver relação negativa entre taxa de juros de longo prazo e demanda agregada, bastaria a política monetária adotar como meta uma taxa longa que não cause excesso de demanda.

Aspromourgos (2014a) está certo quando argumenta que as finanças funcionais não são um corolário lógico da *Teoria Geral*. Entretanto, a despeito de todas as considerações sobre as diferenças entre teoria e prática feitas por Keynes e compiladas por Aspromourgos (2014a) e (2016), acredita-se que as medidas objetivas de política monetária e fiscal propostas por Keynes para se atingir o pleno emprego, como tentamos evidenciar nesta seção, são mais próximas de Lerner, do que Aspromourgos argumenta.

Aspromourgos (2012) aponta corretamente que Keynes difere de Lerner por prescrever o equilíbrio fiscal no nível de pleno emprego, como apontam suas várias considerações normativas a respeito desse tema, sobretudo ao longo da década de 1940. Entretanto, dado o conhecimento de Keynes sobre como o financiamento do governo realmente funciona, e que, para ele, déficits públicos provocariam uma pressão baixista sobre a taxa de juros de longo prazo, a prescrição do orçamento equilibrado no nível de pleno

---

<sup>98</sup> Sobre este ponto, ver Lavoie (2014, p. 226-229)

emprego não nos parece produto das suas considerações sobre a “psicologia” do mercado, mas guarda relação com as dificuldades estritamente políticas de se conviver com déficits.

Cabe por fim, reconhecer como Lerner (1943) e (1944), que razões distributivas são suficientes para, no plano normativo, justificar uma escolha por uma política de pleno emprego com orçamento equilibrado baseado em tributação progressiva. Com a piora da distribuição de renda que vem acontecendo nas últimas décadas, esta alternativa se torna ainda mais legítima. Mas também é de importância central reconhecer, no plano analítico, que a viabilidade do financiamento deficitário de políticas de pleno emprego está baseada numa grande assimetria de poder na relação entre setor público e setor privado em países de moeda soberana, a qual pode ser utilizada em favor de políticas de pleno emprego.

## REFERÊNCIAS:

ACKLEY, G (1961) *Macroeconomic Theory*. The Macmillan Company. New York.

ALLAIN, O (2014) 'Tackling the Instability of Growth: A Kaleckian-Harrodian Model with an Autonomous Expenditure Component.' *Cambridge Journal of Economics*. doi:10.1093/cje/beu039.

ASPROMOURGOS, T (2000). Is an employer-of-last-resort policy sustainable? A review article. **Review of Political Economy**, v. 12, n. 2, p. 141-155, 2000.

\_\_\_\_\_ (2004). 'The Functionless Investor': Keynes's euthanasia of the rentier revisited, in Asproumorgos, T. and Lodewijks, J. (eds), *History and Political Economy: essays in honour of P.D. Groenewegen*, London, Routledge

\_\_\_\_\_ (2007) Interest as an artefact of self-validating central bank beliefs, *Metroeconomica*, 58, pp. 514–535.

\_\_\_\_\_ (2011), 'Can (and Should) Monetary Policy Pursue a Zero Real Interest Rate, Permanently?', *Metroeconomica*, 62, 635–55.

\_\_\_\_\_ (2012) Keynes's General Theory After 75 Years: Chapter 24 and the Character of 'Keynesian' Policy. *Economic Record*, 88(s1), 149-157.

\_\_\_\_\_ (2014a) Keynes, Lerner, and the question of public debt. *History of Political Economy*, 46(3), 409-433.

\_\_\_\_\_ (2014b) 'Keynes, Employment Policy and the Question of Public Debt', *Review of Political Economy*, 26 (4): 574–93.

\_\_\_\_\_ (2016) Keynes, Public Debt and the Complex of Interest Rates. Disponível em: <http://www.centrosraffa.org/public/e56f554b-9720-4715-b7ef-282588e8860d.pdf> Acesso em: 02/01/2018.

ASPROMOURGOS, T., REES, D. and G. WHITE (2010) 'Public Debt Sustainability and Alternative Theories of Interest', *Cambridge Journal of Economics*, 34 (3): 433–47.

ASPROMOURGOS (2014) Keynes, Lerner, and the question of public debt. *History of Political Economy*, 46(3), 409-433.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação, v. 1, n. 1, p. 1-97, jun. 1999.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Gestão da dívida mobiliária, operações de mercado aberto e swap cambial. Brasília: BCB, Diretoria de Política Econômica, 2015.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Nota de esclarecimento. 16/07/2013. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/notas/14785>

BIANCARELLI, A (2015) “O setor externo da economia brasileira, depois da bonança e da tempestade. Revista Política Social e Desenvolvimento. Ano 3, Número 23, Outubro, 2015)

BINDSEIL, U. (2004). The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine. *Working Paper Series*. European Central Bank, Nº 372.

BURKHEAD, J. *The balanced budget*. The Quarterly Journal of Economics, p. 191-216, 1954.

CARVALHO, F (1988) Keynes, a instabilidade do capitalismo e teoria dos ciclos econômicos. Repositório IPEA. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/5942>

CARVALHO, F. J. Cardim de; SOUZA, F. E. P. de; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. R. de; e STUART, R. (2007), Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política. Rio de Janeiro: Campus.

DE REZENDE, F. C. (2009). The nature of government finance in Brazil. *International Journal of Political Economy*, 38(1), 81-104.

DOMAR, E D. *The "burden of the debt" and the national income*. The American Economic Review, p. 798-827, 1944.

FREITAS, F & SERRANO, F. (2015) Growth rate and level effects, the stability of the adjustment of capacity to demand and the Sraffian supermultiplier. *Review of Political Economy*, v. 27, n. 3, p. 258-281, 2015.

GAREGNANI, P (1978) “*Notes on Consumption Investment and Effective Demand: I*”  
Cambridge Journal of Economics, 2:4 (1978:Dec.) p.335-353

GAREGNANI, P (1979) “Notes on Consumption Investment and Effective Demand: II”  
Cambridge Journal of Economics, 3:1 (1979:Mar.) p.63-82

GRAEBER, D (2014) *Dívida. Os primeiros 5000 anos*. Tradução de Rogério Bettoni.  
Ed Três Estrelas

GOBETTI, S & ORAIR, R. (2016) Progressividade tributária: a agenda negligenciada.  
2016. IPEA, Texto para Discussão. Nº 2190. Disponível em:  
[http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6633/1/td\\_2190.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6633/1/td_2190.pdf) Acesso em:  
01/03/2018.

GOBETTI, S & ORAIR, R. (2017) Resultado Primário e Contabilidade Criativa:  
reconstruindo as estatísticas fiscais “acima da linha” do governo geral. 2017 IPEA.  
Texto para Discussão Nº1485. Disponível em:  
<http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/7717>. Acesso em: 21/02/2018.

HAAVELMO (1945). Multiplier effects of a balanced budget. *Econometrica: Journal  
of the Econometric Society*, 311-318.

HUFFPOSTBRASIL (2015) “Após dizer que 'acabou o dinheiro', Levy defende corte  
no orçamento e ajuste fiscal” [http://www.huffpostbrasil.com/2015/05/25/ministros-  
defendem-ajuste\\_n\\_7437312.html](http://www.huffpostbrasil.com/2015/05/25/ministros-defendem-ajuste_n_7437312.html)

JÁCOME *ET AL* (2012) Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn  
from International Practices? IMF Working Paper. WP/12/16.

KALECKI, M (1937). A theory of commodity, income, and capital taxation. Em  
OSIATYŃSKI, J. (1991). *Collected Works of Michał Kalecki, Volume I Capitalism:  
Business cycles and full employment*.

KALECKI, M (1943) Political aspects of full employment Em OSIATYŃSKI, J.  
(1991). *Collected Works of Michał Kalecki, Volume I Capitalism: Business cycles and  
full employment*.

KALECKI, M (1944) *Three ways to full employment*. The economics of full  
employment. Basil Blackwell Oxford.

KALECKI, M (1945) *Full employment by stimulating private investment?* Em OSIATYŃSKI, J. (1991). Collected Works of Michał Kalecki, Volume I Capitalism: Business cycles and full employment.

KALECKI, M (1967) *The problem of effective demand with Tugan-Baranovsky and Rosa Luxemburg.* Em OSIATYŃSKI, J. (1991). Collected Works of Michał Kalecki, Volume II Capitalism: Economic Dynamics.

KALECKI, M & KOWALIK, T(1971) Observations on the ‘crucial reform’. Em OSIATYŃSKI, J. (1991). Collected Works of Michał Kalecki, Volume II Capitalism: Economic Dynamics.

KAOUNIDES, L. C., & WOOD, G. E. (1992). *Debt and deficits.* Edward Elgar Publishing.

KEYNES (1933) The means to prosperity. Em MOGGRIDGE, D. E., et al., eds. 1971–89. *The Collected Writings of John Maynard Keynes (CW)*. Vol. IX. London: Macmillan; Cambridge: Cambridge University Press.

KEYNES, J. M. (1937) “Ex post and ex ante”. Em: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. 14.

KEYNES (1936) Em: *Em*: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. 21.

KEYNES (1936a) *The General Theory of Employment, Interest and Money.* Londres, MacMillan.

KEYNES (1939) Em: *Em*: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. 21.

KEYNES (1936) Em: *Em*: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. 22.

KEYNES (1936) Em: *Em*: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. 27.

KEYNES (1942) Em: *Em*: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. 27.

KEYNES (1943) Em: *Em*: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. 27.

KEYNES (1944) Em: *Em*: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. 27.

KEYNES, J. (1983). A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Nova Cultural, 1983. Coleção: Os Economistas

KREGEL, J. A. (1985). “Budget Deficits, Stabilisation Policy, and Liquidity Preference: Keynes’s Post-War Policy Proposals.” In *Keynes’s Relevance Today*, edited by F. Vicarelli, 28–50. London: Macmillan.

LAVOIE, M. (2013). The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique. *Journal of Economic Issues*, 47(1), 1-32.

LAVOIE (2014) *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Edward Elgar Publishing.

LEISTER & MEDEIROS (2012). Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro. Texto para discussão N°13 Tesouro Nacional.

LERNER, A P. (1943) *Functional finance and the federal debt*. Social Research, p. 38-51, 1943.

LERNER, A, P (1944) *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*. New York: Macmillan.

LERNER, A P. (1947) *Money as a Creature of the State*. The American Economic Review, p. 312-317.

LERNER, A P (1951) *Economics of Employment*. New York: McGraw-Hill.

LERNER, A. P. (1977). From pre-Keynes to post-Keynes. *Social Research*, 387-415.

MEDEIROS, C. (2017) A Economia Brasileira no novo milênio: Do neoliberalismo ao desenvolvimentismo ao neoliberalismo. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 21, n. 1, jan./abr. 2017.

MELIN, L. & SERRANO, F. (2017) Brazil's Neoliberal U-Turn: Wishful Thinking in the Face of Class Antagonism, *The Bullet*, E-bulletin 1352, January 6 , disponível em <http://socialistproject.ca/bullet/1352.php>

MILGATE, M. (1982), *Capital and Employment: a study of Keynes's economics*, Londres: Academic Press.

MOGGRIDGE, D. E., et al., eds. 1971–89. *The Collected Writings of John Maynard Keynes (CW)*. 30 vols. London: Macmillan; Cambridge: Cambridge University Press.

MOGGRIDGE, D. E. (1981) *As ideias de Keynes*. Editora Cultrix. São Paulo. Tradução de Octavio Mendes Cajano.

MOSLER, W. (1995), *Soft Currency Economics*, West Palm Beach, available at <http://moslereconomics.com/mandatory-readings/soft-currency-economics/>

PIVETTI, M. (1991). *An essay on money and distribution*. Macmillan.

PT (2016) O futuro está na retomada das mudanças. Disponível em <http://www.pt.org.br/wp-content/uploads/2016/02/O-futuro-est---na-retomada-das-mudan--as.pdf>

ROUSSEFF, D (2016) Entrevista à Glenn Greenwald. *The Intercept*. Publicada em 19/05/2016. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=EaIMNshBBA>

SANTIAGO, M. (2012) Limites e procedimentos da política monetária: evidências do Brasil e dos E.U.A. nos anos 2000. Tese de Doutorado. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

SERRANO, F. (1995) *The Sraffian Supermultiplier*, Tese de Doutorado não publicada, Universidade de Cambridge, Cambridge, Inglaterra.

SERRANO, F. (2008) “A economia Americana, o padrão “dólar-flexível” e a expansão mundial nos anos 2000”, in FIORI, J SERRANO, F E MEDEIROS, C - O mito do colapso americano. Editora Record, Rio de Janeiro.

SERRANO, F (2012) Efeitos Multiplicadores de um superávit primário: um teorema do orçamento desequilibrado, IE-UFRJ, Julho, 2012



SERRANO, F (2017) Garegnani's svimez report, development economics and the role of government spending in long run growth. Mimeo UFRJ. Disponível em: <https://franklinserrano.files.wordpress.com/2017/03/serrano-on-garegnani-1962-and-fiscal-policy-english-march-2017.pdf>

SERRANO, F. & BRAGA, J. (2006). O mito da contração fiscal expansionista durante o governo Clinton. *Economia e Sociedade (UNICAMP)*, v. 15, p. 213, 2006.

SERRANO, F & FREITAS, F. (2017) The Sraffian supermultiplier as an alternative closure for heterodox growth theory. *European Journal of Economics and Economic Policies*, v. 14, n. 1, p. 70-91, 2017.7

SERRANO, F. & MELIN, L. (2016) “Aspetti politici della disoccupazione: la svolta neo-liberista in Brasile”, *Critica Marxista*, 1/2016

SERRANO, F. & SUMMA, R. (2013) Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena. *Ensaio FEE (Impresso)*, v. 34, p. 383-406, 2013.

SERRANO, F & SUMMA, R. (2015) Mundell-Fleming without the LM curve: exogenous interest rate in an open economy. *review of keynesian economics*, v. 3, p. 248-268, 2015.

SUMMA & SERRANO (2017) “Distribution and Conflict inflation in Brazil under inflation targeting, 1999-2014”, *Review of Radical Political Economics*, Forthcoming

STANDARD & POORS (2013) “Repeat after me: Banks cannot and do not “lend out” reserves”. Ratings Direct. *Texto de Paul Sheard*, Chief Global Economist and Head of Global Economics and Research, New York. Disponível em: [https://www.kreditopferhilfe.net/docs/S\\_and\\_P\\_Repeat\\_After\\_Me\\_8\\_14\\_13.pdf](https://www.kreditopferhilfe.net/docs/S_and_P_Repeat_After_Me_8_14_13.pdf)  
(Acessado em 05/03/2016)

STEINDL, J (1976) Maturidade e estagnação no capitalismo americano. *Tradução de Leda Maria Gonçalves Maia*. Editora Nova Cultural

TESOURO NACIONAL (2015) Plano Anual de Financiamento. Dívida pública federal. Número 15. Brasília, 2015.

VERNENGO (2015) From BBB-razil to BB+razil or the meaning of investment grade. Disponível em: <http://nakedkeynesianism.blogspot.com.br/2015/09/from-bbb-razil-to-bbrazil-or-meaning-of.html> Acessado em 19/10/2015.

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

YOSHIMOTO, N (2004) Afinal o que é Risco-país. Disclosure das transações financeiras. Ano IX. Edição 100. Março, 2004.