

O Fardo da Dívida pós-MMT

André Aranha – Mestre e Doutorando em Economia no PPGE/UFRJ¹

Versão 1.2 a partir de artigo apresentado no XVIII encontro da Associação Keynesiana Brasileira em Curitiba, setembro/2025

Resumo: O artigo examina os limites da política fiscal deficitária à luz das finanças funcionais e da Teoria do Dinheiro Moderno (MMT). Mantendo a taxa de juros exógena, debatem-se os *trade-offs* relevantes para controle da dívida, e busca-se uma nova definição para a situação de “descontrole”. Mostra-se que, embora não haja risco de insolvência na moeda doméstica, a expansão irrestrita da dívida deve no limite gerar instabilidade por pressões externas e conflitos distributivos. Reformula-se assim o conceito de “espaço fiscal” e recupera-se o lugar da tributação na macroeconomia.

Palavras-chave: MMT, finanças funcionais, sustentabilidade da dívida, dívida pública, política fiscal.

Abstract: This paper examines the limits of deficit fiscal policy considering functional finance and Modern Money Theory (MMT). Assuming exogenous interest rates, it discusses the relevant trade-offs for debt management and proposes a new definition of an “unsustainable” scenario. Although there is no risk of insolvency in domestic currency, the unrestricted expansion of public debt ultimately generates instability through external pressures and distributive conflicts. The concept of “fiscal space” is thus reformulated, and the central role of taxation in macroeconomic policy is reaffirmed.

Keywords: MMT, functional finance, debt sustainability, public debt, fiscal policy.

1. Introdução

A questão dos limites da política fiscal deficitária é hoje matéria de extensa controvérsia. Aparente consenso dominante identifica no endividamento público e sobretudo no seu potencial “descontrole”, que levaria ao calote ou à impressão desenfreada de moeda, uma ameaça permanente à estabilidade da economia. Isto justificaria a restrição dos gastos públicos através da autoimposição pelo governo de regramentos fiscais restritivos.

Na contracorrente, recentes avanços na teoria e na análise heterodoxas abordando a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central na condução da política monetária invalidam muitos dos argumentos usados em torno da dívida pública interna. Esses avanços têm como expoente a posição heterodoxa de *finanças funcionais*, com raízes no trabalho pioneiro de Abba Lerner (1943) e que ganhou destaque com a grande difusão da chamada *Teoria do Dinheiro Moderno* (MMT, veja-se

¹ O autor agradece as discussões no Grupo de Economia do Setor Público (GESP/IE/UFRJ), em especial a Carlos Pinkusfeld, Miguel Carvalho, Kaio Pimentel, Fernando Ligiéro, João Emboava Vaz, Renata Lins e Vinicius Carneiro, além de Caru Secco e Vidi Descaves.

Vilella, 2022 e Wray, 2020) e também estando presente entre os Sraffianos (Summa, 2022) e em diversos trabalhos do Grupo de Economia Política da UFRJ (Pimentel e Carvalho, 2022). De acordo com esta posição, a dívida pública interna não encontra limites financeiros para sua expansão, não sendo possível o Estado quebrar na própria moeda, nem nunca necessária a monetização da dívida. Diversos dos autores associados a essa abordagem identificam então que o crescimento da dívida seria indesejável *apenas* por significar o aumento do serviço da dívida, isto é, de uma transferência de renda regressiva. Essa “indesejabilidade” por vezes tem apenas um sentido moral, eletivo, de critérios de justiça social; podendo também ter um sentido mais conflitivo de uma potencial desestabilização política; não sendo, de toda forma, considerada uma imposição técnica, algo diretamente relacionado à estabilidade macroeconômica. Decorre uma diminuição da importância da arrecadação tributária em termos econômicos, a recusa de noções como “espaço fiscal”, e o frequente desinteresse teórico pela análise dos determinantes da trajetória da dívida².

Tal postura não deixa de encontrar críticas dentro do campo heterodoxo, entre pós-keynesianos (como Gnos e Rochon, 2002; Lavoie, 2013; 2019) e na Escola de Campinas (como identificado por Pimentel e Carvalho, 2022), por vezes enxergando limitações institucionais ao argumento de finanças funcionais, e por vezes identificando limitações propriamente econômicas, reduzindo o poder do argumento. Nossa posição será algo distinta. Neste artigo, procuraremos organizar o debate e, mais do que refutar posições, identificá-las, iniciando um esforço de avançar definições analíticas dos nexos causais e das hipóteses em jogo. Identificamos na argumentação de finanças funcionais que advoga a inocuidade econômica da dívida interna – salvo seu caráter regressivo – a mistura de duas linhas de argumentação:

- (i) Por uma delas, questiona-se a ideia da dívida poder entrar em uma trajetória explosiva, seja enfatizando a sua reversibilidade, seja apontando casos de expansão (como nas grandes guerras, ou no caso extremo do Japão) que se estabilizaram ou reverteram, seja a falta de casos de crescimento descontrolado ininterrupto.
- (ii) Por outra, questiona-se o próprio efeito danoso de uma dívida grande (ou em crescimento exponencial) tanto teoricamente, atacando as hipóteses de relação entre a dívida e outras variáveis, quanto empiricamente, ressaltando que as crises são sempre detonadas por outras variáveis (em especial a dívida externa).

Frente a esse diagnóstico do debate, buscaremos – assumindo o arcabouço teórico de finanças funcionais em sua versão forte de taxa de juros permanentemente exógena, crescimento liderado pela demanda, inflação de custos e distribuição de renda exógena – realizar 3 exercícios exploratórios:

² Cf. Pereira e Bastos (2022, p.11): “Obviamente, a discussão em torno da sustentabilidade da dívida é inexistente para a abordagem de finanças funcionais.”

- (i) Organizar analiticamente as políticas possíveis e *trade-offs* relevantes para controlar a trajetória da dívida interna em um arcabouço heterodoxo;
- (ii) Definir as hipóteses necessárias para a dívida chegar a uma situação de “descontrole” com algum significado; e
- (iii) Debater as hipóteses necessárias para essa situação de descontrole ser apenas uma questão indesejável de agravamento da desigualdade.

A preocupação teórica que adotamos parte da hipótese de que (i) a preocupação com o caráter regressivo da dívida já estabelece por si só a necessidade de se compreender as estratégias para a estabilização e redução do endividamento em um arcabouço heterodoxo, seguindo indicações de Braga e Serrano (2022) e Pereira e Bastos (2022). Este debate sobre políticas econômicas, *trade-offs*, e a identificação da possibilidade da dívida alcançar a irreversibilidade, pretende ser a contribuição principal deste artigo.

Em segundo lugar, propomos que (ii) postular a indesejabilidade do endividamento como algo *eletivo* – de combate moral à desigualdade –, ou mesmo político, esconde uma restrição forte, incontornável, de estabilização econômica. Isto porque um processo em larga medida irreversível de agravamento exponencial da concentração de renda tem necessariamente que desestabilizar a economia. Assim, pela sua própria lógica interna, a teoria de finanças funcionais não pode tratar como livre de perigos o crescimento acelerado da dívida pública denominada em moeda doméstica; e precisa defender a tributação para fins de controle da trajetória da dívida. Isto restabelece o lugar teórico da *arrecadação* e do conceito de *espaço fiscal* em um arcabouço heterodoxo.

O artigo está dividido em cinco seções, além da introdução e da conclusão. Na segunda seção, debatemos brevemente os principais pontos da abordagem ortodoxa sobre os limites de endividamento público. Em seguida, trazemos a crítica heterodoxa baseada nas abordagens de taxa de juros exógena. Na quarta seção, explicitamos alguns impasses a que esta refutação tem levado. Na quinta, debatemos *trade-offs* de política econômica relacionados à trajetória da dívida em um arcabouço heterodoxo, definindo as hipóteses necessárias para a reversibilidade de uma trajetória da dívida ascendente. Na sexta seção, por sua vez, debatemos a literatura e trazemos novos argumentos para o debate, sobretudo em situações limite, de uma dívida descontrolada. A conclusão tece considerações sobre a redefinição de uma posição heterodoxa em relação à trajetória da dívida pública interna e ao papel da tributação.

2. Posição ortodoxa

Há diversas modulações da posição ortodoxa, cujas linhas gerais apontam para os limites que o governo enfrenta para financiar seus gastos, e que garantem a comparabilidade entre as finanças domésticas e as finanças públicas. As abordagens ortodoxas são abordagens de *taxa de juros endógena*, pois para estas a condição de financiamento da dívida pública não é dada, mas depende da

sua contenção ao longo do tempo, e da previsibilidade dessa contenção. Essa previsibilidade funcionaria como âncora fiscal (Lopreato, 2006) para garantir confiança aos agentes. Na medida em que se assume que o produto potencial não é afetado pela política fiscal, esta deve ser passiva, reagindo às conjunturas com austeridade para dar confiança de que a dívida pública será mantida no controle. Do contrário, a taxa de juros subirá como prêmio de risco – o que no limite compromete a própria condição de solvência. O arcabouço conduz à imposição de regras fiscais de limitação do gasto para garantir a geração de superávits primários, reduzindo a discricionariedade da política fiscal.

Em influente estudo, Sargent e Wallace (1981) analisam a relação da política fiscal com a política monetária. Ao postular a existência de um limite exógeno para a relação dívida pública em proporção do PIB a partir do qual os agentes privados se recusam a adquirir mais títulos de dívida, deduz-se que a ocorrência de déficits para além desse limite (ou de superávits primários insuficientes para conter o crescimento da dívida) somente poderá ser financiada por emissão monetária. Nesse cenário, a política monetária sofreria *dominância fiscal*, pois não poderia determinar autonomamente a taxa de juros (para, por exemplo, combater a inflação) já que precisaria financiar os gastos do governo.

Which authority moves first, the monetary authority or the fiscal authority? In other words, Who imposes discipline on whom? The assumption made in this paper is that the fiscal authority moves first, [...] monetary policy must be determined in a way consistent with it. (Sargent e Wallace, 1981, p.7)

Após identificar um problema futuro na dívida, os autores deduzem que esse problema já é antecipado: prevendo o problema futuro (a ingerência sobre a política monetária) os agentes já o precificam hoje – o que pode levar à perda de efetividade da política monetária (sempre que um aumento de juros implicar em uma dívida futura excessiva e portanto significando monetização de déficits e inflação futura).

3. Refutação da posição ortodoxa

As teorias ortodoxas identificam que o financiamento dos déficits do governo requer o atendimento das condições exigidas pelos credores – seja a taxa de juros demandada, sejam garantias sobre a trajetória futura dos gastos – para poder ocorrer, sem o que o governo ficaria insolvente. Contudo, recentes avanços na teoria e na análise heterodoxas aprofundaram a compreensão das relações financeiras do setor público, e sobretudo da relação entre Banco Central e Tesouro Nacional e do chamado Nexo Fiscal-Monetário entre a execução da política monetária e os efeitos monetários da política fiscal (Lavoie, 2013). A partir dessas contribuições, percebe-se que diversas concepções que baseiam o edifício teórico da ortodoxia derivam da replicação da lógica privada – individual – para a lógica do governo – sistêmica – não resistindo a uma crítica de falácia da composição.

De fato, a compreensão do funcionamento dos sistemas bancários e da criação de moeda vem conhecendo grandes avanços com a disseminação de leituras que podem ser englobadas sob a alcunha de abordagens da *taxa de juros exógena*, que sintetiza os resultados comuns da visão da moeda

endógena dos neocartelistas da *Modern Money Theory* e das finanças funcionais de Abba Lerner³, além de abranger a posição dos Sraffianos (Summa, 2022). Analisa-se a criação de moeda como um processo que engloba Tesouro Nacional e Banco Central como criadores da dívida “pública”, isto é, dívida de ambos sempre que se assuma algum grau de solidariedade financeira entre essas entidades. O argumento pode ser colocado por diferentes perspectivas, e frequentemente é apresentado conforme as especificidades do marco institucional da relação entre Tesouro Nacional e Autoridade Monetária.

Uma maneira mais geral de colocar o argumento é pelo balanço agregado do setor privado em moeda nacional. No agregado, os fluxos monetários só possuem dois destinos possíveis, que são exaustivos: (i) a retenção de moeda pelos agentes privados ou (ii) a (mais rentável) compra de dívida pública. Este fato é inalterado por qualquer operação privada (seja comercial, financeira ou mesmo cambial), em que a moeda meramente troca de mãos entre agentes privados. Por mais que um agente individual não aceite o título oferecido pelo governo e decida dar outro destino à sua riqueza – seja comprando outros ativos financeiros com maior rentabilidade, seja comprando divisas e retirando sua riqueza do país, seja comprando ativos reais – essas operações privadas apenas trocam de mãos a moeda, e no final do dia o agente que a recebeu por último terá de optar entre reter moeda ou comprar dívida pública pagadora de juros⁴. Por isso, a opção de financiar o governo emissor sempre será dominante em relação a reter a moeda para além de níveis mínimos.

Nesse sentido, a quantidade de moeda em circulação, isto é, a oferta de moeda, é *endógena*: ela se adapta às decisões de portfólio dos agentes, com o Banco Central acomodando passivamente a demanda através de operações de substituição do seu passivo moeda (reservas bancárias) pelo passivo títulos públicos (e vice-versa)⁵. Ao mesmo tempo, a taxa de juros que o Banco Central oferece é *exógena*: é definida pelo Banco Central e o mercado se adapta a ela. A definição de uma taxa de juros “baixa demais” não tem como resultar numa recusa a comprar dívida⁶, e da mesma forma não há

³ Ver Lavoie (2013), Serrano e Summa (2013), Wray (2020), Lerner (1947) e Summa (2022).

⁴ Na realidade, frequentemente não são vendas e compras de títulos, mas apenas o seu aluguel, que possui os mesmos efeitos práticos para nossa análise. No Brasil, essa compra final de dívida pública para enxugar liquidez é executada pelas operações compromissadas do Banco Central. O contexto institucional brasileiro é bem descrito em Serrano e Pimentel (2017).

⁵ Pellegrini (2017) retrata bem a trajetória recente no Brasil, inclusive apontando para a inocuidade dos sucessivos resgates de títulos federais pelo Tesouro Nacional que resultaram numa expansão de liquidez privada, a qual teve de ser absorvida por um aumento paulatino do volume de operações compromissadas do Banco Central, criando a situação inédita de grande parte da dívida do setor público consolidado ser devida pelo Banco Central. Essa situação contribui para descoordenar a gestão do perfil da dívida; observe-se que as operações do Banco Central são de curtíssimo prazo.

⁶ A eventual recusa a comprar títulos do Tesouro Nacional resultaria apenas na realização de mais operações compromissadas. De fato, se bem que a ideia de impressão monetária se confunde frequentemente com a ideia de déficit público, na prática, com a expansão monetária, para manter o nível da taxa de juro o Banco Central seria obrigado a tomar emprestado, esterilizando a expansão monetária. O déficit é então sempre financiado ou pela expansão monetária ou pela dívida pública conforme a decisão dos agentes de reter mais um ativo ou outro. A ideia de “forçar” uma monetização para evitar a expansão da dívida passa necessariamente pelo

como o mercado forçar diretamente o aumento da taxa de juros. O Banco Central é *market maker* e os agentes privados *price takers*: o Banco Central é “criador de mercado” para a dívida pública, e neste “mercado” não ocorre uma determinação de preço e quantidade pela operação de oferta e demanda, mas simplesmente a determinação unilateral do preço pela autoridade monetária seguido dos eventuais ajustes de quantidade.

A solvência do governo é então condição permanente, assim como a determinação exógena da taxa de juros que o governo decide pagar, enquanto criador unilateral do mercado de dívida pública, não importando seu tamanho. A operação de venda de títulos da dívida em moeda doméstica, assim, ao invés de ser uma fonte de recursos para o governo, é um mecanismo voltado à manutenção da taxa básica de juros. Ao mesmo tempo, pode-se deduzir que o endividamento do setor público em sua própria moeda é intrínseco à própria existência da moeda nacional, e a criação de regramentos fiscais coibindo as relações entre política fiscal e política monetária, ou entre Tesouro e Banco Central, é um artificialismo que apenas ofusca o real funcionamento da economia monetária e nos desvia da compreensão dos reais desafios para a política fiscal.

4. Consequências do argumento sobre o papel dos tributos

A partir da noção de que a expansão da dívida pública não tem limites financeiros, diversos autores consideram refutadas as conclusões ortodoxas – de que a expansão da dívida implicaria na obrigatoriedade futura de reduzir a taxa de juros ou de aumentar o superávit primário.

Os limites para o endividamento e para o déficit público seriam dados pelo próprio pleno emprego ou pelo aumento da inflação, quando a economia se aproximasse de sua plena capacidade. Dessa forma, é a obtenção dos objetivos da política econômica que define os limites para a política fiscal (Dos Santos, 2005). (Vieira Filho e Rossi, 2023, p.31)

Por um lado, a consequência política dessa abordagem é, hoje, extremamente progressista no debate sobre limites ao gasto público, enfrentando os regramentos institucionais que o têm limitado exageradamente. Por outro lado, essa posição tem especial relevância para a definição do papel dos impostos na macroeconomia. Para além de serem, em relação à política monetária, um enxugamento de liquidez equivalente à tomada de dívida pública, se os impostos não são necessários para financiar o setor público, o qual não precisa de fontes de financiamento, sua função é unicamente distributiva, isto é, uma política de rendas, possuindo ainda funções microeconômicas de incentivos setoriais, regulação, e de identificar transações. O custo que os tributos impõem à sociedade seria determinado por esses objetivos específicos, sem haver um ganho quantitativo relevante com a arrecadação. Pereira e Bastos (2022) citam autores de referência na MMT sobre o papel dos impostos nessa abordagem:

Tal como Lerner (1943, 1944, 1951) [...], o ponto central de Ruml (1946) é que a consideração primordial a ser feita com relação à tributação não diz respeito à elevação das receitas do governo, mas sim, aos propósitos econômicos

abandono da meta de juros pelo Banco Central, aceitando que o excesso de moeda forçará a taxa de juros interbancária a cair a zero.

e sociais de suas políticas. Ou seja, a tributação deve ser concebida como um instrumento e avaliada pela forma como ela atende aos propósitos das políticas públicas⁷. (Pereira e Bastos, 2022, pp.28-29, grifos nossos)

É verdade que diversos autores da MMT utilizam argumentos específicos de que são os impostos que garantem a *aceitabilidade* da moeda, estando na gênese do dinheiro. Entretanto, esse argumento em geral não define uma relação necessária entre o nível dos impostos e o nível dos gastos, nem sustenta a importância de a arrecadação ser maior. Com isso, a abordagem das finanças funcionais traz conclusões desconfortáveis na disputa por uma política fiscal progressiva. Ao estabelecer que o governo não precisa de impostos para gastar, ela coloca em dúvida a função dos impostos, o que descarta a urgência e a própria necessidade de se enfrentar e impor impostos sobre as classes ricas.

A rigor, desde Lerner (1943) já se aponta uma consequência social perversa do endividamento, na medida em que os pagamentos de serviço da dívida são uma transferência de renda regressiva para as classes ricas. Disso decorre um problema moral, normativo, para a expansão da dívida, mas não uma obrigatoriedade, uma questão estrutural de limitação. Neste sentido, Braga (2022) e Braga e Serrano (2022), dentro de um arcabouço de finanças funcionais, questionam o caráter fortemente regressivo do serviço da dívida, e propõem medidas como uma regra fiscal em que acima de um certo nível de pagamento de serviço da dívida haja gatilhos para uma expansão da tributação sobre as classes mais ricas. Ao mesmo tempo, Pereira e Bastos (2022) utilizam o argumento do impacto regressivo do serviço da dívida pública para explicar a imposição de tributação ao longo da história, e como isso sustenta uma organização institucional do orçamento que expressa o conflito distributivo por recursos na sociedade.

Estes últimos desenvolvimentos conciliam a abordagem de finanças funcionais com uma defesa da tributação pela restrição ao endividamento em um sentido político e não originariamente econômico. Nesse contexto, pretendemos explorar o lado econômico do debate. Com tantos questionamentos heterodoxos sobre a relevância de se debater os determinantes da trajetória da dívida, encontramos uma lacuna na literatura em relação às políticas econômicas possíveis para controlar a dívida pública sob uma perspectiva heterodoxa de taxa de juros exógena. De fato, se

⁷ “Dentre estes propósitos, além de assinalar a importância da tributação como instrumento das políticas fiscal e monetária, garantindo a estabilidade do poder de compra da moeda nacional, numa visão convencional de inflação de demanda, são colocadas outras finalidades relevantes da política tributária. Uma delas é a de que a política tributária deve se voltar para questões como a distribuição da renda e da riqueza, ou seja, as políticas tributárias devem se basear em impostos progressivos e ser avaliadas de acordo com seus efeitos sobre a concentração de renda e riqueza. Outro ponto seria o incentivo ou a penalização de algumas indústrias ou grupos econômicos, direcionando subsídios e impostos de acordo com interesses econômicos e industriais, como, por exemplo, instituindo tarifas sobre importações e estabelecendo um piso acima do qual a produção doméstica possa concorrer com os produtos importados. A tributação também permitiria uma avaliação mais isolada dos custos de certos benefícios, como os da previdência social e os do seguro-desemprego, o que ressalta a relação entre gasto público e tributação, em linha com o que argumentamos anteriormente a respeito do processo orçamentário”. (Pereira e Bastos, 2022, pp.28-29)

consideramos que o endividamento é ao menos um problema de justiça social, a desejabilidade de evitá-lo traz a primeiro plano o debate da próxima seção.

5. A dívida não vai sair do controle?

Nesta seção, vamos explorar analiticamente os determinantes, bem como as políticas possíveis para sua modificação, da trajetória da dívida pública, mantendo o arcabouço de finanças funcionais e taxa de juros exógena em sua versão forte, isto é, mantendo a hipótese de que a expansão do endividamento não contamina outras variáveis macroeconômicas. Consideraremos a questão do possível “descontrole” da dívida como a ideia de que após algum patamar de dívida/PIB a expansão do endividamento não seria mais *reversível*. Inicialmente assumimos taxas de juros (r) e taxa de crescimento (g) dados, para em seguida avaliar a possibilidade de sua interrelação com a dinâmica da política fiscal.

5.1. A relação entre a dívida pública e o resultado primário

Pela aritmética da dinâmica da razão dívida/PIB – a qual, como colocam Serrano e Braga (2022), é independente de qualquer hipótese neoclássica – podemos derivar matematicamente a evolução da razão dívida/PIB do final de um período para o final do outro⁸ com a equação a seguir:

$$\frac{B_t}{Y_t} \equiv \frac{B_{t-1}(1+r) - BS_t}{Y_{t-1}(1+g)} \quad (\text{Identidade 1})$$

Onde B se refere ao estoque de dívida^{9,10}, Y ao PIB, t ao período sob análise, r à taxa de juros real média incidente sobre a dívida (líquida de tributos), g à taxa real de crescimento do PIB (que, assumindo que a carga tributária sobre o PIB se mantém constante, também é a das receitas), e BS ao resultado primário excluindo os tributos sobre dívida¹¹. Podemos analisar a estabilidade da razão dívida/PIB ao longo do tempo ao igualar a razão dívida/PIB em dois períodos, o que nos leva à condição abaixo:

$$\frac{BS_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}(r-g)}{Y_{t-1}(1+g)} \quad (\text{Condição 1})$$

⁸ Abstraindo da inflação mas sem perda de generalidade. Note-se que é necessário trazer o PIB para preços de fim de período (veja-se Gobetti e Schettini, 2010, para a metodologia correspondente do Banco Central brasileiro).

⁹ A rigor, os passivos incluindo a oferta de moeda (Papel moeda em poder do público e reservas bancárias voluntárias e compulsórias), que pode ser tratada aqui simplesmente como uma redução na taxa média de juros dos passivos como um todo. Note-se que o crescimento e os ciclos econômicos, bem como medidas regulatórias e avanços tecnológicos ou organizacionais, podem expandir ou reduzir essa parcela, reduzindo ou expandindo consequentemente a parcela da dívida pagadora de juros.

¹⁰ Podemos trabalhar com o conceito de Dívida Líquida ao descontar os créditos de que o setor público consolidado é credor. No Brasil, isso traz duas implicações (Gobetti e Schettini, 2010): (i) um menor estoque de dívida total; mas, por conta da taxa de juros dos ativos ser menor do que a taxa de juro dos passivos, (ii) uma maior taxa de juros implícita nesse estoque líquido.

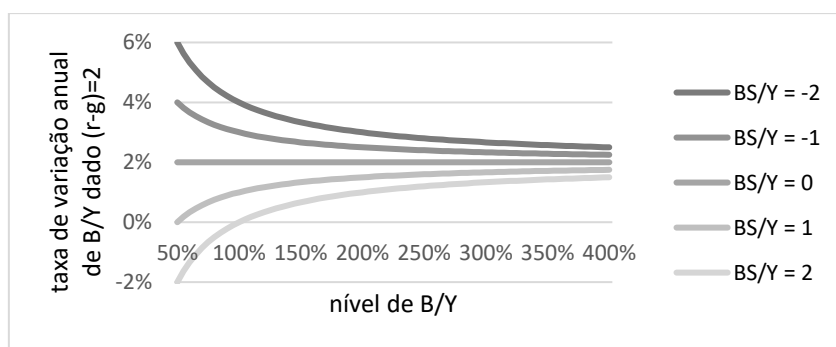
¹¹ B = Bonds, Y = letra alternativa para Income, r = real interest rate, g = growth rate, BS = Budget Surplus.

A Condição 1¹² evidencia que, para manter a razão dívida/PIB constante ao longo do tempo, o tamanho do superávit primário como proporção do PIB (BS_t/Y_t) deve ser tanto maior quanto maior for a razão inicial dívida/PIB (B_{t-1}/Y_{t-1}); e quanto maior for o diferencial entre a taxa de juros e a taxa de crescimento do PIB ($r - g$). Se o superávit é maior do que esse nível, a relação dívida/PIB cai. Dessa forma, há dois cenários possíveis dados pela relação entre taxa de juros e taxa de crescimento:

- (i) No cenário favorável, com a taxa de juros menor do que a taxa de crescimento, isto é, $r < g$, o endividamento cai ao longo do tempo mesmo na ocorrência de déficits fiscais até certo tamanho. Esta foi a situação observada nas últimas décadas em diversos países desenvolvidos (Blanchard, 2022) e nela a existência de algum nível de déficit possui trajetória convergente para uma determinada razão dívida/PIB (Freitas e Christianes, 2020).
- (ii) Já o cenário desfavorável é o de $r \geq g$, que implica na necessidade do equilíbrio ou de superávits orçamentários apenas para estabilizar a dívida/PIB¹³, e o sistema é divergente para qualquer valor de resultado primário diferente da condição de estabilidade (Freitas e Christianes, 2020).

A Condição 1 por si só explicita que uma consequência de níveis de dívida maiores é a redução da capacidade dos superávits primários influenciarem na sua trajetória, enquanto para níveis mais baixos de dívida o resultado primário é extremamente influente. Para valores altos de B/Y , a taxa de variação anual de B/Y será extremamente próxima de $(r - g)$, independentemente do tamanho do BS/Y . Isto fica evidente no Gráfico 1:

Gráfico 1 - Taxa de crescimento da dívida/PIB conforme tamanho da dívida



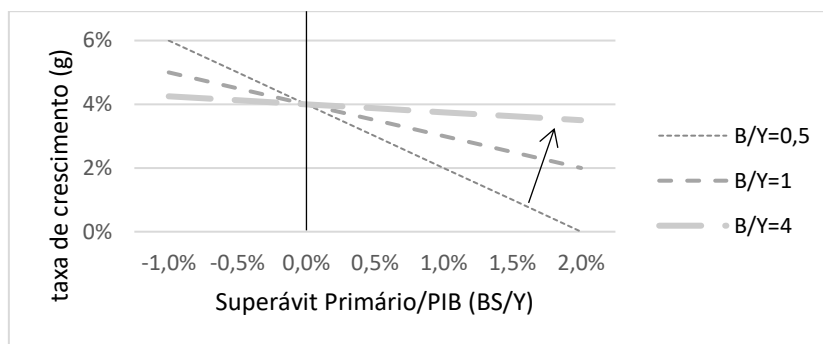
Fonte: Elaboração própria. Eixo vertical: variação de B/Y de um ano para o outro; eixo horizontal: nível de B/Y . Dados $(r - g) = 2$ e para 5 diferentes níveis de BS/Y (Superávit Primário). B/Y = Dívida/PIB.

¹² Para simplificar a análise, como o valor de $(1 + g)$ é próximo de 1, podemos ignorar essa parte do denominador do lado direito sem perda de generalidade em nossas conclusões (Blanchard, 2022). A aproximação equivale a tratar $(1 + r)/(1 + g)$ como equivalente de $1 + r - g$, e em sentido econômico passa por desprezar o efeito do crescimento do PIB sobre o aumento do valor absoluto do superávit primário dada a taxa de superávit primário/PIB.

¹³ Veja-se Bastos, Rodrigues e Lara (2015) sobre o caso brasileiro entre 2003 e 2012.

Como forma de facilitar a discussão dos dilemas de política fiscal nesta e nas subseções seguintes, apresentamos a curva que expressa a Condição 1 no Gráfico 2, com eixos g e BS/Y . O Gráfico 2 evidencia as Curvas BY de estabilidade da dívida, isto é, de combinações possíveis entre g e BS/Y que estabilizam a dívida – para um nível dado de juro real (aqui fixado em 4%) e para 3 cenários de dívida/PIB (50%, 100% e 400%).

Gráfico 2 – Curvas BY de combinações entre taxa de crescimento e de Superávit/PIB suficientes para estabilidade



Fonte: Elaboração própria. Dado $r = 4\%$ e para 3 diferentes níveis de B/Y (Dívida/PIB). Seta apontando deslocamento com o aumento da dívida. Curva BY de $g = (r * B_t/Y_t - BS_{t+1}/Y_{t+1}) / (B_t/Y_t - BS_{t+1}/Y_{t+1})$ que é aproximadamente $g = r - BS/B$.

A dívida cai caso a situação de fato (de g e BS/Y) esteja acima da Curva BY, e vice-versa. Assim, modificações em r provocam um deslocamento vertical da Curva BY, e modificações em B/Y uma mudança na angulação da Curva BY. As situações onde $r > g$ encontram-se abaixo do intercepto vertical da Curva BY, de forma que, nelas, a Curva BY está à direita do eixo vertical, isto é, requerendo superávits positivos para a estabilidade.

Fica evidente que, para valores maiores de B/Y , a Curva BY é mais plana, sendo menos sensível ao resultado primário. Para dívidas muito altas, caso $r > g$ a estabilidade da dívida requer a geração de superávits gigantescos. Contudo, em um modelo realista é necessário supor que no eixo horizontal haja um limite à direita para a proporção de superávits primários que podem ser produzidos na economia, dado pelo máximo que a arrecadação alcança e o mínimo que os gastos podem alcançar. Assim, se $r > g$ e são necessários superávits para a estabilidade, esta requereria que a dívida não ultrapassasse determinado patamar. Para a dívida ser controlável independentemente do seu patamar, ou bem se assume:

- (i) A possibilidade de gerar superávits de qualquer tamanho positivo; ou
- (ii) A possibilidade de obter e manter um cenário favorável de $r < g$ (onde a trajetória pode ser declinante independentemente do patamar da dívida, bastando o resultado primário não ser excessivamente deficitário).

A obtenção de (ii) é debatida nas subseções abaixo.

5.2.Os efeitos de política fiscal sobre a taxa de crescimento

Consideraremos agora os efeitos de mudanças na política fiscal – identificados por seus impactos em BS , sobre a taxa de crescimento da economia g . Em Ciccone (2008) é debatido o cenário de ajuste fiscal autodestrutivo, no qual o corte de gastos, ao deprimir a economia, piora os indicadores fiscais. Isto é, o efeito recessivo sobre o PIB (e portanto também sobre a arrecadação) domina o efeito de redução dos gastos, piorando a dívida/PIB e no limite o próprio resultado primário. O cenário simétrico é o da expansão fiscal “autofinanciada”, que diminui a razão dívida/PIB e possivelmente até melhora o resultado primário.

Ciccone (2008, p.109) deriva a condição analítica para o ajuste fiscal ser autodestrutivo, que é quando a razão dívida/PIB é maior do que o inverso do multiplicador ($1/m$) menos o impacto do PIB sobre a arrecadação (t):

$$\frac{1}{m} - t < \frac{B}{Y} \quad \text{onde} \quad m = \frac{\Delta Y}{\Delta G} \quad (\text{Condição 2})$$

Podemos adaptar tal condição para ser função do nível de resultado primário (e não dos gastos), pois, para nossa discussão sobre limites do endividamento, a questão afinal é sobre o *trade-off* entre PIB e resultado primário. Nesse caso, a mesma relação seria:

$$\frac{1}{\alpha} < \frac{B}{Y} \quad \text{onde} \quad \alpha = -\frac{\Delta Y}{\Delta BS} \quad (\text{Condição 3})$$

Além disso, para o debate sobre trajetória da dívida, precisamos levar em conta o efeito de uma mudança na política fiscal sobre a taxa g e não simplesmente sobre o nível do PIB. Para um cenário de aumento do superávit ser autodestrutivo a condição é:

$$\frac{1}{\alpha} < \frac{B_1}{Y_1} \quad \text{onde} \quad \alpha = -\frac{\Delta g}{\Delta BS_1/Y_0} \quad (\text{Condição 4})$$

A interpretação desse *trade-off* entre resultado primário e taxa de crescimento g requer certa cautela. Note-se que uma aceleração dos gastos que impactasse imediatamente e na mesma medida a taxa g e, com ela, a arrecadação, não traria piora no resultado primário; esta piora se apresenta apenas se o impacto dinamizador for menor do que a aceleração dos gastos, ou se este impacto tiver uma defasagem durante a qual os gastos crescem acima da arrecadação antes do efeito se consolidar. Em uma simulação simples, com gastos e arrecadação em 33% do PIB crescendo à taxa g e a aceleração dos gastos se revertendo em aceleração igual de g , para cada 1% de aceleração dos gastos, uma defasagem de 4 anos com aproximação anual linear piora o primário em cerca de 0,5%; uma defasagem de 7 anos piora o primário em cerca de 1%. Esses valores são bastante sensíveis ao nível inicial de gastos e arrecadação, mas não à taxa g inicial ou ao tamanho inicial do BS.

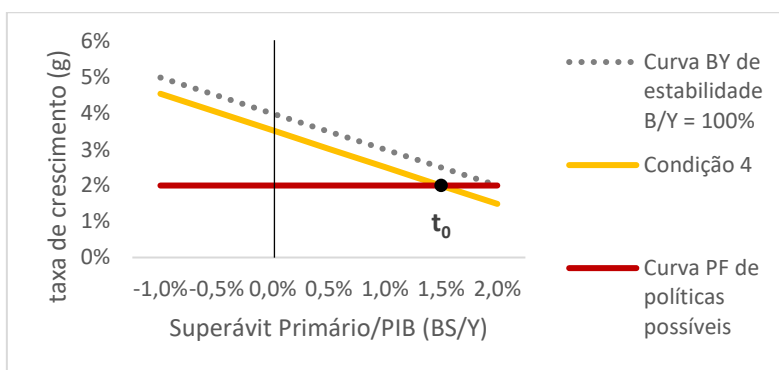
De toda forma, a Condição 4 de ajuste fiscal autodestrutivo quanto à trajetória da dívida é baseada em α , que seria o *trade-off* entre taxa de crescimento g e mudanças no superávit primário como proporção do PIB do período inicial. Sempre que a dívida/PIB que seria obtida no período

seguinte (sob as condições originais) for maior do que o inverso desse *trade-off*, a mudança de política econômica é autodestrutiva.

No Gráfico 3, e seguintes, a Curva PF representa um conjunto de políticas fiscais possíveis de serem implementadas, com seu impacto fiscal sobre superávit/PIB e seu impacto sobre a taxa de crescimento do PIB. Assim, para um nível de B/Y e r , temos a Curva BY de combinações de g e BS/Y que estabilizam a dívida/PIB; e um ponto t_0 com a situação atual da economia, de onde parte a Curva PF, a qual por sua vez expressa as possibilidades de política fiscal e seu *trade-off* com a dinamização da economia. Finalmente, traçamos a Curva da Condição 4, que, partindo de t_0 , é praticamente paralela à Curva BY.

O Gráfico 3 apresenta uma Curva PF plana, que traduziria a posição ortodoxa de não haver grandes impactos de mudanças do resultado primário sobre o crescimento – já que este seria dado exogenamente, sobretudo no longo prazo. Nesse caso, a superação da Condição 4 (isto é, a mudança de política econômica que reduziria a dívida/PIB) estaria sempre à direita de t_0 , do lado do aumento do resultado primário. A política de austeridade expansionista (Alesina, Favero e Giavazzi, 2019) seria um extremo desse cenário, tendo a Curva PF inclinação positiva.

**Gráfico 3 – Curva BY e Curva PF de *trade-off* entre BS/Y e crescimento:
Cenário ortodoxo de política fiscal sem impacto sobre crescimento**



Fonte: Elaboração própria. Dado $r = 4\%$, situação t_0 de $g = 2\%$ e $BS = 1,5\%$, $\alpha = 0$.

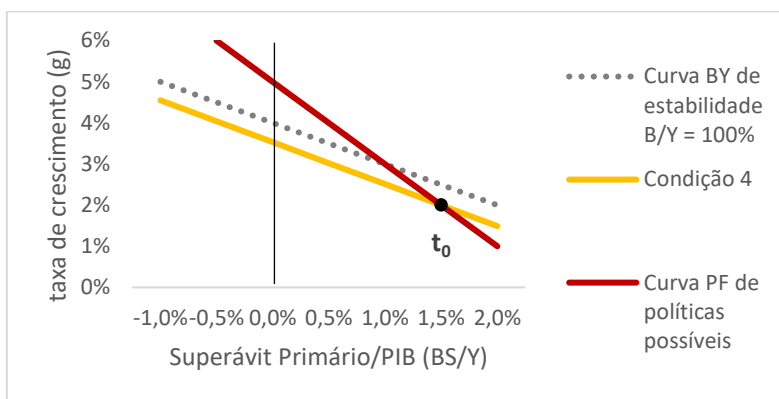
Além de postular α igual ou próximo de zero, as políticas econômicas ortodoxas sobre gestão da dívida em geral tratam todas as opções de políticas fiscais como equivalentes em termos de α (muitas vezes, por definição), o que retira um critério de seleção de políticas crucial do ponto de vista de uma abordagem heterodoxa de gestão da dívida. Afinal, diferentes políticas econômicas possuiriam diferentes α associados.

Já a posição heterodoxa é apresentada no Gráfico 4, com uma Curva PF mais inclinada¹⁴ do que a Curva da Condição 4 (que possui quase a mesma inclinação da Curva BY), o que significa

¹⁴ Deixamos de lado aqui a possibilidade de a arrecadação ser pró-cíclica e a política fiscal expansionista terminar melhorando o próprio resultado primário, já que o foco é discutir a viabilidade de expansões fiscais deficitárias.

a relação de aumento do resultado primário ser autodestrutivo, e simetricamente que a expansão fiscal com redução do resultado primário seria “autofinanciada”:

**Gráfico 4 – Curva BY e Curva PF:
Cenário heterodoxo de ajuste fiscal autodestrutivo**



Fonte: Elaboração própria. Dado $r = 4\%$, situação t_0 de $g = 2\%$ e $BS = 1,5\%$, $\alpha = 2\%$.

Na literatura heterodoxa, o efeito α se explicaria pelo estímulo à demanda e pela melhoria nas condições de oferta que a política fiscal expansionista poderia promover. Pelo lado da demanda, α seria maior quanto mais a expansão de gastos remunera – seja diretamente, seja por induzir compras em setores que as remunerem – classes que: (i) poupam menos, dinamizando o consumo no mercado interno (gastos progressivos); e (ii) importam menos (diretamente ou pelo conteúdo importado dos bens consumidos). Ao mesmo tempo, a redução dos tributos sobre essas classes (mesmo que fossem deslocados para obter o mesmo valor sobre outras classes) dinamizaria o consumo do mercado interno.

Enquanto isso, em relação à oferta, α seria maior para políticas de gastos (ou redução de tributos) que auxiliassem a (i) reduzir o conteúdo importado, reduzindo os vazamentos da demanda injetada na economia; (ii) afetar estruturas de mercado para reduzir grau de monopólio e evitar que a renda injetada na economia seja absorvida por margens de lucro excessivas com pouco reinvestimento; (iii) remover gargalos de oferta, permitindo a expansão da capacidade produtiva (ponto interrelacionado aos dois anteriores); e (iv) estimular capacidades exportadoras (novas fontes de demanda).

Além desses efeitos positivos, α poderia ser diferente conforme se propõe a expansão ou a contração de gastos, podendo ser maior sempre que o aumento do superávit obrigasse a destruição de políticas com alto impacto redutor de g . Isto poderia ser agravado: (i) pelo lado da demanda, quando contrações fiscais realimentam recessões, catalisando falências e intensificando a redução das demais fontes de demanda; (ii) pelo lado da oferta, quando cortes de infraestruturas ou de políticas preventivas em geral (como políticas de adaptação à crise climática, de ordenamento urbano, de segurança pública etc.) acarretarem grandes impactos sobre a viabilidade econômica.

A consecução de políticas fiscais com efeitos positivos ligados aos fatores supracitados, e que ainda atendam a objetivos maiores (de bem-estar, de segurança etc.) é o maior desafio da construção institucional da política fiscal. Nesse contexto, deve-se enfatizar o quanto o prolongamento de políticas de austeridade e a sobreposição de regras fiscais de restrição vêm sabotando as condições institucionais de planejamento (até pela posição teórica contra α) de longo prazo, e piorando a composição do gasto público¹⁵, ao que se somam tributações regressivas. Embasada em argumentos como esses, a análise da situação contemporânea leva muitos autores heterodoxos a enxergar enorme potencial para mudanças expansivas na política fiscal que permitissem construir capacidades estatais desatarem melhores capacidades de crescimento (Mazzucato, 2014).

5.3. Possíveis interrelações da política fiscal com a taxa de juros

Até aqui assumimos a taxa de juros real exógena, não havendo interferências na política monetária decorrentes do tamanho da dívida pública ou relacionadas às políticas fiscais implementadas.

Entretanto, o aquecimento da economia – por diversas causas como o aumento do poder de barganha dos trabalhadores, ou o aumento das importações – pode gerar pressões (seja no nível de preços, seja no balanço de pagamentos) que pressionem a Autoridade Monetária a aumentar a taxa de juros. Que o crescimento estimule a inflação – uma conclusão com bastante diálogo com a literatura ortodoxa – parece algo bem aceito pela literatura de finanças funcionais. Com a inflação estimulando a contração monetária, isto comprometeria, ao menos parcialmente, o efeito de reduzir o crescimento da dívida pública. Assim, haveria uma endogenia indireta (e eletiva, decidida pela Autoridade Monetária) entre a taxa de crescimento e a taxa de juros. Esse fator reduziria a inclinação da Curva PF, limitando a capacidade de a política fiscal levar a taxa de crescimento a superar a taxa de juros.

A associação direta entre inflação e alta nos juros, que definiria um canal complexo de endogenia da taxa de juros, é defendida pela literatura sobre regimes de metas de inflação (RMI) no Novo Consenso Macroeconômico. Se problematizássemos esse canal, assumindo a possibilidade de reduzir a taxa de juros para a estabilização da dívida a despeito de pressões inflacionárias, entraríamos, ainda que por um nexo causal eletivo, no terreno da *dominância fiscal* (Sargent e Wallace, 1981). Este subterfúgio para controle da dívida equivaleria a dizer que a dívida pública é sempre sustentável na medida em que a política monetária perca sua autonomia, o que parece ser exatamente o contrário do argumento de finanças funcionais sobre a inexistência de limites ao endividamento¹⁶.

¹⁵ Ver Dweck (2022) e Barbosa Filho (2022) para o caso brasileiro recente.

¹⁶ Observe-se, no entanto, que pode ser indesejável uma dominância monetária sem freios, com a política monetária estabelecendo metas de inflação inteiramente alheia aos desafios fiscais que ela cria. Veja-se, no caso recente brasileiro de meta de inflação de 3% e altíssimos patamares de juros reais, Belluzzo et al., 2024.

Observe-se que a coordenação da política monetária sob uma estratégia maior de superação das restrições à economia nacional, envolvendo políticas cambial e creditícia ativas¹⁷, e não simplesmente a postura passiva advogada pela ortodoxia, apontam para problematizar as metas de inflação como objetivo único de política monetária, bem como o insulamento dessa entidade. De fato, essas evoluções institucionais recentes sobre controle inflacionário perdem de vista diversas possibilidades de políticas mais ativas, sobretudo relacionadas à inflação de custos, ou a políticas cambiais mais incisivas.

Deixando de lado a possibilidade de intervir na política monetária, observe-se que são possíveis políticas econômicas visando criar as condições para uma redução estrutural da taxa de juros, sem que isso implique o abandono de metas como o controle de preços. Tais políticas podem ter custo fiscal, mas, na medida em que resultem em menor necessidade de taxas de juros altas, podem possuir impacto positivo sobre a trajetória da dívida pública:

- Por exemplo, a acumulação de reservas internacionais, se bem tenha custos fiscais, ao diminuir o risco país pode diminuir o limite inferior da taxa de juros (como colocado em Pimentel e Serrano, 2017), tendo como efeito final possível a redução do crescimento da dívida. Do mesmo modo, outras medidas, inclusive regulatórias como controles de capitais, que diminuam a volatilidade do câmbio (e com isso a inflação e portanto o juro);
- Outro caso seria o de políticas industriais em setores estratégicos (como o de combustíveis, o elétrico ou o de alimentos) que possuem custos fiscais, mas auxiliam o controle de insumos-chave da economia com alta capacidade de disseminação de aumentos de preços¹⁸. Nesse caso, não incorrer nesses custos implicaria em choques inflacionários que poderiam levar a um aumento da taxa de juros, resultando em uma piora na trajetória da dívida.

Para visualizarmos essas consequências (indiretas, via efeitos sobre a inflação) da política fiscal sobre o juro, é preciso adaptar a Condição 4 para que α passe a representar não só o ganho de aumento de crescimento mas também o de redução de juros para cada piora no resultado primário:

$$\frac{1}{\alpha} < \frac{B_1}{Y_1} \quad \text{onde} \quad \alpha = -\frac{\Delta g - \Delta r / \delta}{\Delta BS_1 / Y_0} \quad \text{e} \quad \delta = \frac{B_1 / Y_1}{B_0 / Y_0} \quad (\text{Condição 5})$$

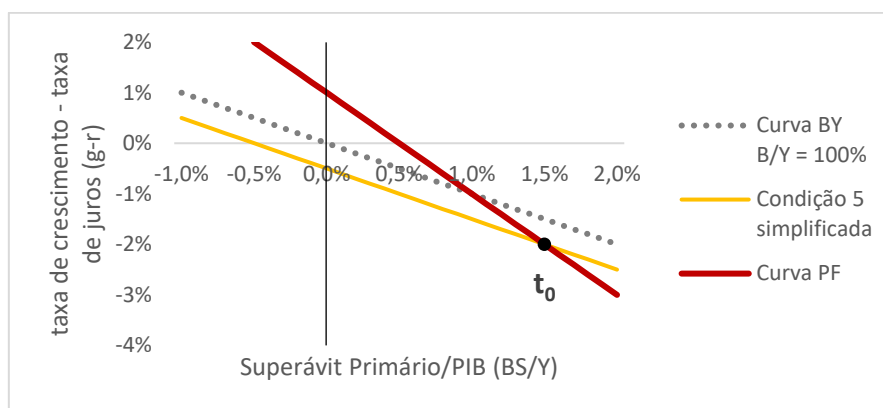
Isso nos leva a reformular os gráficos que usamos até aqui, substituindo o eixo vertical g (com r dado) pelo eixo vertical $g - r$. A Curva BY e a Curva PF ficariam como segue¹⁹:

¹⁷ Como foi intentado no governo Dilma I até a Autoridade Monetária, então dotada de autonomia *de facto*, seguir convenções curtoprazistas e interromper essa estratégia, passando a contrapô-la frontalmente (Dweck e Teixeira, 2018).

¹⁸ Cf. Braga (2013) sobre inflação de lucros no setor elétrico no Brasil recente.

¹⁹ O Gráfico 5 simplifica a relação entre as variáveis, já que a taxa de juros tem um impacto sobre a trajetória diferente do impacto da taxa de crescimento. A Curva da Condição 5 é simplificada utilizando $\alpha = \frac{\Delta(g-r)}{BS_1/Y_1}$.

Gráfico 5: Curva BY e Curva PF com eixo vertical $g - r$



Fonte: Elaboração própria. Situação t_0 de $g = 2\%$ e $BS = 1,5\%$, $\alpha = 2\%$.

A inclinação da Curva PF é então reforçada, em relação ao discutido na seção anterior, pelos benefícios que uma política com custos fiscais possui não só sobre g mas também sobre criar condições para reduzir r . Em suma, ao considerarmos as interrelações possíveis da política fiscal com a taxa de juros – sendo esta definida exogenamente pela autoridade monetária – ressaltamos políticas que podem melhorar a inclinação da Curva PF, mas também fatores que comprometem tal inclinação.

5.4.Reformulando o conceito de “espaço fiscal”

Após situar os *trade-offs* relevantes entre o resultado primário e a trajetória da dívida – em relação ao diferencial entre taxa de crescimento e taxa de juros – retomamos o debate sobre limites ao endividamento. Ao final da Subseção 5.1 concluímos que, mesmo que r seja exógeno, a dívida/PIB tem limiares de descontrole (i) se houver um máximo viável de geração de superávits primários/PIB; e (ii) se não for possível no futuro obter a condição favorável de $r < g$.

Na Seção 6 avaliaremos a possibilidade de o tamanho da dívida/PIB ter consequências sobre os determinantes da sua trajetória. Sem assumir tais consequências, ainda há algumas questões em relação à possibilidade da política fiscal conseguir obter e manter a condição favorável de $r < g$:

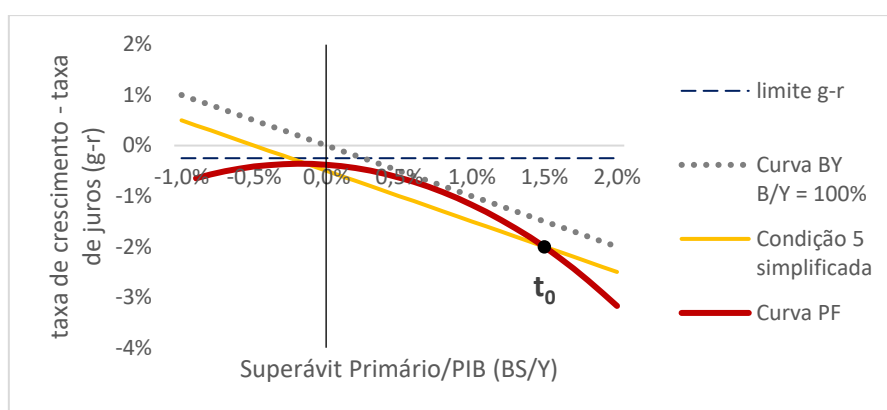
- (i) A primeira questão é que a literatura heterodoxa aponta que em países periféricos do sistema monetário internacional há um limite inferior para as taxas de juros que podem ser praticadas sem ocasionar grandes impactos cambiais. O limite inferior seria dado pela taxa de juros dos EUA e o risco-país; sempre que a taxa de juros nacional for abaixo desse nível, há um estímulo forte à saída de capitais (Braga, 2022). Este piso, altamente sensível aos ciclos de liquidez internacional, sempre que obrigar um alto nível de juros reais pode determinar um cenário desfavorável de $r > g$ para a trajetória da dívida nacional por um longo período.
- (ii) A segunda questão é que o alcance de taxas elevadas de crescimento é um dos maiores desafios da política econômica. As próprias restrições de capacidade ao crescimento acelerado só podem ser contornadas, até certo ponto, com uma estratégia de

desenvolvimento de longo prazo. Para aprofundar o realismo do nosso quadro analítico, devemos colocar que há um limite para taxa de crescimento da economia, que pode ser o limite de pleno emprego, ou outros limites da estrutura produtiva ou das políticas indutoras disponíveis. Esse limite pode ser expandido com modificações estruturais da economia, e avanços institucionais na capacidade de planejamento público, mas é razoável que, ao menos a médio prazo, a taxa de crescimento não pode ultrapassar certo nível.

- (iii) Além disso, retomando o debate da subseção anterior sobre pressões inflacionárias advindas do crescimento, se o que é relevante para a trajetória da dívida é o diferencial entre crescimento e taxa de juros, o diferencial máximo possível pode ser ainda menor do que o que seria obtido sem levar em conta este efeito.

Isto nos leva a postular uma Curva PF côncava, em que o efeito da redução de BS/Y pode ser grande em uma zona, mas vai se reduzindo conforme a economia alcança taxas de crescimento mais altas, até se tornar realmente negativo conforme o efeito da expansão fiscal de dinamizar a economia é superado pelos seus impactos inflacionários que levam a aumentos de juros.

Gráfico 6: Curva PF côncava com limite superior



Fonte: Elaboração própria. Situação t_0 de $g = 2\%$ e $BS = 1,5\%$, limite $g - r = -0,35\%$.

Neste sentido, a posição da Curva PF pode ou não permitir que o país realize políticas econômicas suficientes para estabilizar ou reduzir sua trajetória da dívida. Contudo, ainda que não permita, sempre é teoricamente possível que no futuro o país experimente um longo período de crescimento acelerado com baixas taxas de juros e melhora na arrecadação – isto é, um deslocamento da posição t_0 para cima e para a direita, possivelmente levando ao cenário favorável de $r < g$. Isto é, mesmo que no momento atual as possíveis políticas fiscais não permitam estabilizar ou reduzir a dívida, o crescimento desta não seria irreversível porque sempre poderia ocorrer um futuro mais benigno. Em termos analíticos, é possível determinar, dada a situação atual de dívida/PIB e de t_0 , a duração e a magnitude do deslocamento da posição t_0 (e o correspondente diferencial $g > r$) que seriam necessários para reverter a dívida a um patamar no qual ela fosse controlável nas atuais condições de t_0 e Curva PF. Em outras palavras, se o aparente “descontrole” da dívida depende de um

futuro mais benigno para ser “controlado”, é razoável supor que a partir de certo tamanho da dívida, o tamanho dessa dependência (a duração e a magnitude do cenário favorável necessário) seja excessivo. A partir de certo ponto, a reversibilidade dependeria de um futuro implausível; a partir deste tamanho da dívida/PIB, a sua reversão não seria mais crível.

Recapitulando, a conclusão de que a dívida pode alcançar patamares a partir dos quais ela seja considerada irreversível é então obtida:

- (i) Mantendo a hipótese de taxa de juros permanentemente exógena;
- (ii) Mantendo a hipótese de que o tamanho da dívida/PIB não afeta os determinantes de sua trajetória (o que seria apenas um complicador a mais, reduzindo tais patamares, e que será debatidos na seção seguinte);
- (iii) Assumindo um limite máximo para os superávits primários/PIB;
- (iv) Assumindo um limite máximo para a plausibilidade de cenários favoráveis futuros com a duração e magnitude suficientes para a reversão abaixo de tais patamares.

Caracteriza-se a possibilidade prática da expansão irreversível, isto é, descontrole da dívida a partir de certos patamares, patamares cuja determinação não é simples e envolve estimativas sobre a trajetória de diversas variáveis macroeconômicas para cada caso. Evidentemente, não se trata aqui de definir um nível exato de dívida/PIB a partir do qual se iniciariam os problemas – ao contrário do expediente comum na literatura ortodoxa – mas de definir os entraves graduais que vão necessariamente surgindo pela expansão do endividamento; por isso nos referimos a “patamares”, sempre no plural, por ser uma zona flexível. Mas o fato é que o tamanho do estoque de dívida tem importância em relação à reversibilidade do seu crescimento: com um estoque baixo é mais possível alcançar combinações de resultado primário e crescimento sem pressão sobre o juro que sejam suficientes, e a necessidade de cenários favoráveis futuros de $r < g$ não é tão grande e mantém-se plausível. Com estoques maiores, reduzem-se os graus de liberdade para conter sua trajetória, e passa-se a depender mais de um futuro benigno. Neste sentido, poderíamos reformular o conceito de “espaço fiscal” como essa margem de manobra em que a trajetória da dívida é controlável sem depender exageradamente de expectativas sobre um futuro melhor.

Esta seção pretendeu contribuir para:

- (i) Explicitar os dilemas de política econômica em sua relação com a trajetória da dívida, expressos na Curva PF e no atendimento à Condição 5; e
- (ii) Recuperar a noção de “espaço fiscal” como a margem de endividamento como uma fronteira gradual de patamares crescentemente expostos à dívida sobre sua reversibilidade.

6. A dívida não terá efeitos?

Se, por um lado, a refutação da restrição financeira interna ao setor público pela literatura de finanças funcionais é *a priori*, por outro lado, não há nessa literatura uma refutação geral e *a priori* dos riscos de uma dívida pública interna crescente para a estabilidade macroeconômica, mas apenas a refutação de alguns canais de impacto específicos. Nesta seção vamos analisar o cenário da dívida fora de controle – isto é, em uma trajetória de crescimento irreversível – e o que ele significa economicamente.

6.1. Consumo rentista

Parte da literatura de finanças funcionais considera que o endividamento sem limites tem uma força de se autoequilibrar. O argumento segue Lerner (1943, p.49):

As the national debt increases it acts as a self-equilibrating force, gradually diminishing the further need for its growth and finally reaching an equilibrium level where its tendency to grow comes completely to an end. The greater the national debt the greater is the quantity of private wealth. [...] As current saving is thus discouraged by the great accumulation of past savings, spending out of current income increases [...] When the government debt has become so great that private spending is enough to provide the total spending needed for full employment, there is no need for any deficit financing by the government.

A tese é de que haveria um estímulo ao consumo decorrente do efeito-riqueza do crescimento do estoque de dívida – bastando que a propensão a consumir do estoque da dívida (c_B) seja minimamente maior do que zero – e portanto um estímulo à Demanda Agregada e ao crescimento do PIB²⁰. Configurar-se-ia o que poderíamos chamar de estabilização da dívida por meio do crescimento liderado pelo “consumo rentista”. Lavoie (2022, pp.366-368) aponta as condições analíticas para esta estabilização em uma economia fechada.

O cenário, contudo, envolve diversos impactos pouco debatidos²¹:

- (i) Essa fonte autônoma de Demanda Agregada faria a economia crescer tendencialmente conforme a taxa de juros, e tal crescimento não poderia ser controlado pela política fiscal. Isto é, quanto maior a dívida, menor o espaço para a gestão de demanda do ciclo econômico frente a gargalos de oferta ou de restrição externa, por exemplo.
- (ii) A política monetária contracionista passaria a expandir diretamente a Demanda Agregada (para valores suficientemente altos de dívida/PIB, em magnitude maior do que qualquer efeito contracionista da taxa de juros sobre outras fontes de demanda) tornando ambígua ou ineficaz sua capacidade de *controle inflacionário*.

²⁰ Evitando essas questões, outra parte da literatura de finanças funcionais considera mais razoável que a propensão a consumir do estoque da dívida (c_B) seja zero “*dado que tais agentes em geral são ricos, têm amplo acesso a crédito e seu consumo é basicamente autônomo*” (Serrano e Pimentel, 2017, p.19). Isto leva alguns autores à conclusão de que, além da desigualdade, não haveria maiores consequências econômicas do endividamento interno.

²¹ Lavoie (2022) aborda questões análogas aos pontos (iii) e (iv). Seu exemplo de estabilização em condições bastante gerais ocorre em patamares acima de 400% do PIB.

Destes dois pontos (i) e (ii) já se entrevê a possibilidade de que a inflação pelo superaquecimento da economia deixaria de poder ser contida pela política monetária, pois o aumento de juros estimularia a demanda. Além disso:

- (iii) O consumo rentista poderia envolver um *conteúdo importado* (podendo ser maior ou menor do que a média) que seria um vazamento de demanda em crescimento ininterrupto, capaz de criar pressões sobre importações permanentes. Nesse sentido, em patamares muito altos o crescimento dessa fonte de Demanda Agregada fora de controle poderia ser flagrantemente desestabilizador da economia.

Para além desses possíveis impactos econômicos, ainda há:

- (iv) A questão da *aceitabilidade política* dessa economia liderada pelo consumo rentista, dinamizada pelas classes detentores de riqueza que substituiriam a participação do Estado como fonte de Demanda Agregada para a economia.

6.2.Limites domésticos

6.2.1. Limites institucionais na relação TN-BC

Alguns autores pós-keynesianos (como por exemplo Gnos e Rochon, 2002) problematizam a operacionalidade de expandir o endividamento e contrariar o mercado, enfatizando os entraves da separação institucional entre Tesouro Nacional e Banco Central (Lavoie, 2013). O argumento também é invocado por autores da Escola de Campinas (como Prates, 2020) sobre a resistência política dos agentes do mercado financeiro que poderiam dificultar a intermediação financeira requerida pelo Tesouro Nacional.

A crítica por vezes é externa, não atacando a expansão do endividamento em termos dos mecanismos econômicos, mas apenas em relação a entraves políticos e institucionais. Neste caso, é possível contraargumentar que a institucionalidade poderia ser adaptada, a política enfrentada etc.

Em sentido mais forte, há críticas internas que questionam que a taxa de juros pode deixar de ser exógena em certas situações. Utilizando argumentos de taxa de juros endógena e moeda exógena, em que o setor privado poderia impor suas preferências à Autoridade Monetária, enquanto o setor público correria risco de não ter compradores para seus títulos. Sempre que essa argumentação vai contra o fato de que não há destino sistêmico para a moeda em mãos privadas que não a dívida pública, ela foge ao escopo do nosso debate.

De fato, a resistência dos agentes a comprar títulos do Tesouro Nacional (por seu prazo, por seu indexador, ou por qualquer outra razão) teria de resultar em aumento das operações em que o Banco Central toma empréstimos, em geral de curto prazo. O possível efeito do encurtamento do prazo da dívida (que não é uma situação de insolvência) é discutido no Subitem 6.3.2.

6.2.2. Limites da disputa orçamentária

Pereira e Bastos (2022) avaliam a importância dos tributos, dentro do arcabouço de finanças funcionais, para as disputas políticas do processo orçamentário estatal:

A discussão e formação de orçamentos públicos refletem disputas políticas quanto à organização da sociedade e cuja arena de disputa é o Estado. [...] a ausência de tributação geraria disputas entre grupos políticos e conflitos distributivos ainda maiores pelos recursos no orçamento. Assim, dentro de uma perspectiva de planejamento de médio e curto prazo, é natural que seja discutida alguma forma de relação entre financiamento e gasto, que se concretiza exatamente através de alguma previsão de arrecadação tributária. [...] essa perspectiva é completamente diversa de uma perspectiva absolutamente “em aberto” que resultaria de uma “queima”, como na metáfora usada por Wray, dos recursos que refluem ao caixa único do tesouro através dos impostos. (Pereira e Bastos, 2022, p.29, grifos nossos)

Nesse contexto, a ruptura da relação gastos-impostos causaria a ruptura do processo orçamentário, que seria o estopim para disputas de classes acirradas.

Podemos adicionar a essa discussão a hipótese da necessidade organizacional de quadros de planejamento e órgãos e instituições de controle e acompanhamento da execução dos gastos – isto é, de que a organização institucional é um requisito para que o déficit público agregado atenda ou supere o trade-off entre resultado primário e diferencial $r - g$ expresso na Condição 5. Nesse sentido, é possível que o aumento extremo da dívida/PIB, ao levar a uma desconstrução institucional – com decisões de gastos e impostos capturadas por grupos de interesses – ainda que possa permitir a execução de alguns gastos estratégicos cruciais, imergiria-os em meio a diversos outros gastos desprovidos de qualquer estratégia macroeconômica, para não dizer fiscal. Desse modo, para além dos motivos políticos, por questões organizacionais das instituições monetárias e fiscais (mais profundas que qualquer regramento fiscal) a expansão extrema da dívida/PIB dificultaria a sua própria reversibilidade.

Para a expansão da dívida não causar problemas, ela não poderia levar a uma aceleração de gastos e redução de impostos descoordenada. Além disso, no sentido oposto, para ela não ser uma ameaça, seria preciso ter certeza de que a expansão indiscriminada do serviço da dívida/PIB não levaria às medidas drásticas para seu combate citadas na literatura ortodoxa: tributação confiscatória, choques extremos de austeridade, calote parcial dos títulos, subindexação, ou políticas monetárias frouxas e lenientes com inflação por dominância fiscal. Caso contrário, o endividamento crescente seria razão para a elevação dos temores com essas medidas.

6.3. Limites internacionais

6.3.1. Fugas de capital

Outra linha parte da tentativa de identificar um nexos causal entre o endividamento e consequências danosas para o Balanço de Pagamentos ou diretamente para a taxa de câmbio. De fato, se por um lado não há outro destino sistêmico possível para a moeda em mãos privadas senão a dívida pública, por outro lado, o perfil do título ofertado – seu prazo e seu indexador, pelo menos – pode estimular saídas de capital. É claro que, na medida em que, pela operação de câmbio, não é a moeda

doméstica quem sai do país, os detentores finais da moeda doméstica ainda teriam de adquirir dívida pública. De toda forma, a associação entre estímulos a saídas de capital, e encurtamento de prazo da dívida é frequente (ainda que sejam dois movimentos distintos), como em Carneiro (2021, p.12), que ainda comenta sobre a especulação possível:

O proprietário da riqueza pode, por exemplo, julgar a taxa de juros oferecida pelo título público de nova emissão insuficiente. Aqui há duas hipóteses: a primeira, como já vimos, diz respeito à compra de moeda ou títulos no exterior [...]; a segunda pode dizer respeito a uma aposta de valorização dos títulos (fiquemos por ora nos públicos) já emitidos e que circulam no mercado secundário. [...] A especulação [pode] ocorrer em mercados diversos, e não apenas nos títulos públicos, engendrando bolhas especulativas de intensidade variada.

Neste sentido, em posição ligada à noção de Hierarquia de Moedas (Fritz et al., 2018), autores da Escola de Campinas como Prates (2020) e Carneiro (2021) entendem que os agentes privados poderiam reagir a políticas fiscais consideradas “irresponsáveis” realizando fugas de capital, o que ocasionaria problemas no Balanço de Pagamentos. Estes, por sua vez, provocariam a reação da Autoridade Monetária, causando uma endogenia indireta (institucionalmente determinada) nas taxas de juros.

Portanto, austeridade não é sempre autoimposta, como sugere a MMT, mas a maioria das economias são, de fato, sujeitas a algum grau de disciplina de mercado (Verghanini e De Conti, 2017, p. 23 *apud* Vilella, 2022, pp. 61-62)

Esses argumentos fazem diálogo com as posições ortodoxas, e em alguns casos se fundam unicamente em uma questão de expectativas, convenções e enfrentamento político-ideológico.

Em estudo empírico, Aidar e Braga (2020) analisam os determinantes do prêmio de risco-país de economias periféricas. As autoras contrapõem a linha de Blanchard (2004) – o qual ressaltava a importância dos fatores de atração (*pull factors*) dos fluxos de capital, sobretudo dos indicadores fiscais – com a evidência da predominância de fatores sistêmicos externos (*push factors*).

O tamanho da dívida pública na moeda local também não tem impacto sistemático relevante sobre o prêmio de risco-país nem sobre a taxa de juros externa que o país paga. [...] Para países emergentes, este prêmio de risco é determinado em grande parte pelas condições dos mercados financeiros internacionais e taxas de juros externas e em menor medida pela situação, tanto estrutural quanto de curto prazo, da balança de pagamentos do país em questão (AIDAR; BRAGA, 2020; ANTONI, 2022). (Braga, 2022, pp.271-272, grifos nossos)

Essa refutação do impacto da dívida interna sobre a fragilidade externa da economia é empírica, defendendo que, nos patamares de dívida e nas situações observadas no período 1999-2019, o endividamento interno não foi determinante. Ressalte-se que, por um lado, ainda é possível (e plausível) que esse nexo causal seja relevante para o endividamento em descontrole; mas, por outro lado, que a situação admite significativa margem de manobra para as economias periféricas.

6.3.2. Volatilidade

Para além da discussão sobre esses enfrentamentos conjunturais, o aumento do estoque de dívida pode ter consequências econômicas estruturais sobre o balanço externo. Em Vieira Filho e Rossi (2023), a questão passa pela parcela do estoque de dívida dotada de alta liquidez – a qual ampliaria as vulnerabilidades da economia, reduzindo os espaços das políticas fiscal e monetária, por

fornecer a liquidez necessária para surtos de especulação cambial. O aumento da dívida com alta liquidez então teria impacto na volatilidade da moeda (σ_e), o que amplificaria tendências inflacionárias, obrigando indiretamente (frise-se, a rigor, eletivamente) a uma endogenia dos juros e agravando a trajetória da dívida²². Isso

...é uma ameaça a existência da própria moeda, uma vez que estoques gigantescos de riqueza [como a dívida pública com alta liquidez] podem se converter rapidamente em moedas estrangeiras ou ativos reais, o que pode gerar um padrão explosivo nos preços e o abandono da moeda até mesmo como meio de pagamentos, devido a sua desvalorização extremamente veloz e atroz” (Belluzzo e Almeida, 2002, *apud* Vieira Filho e Rossi, 2023, p.39, grifos nossos)

Se tais efeitos são possíveis, fica a questão, empírica, sobre sua dimensão.

6.3.3. Diversificação patrimonial

Em paralelo à discussão sobre impactos de curto prazo nos fluxos macroeconômicos, há uma questão em relação aos estoques. Para que a expansão da dívida interna não impactasse o balanço externo, seria preciso supor que não há nenhuma propensão à diversificação internacional do estoque de riqueza doméstica para outras moedas, nem que venha a haver tal propensão em nenhum momento futuro. Nesse sentido, justifica-se uma saída de capital sem qualquer hipótese dos agentes sobre os efeitos do comportamento fiscal do governo, mas apenas por uma questão usual de gestão de patrimônio. O efeito seria agravado por convenções, mas de toda forma teria de existir e se fazer sentir em casos de dívida em crescimento exponencial.

A questão toca na função da moeda como reserva de valor, e na sua corrosão quando ela perde o sentido de escassez; e faz-se sentir em países dolarizados em que os residentes aplicam suas poupanças em moeda estrangeira, debilitando a conta-financeira.

6.3.4. Reductio ad absurdum

Em um sentido mais profundo, se o endividamento interno explosivo não afetasse nunca o valor da moeda, seríamos levados ao absurdo de postular que seria possível o país ter um estoque em mãos privadas de moeda líquida e conversível maior do que o PIB mundial e em crescimento exponencial ano a ano, sem que isso tivesse consequências relevantes sobre o balanço externo.

6.4. Antecipações dos limites

Caso se considere que as hipóteses acima de efeitos danosos da dívida sejam plausíveis, é razoável haver um temor contra o alto endividamento futuro – temor que, enquanto o descontrole não fosse patente, teria uma urgência arbitrária e incerta, apoiada em convenções sobre expectativas. Com isso, a ideia de que os agentes possam pressionar antecipadamente variáveis macroeconômicas diante da incerteza sobre o controle da dívida interna não seria apenas baseada em preconceitos, mas

²² “Para Belluzzo e Almeida (2002), a vinculação da dívida pública ao overnight durante as décadas de 80 e 90 exacerbou os problemas do balanço de pagamentos, bem como, em larga medida, foi uma consequência desses problemas externos, em relação à liberdade de implementação da política econômica” (Vieira Filho e Rossi, 2023, p.39).

possuiria um fundo de verdade. Para além de convenções e temores, quando a irreversibilidade começasse a se tornar inevitável – requerendo, para reverter a situação, um período benigno futuro com uma duração implausível – tais pressões teriam necessariamente de ocorrer, crescentemente.

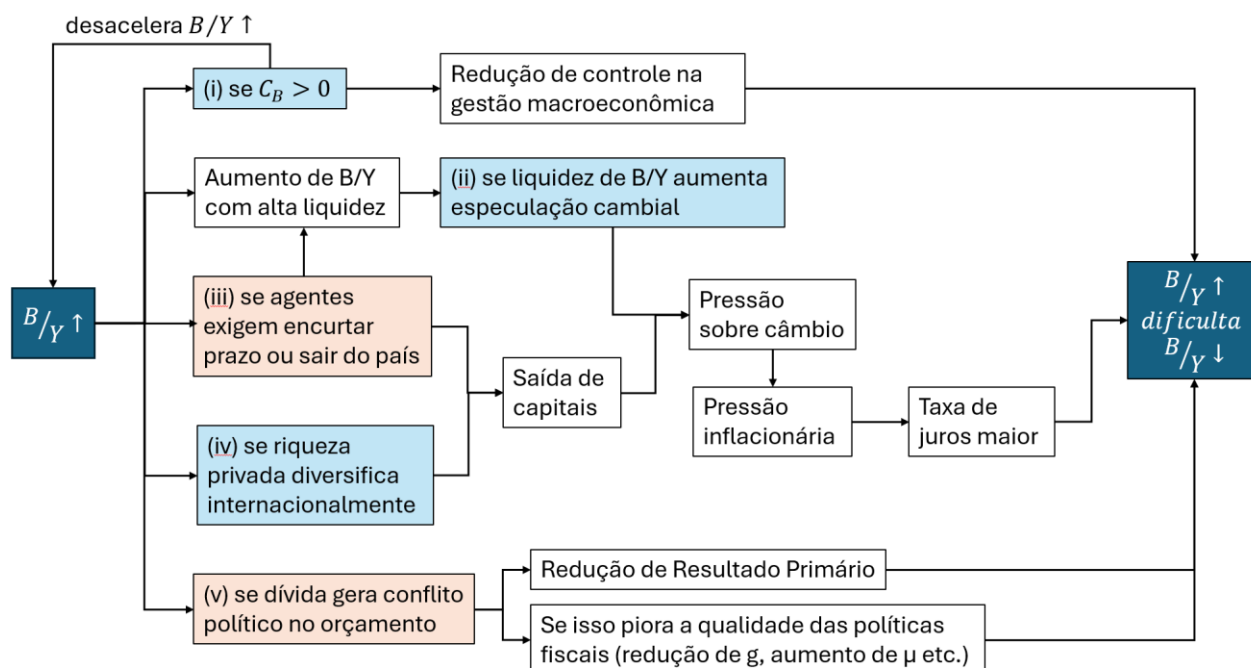
Por um lado, tais pressões antecipadas potencialmente causariam crises por outros canais antes mesmo de estabelecer uma situação de dívida interna tão extrema – o que explicaria a escassez empírica de crises exclusivamente de dívida interna na história.

Por outro lado, teríamos de volta no nosso arcabouço teórico, por caminhos indiretos, algumas consequências apontadas na literatura ortodoxa, restringindo o espaço para controle da dívida na medida em que a ameaça do descontrole se torna mais real. Se a própria trajetória da dívida (por exemplo, ao assumir crescimento exponencial) passar a dificultar doravante de algum modo a obtenção e a manutenção de $r < g$, para patamares muito altos perder-se-ia necessariamente a reversibilidade, já que teria sido removida do horizonte a possibilidade de cenários benignos futuros. A posição heterodoxa não trataria, portanto, de refutar o canal em si, mas de situar a sua larga faixa de indeterminação, com graus de liberdade muito maiores do que os normalmente reconhecidos.

6.5.Recapitulação

Os argumentos das subseções anteriores estão resumidos simplificadamente no fluxograma abaixo, que relaciona o aumento de dívida (à esquerda) à conclusão de que isto dificultaria sua redução (à direita). Os nexos causais propostos estão coloridos de laranja quando envolvem componente político ou de convenções/expectativas, e de azul claro quando são nexos econômicos. Observe-se que ao menos a negativa aos pontos (iv) e (v) não parece resistir a uma crítica de *reductio ad absurdum*.

Fluxograma 1 – Nexos causais possíveis entre o crescimento da dívida e uma piora nas condições para a sua redução



Esses problemas estão longe de restringirem-se a um âmbito eletivo de justiça social, e apontam para o fato de que, levada ao limite, a tese do endividamento não ter maiores consequências requer hipóteses bastante fortes. Por mais que algumas relações causais que hoje são propostas pela literatura pessimista com a dívida possam ser refutadas, parece necessário – senão nas condições atuais de endividamento, ao menos a partir de condições piores – que existam impactos intratáveis da dívida sobre a estabilidade macroeconômica.

Note-se que esse raciocínio não depende da posição da economia na hierarquia monetária, também se aplicando às economias centrais. Se imaginarmos a economia central em um processo de explosão da dívida pública, é natural pensar em como isso abalaria a própria centralidade da sua moeda no sistema internacional em termos de reserva de valor confiável a longo prazo. Ou, se não quisermos admitir que o endividamento em moeda doméstica possa abalar a moeda central, basta pensarmos em uma economia completamente fechada (ou em uma unificação monetária de todo o mundo) de forma que não houvesse mais a possibilidade de fuga de capitais como horizonte possível; ainda assim seria absurdo não haver instabilidade. Especificar os possíveis canais é questão para futura pesquisa, fugindo ao nosso escopo que é definir a necessidade de sua existência.

7. Conclusão repensando *status* da dívida interna e do tributo

Pretendemos haver demonstrado que, mesmo assumindo taxas de juros permanentemente exógenas, crescimento liderado pela demanda, inflação de custos e distribuição exógena:

- (i) Podem existir patamares de dívida interna a partir dos quais a reversibilidade da expansão não é crível, o que dá sentido à expressão “descontrole”; e
- (ii) Ainda que o Estado não seja insolvente na própria moeda e não haja fragilidade financeira do setor público, o excessivo poder de compra cedido aos particulares tem de, no limite, criar uma instabilidade econômica, e não apenas política.

Percebemos, desta exposição, tanto a flexibilidade dos limites à política fiscal, quanto a necessidade de situá-los. Se, por um lado, tais limites são apenas os contornos últimos que despontam no horizonte extremo da margem de manobra da política fiscal, possivelmente havendo outros limites (como a restrição externa, a de capacidade ou o conflito distributivo) que se façam sentir antes, não se pode dizer que tais limites ao endividamento em moeda doméstica não existem. Se a política fiscal não precisa se pagar, ela precisa gerar crescimento; todo déficit público que gera pouco crescimento ocupa o (flexível, mas finito) espaço fiscal de um Estado emissor da própria moeda.

Sobre a observabilidade de situações de fato de dívida interna explodindo – e todos os supostos desastres acontecendo – é possível que todo caso empírico de endividamento interno tendencialmente explosivo tenha se tornado um caso de endividamento externo insustentável antes que ficasse patente a situação extrema da dívida interna. De fato, não há, na literatura de finanças funcionais, uma

refutação *a priori* sobre a relação de contágio entre o endividamento interno e o externo. Na verdade, por *reductio ad absurdum*, parece que no limite esse contágio tem necessariamente de ocorrer.

Estas conclusões ajudam a explicar o interesse da classe capitalista na austeridade fiscal e no controle do endividamento. De fato, o crescimento da dívida em mãos privadas e as altas taxas de juros levando a vultosos pagamentos de serviço da dívida são, evidentemente, do interesse da elite econômica detentora desses títulos (Bresser-Pereira et al., 2019). Contudo, essa riqueza só representa realmente uma riqueza se for mantido o valor da moeda, que não tem como se manter com a explosão da dívida.

Saindo da posição ortodoxa restritiva, e passando pela posição usual da MMT permissiva, neste percurso analítico voltamos a uma posição que postula limites ao endividamento, e portanto ao gasto público deficitário, e à necessidade de tributação acompanhar a expansão fiscal. Frise-se, a posição reencontrada *não é um retorno aos postulados ortodoxos*. Ao invés de basear a teoria em nexos causais microeconômicos que não resistem à falácia da composição, inserimos o debate sobre limite de endividamento de maneira compatível com os desenvolvimentos teóricos heterodoxos ligados às políticas monetária, cambial, e políticas setoriais para redução estrutural da taxa de juros, bem como às políticas de rendas e de dinamização do crescimento liderado pela demanda: isto é, uma teoria *macroeconômica* da política fiscal.

O argumento tem uma consequência forte para o *status* do tributo. Para além de enxugar liquidez, promover incentivos e alterar a distribuição de renda, ele tem essa função essencialmente macroeconômica – sua função fiscal – de reduzir o estoque da riqueza privada agregada. Seguindo Pereira e Bastos (2022), resgatamos a noção do tributo como financiamento (*ex-post*) dos gastos públicos²³.

Finalmente, retomando o “espírito” da MMT, se bem que aquela teoria possa ser contestada em diversas etapas do argumento – desde mecanismos intermediários, até a conclusão final sobre o endividamento – ela tem sentido enquanto ideia norteadora. Ideia esta de significação simples e direta: de que o programa institucional defendido pela ortodoxia, a dominância monetária, que requer a crescente austeridade fiscal, é *absolutamente danoso* em si mesmo.

Referências bibliográficas

AIDAR, G.; BRAGA, J. (2020) *Country-risk premium in the periphery and the international financial cycle 1999- 2019*. Investigación Económica, v. 79, n. 313, p. 78-111, 2020.

²³ “Nosso primeiro passo será argumentar que a receita tributária é um refluxo no circuito monetário iniciado pelo gasto do governo, e que, desta forma, ainda que o governo prescindia da arrecadação de impostos para efetuar seus gastos, esta receita constitui financiamento final do governo, reduzindo seu déficit e a dívida pública. Seguiremos aqui a extensão feita por Cesaratto (2016a) e Cesaratto e Di Bucchianico (2021) dos conceitos de “*finance*” e “*funding*” de Keynes para o financiamento do setor público” (Pereira e Bastos, 2022, p.12).

- ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. (2019) *Austerity: When it works and when it doesn't*. New Jersey, USA: Princeton University Press.
- BASTOS, C.; RODRIGUES, R.; LARA F. (2015) *As finanças públicas e o impacto fiscal entre 2003 e 2012*. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 36, n. 3, p. 675-706, dez 2015.
- BARBOSA FILHO, N. (2022) *Os quatro problemas da meta de resultado primário*. Blog do IBRE.
- BELLUZZO et al. (2024). *Carta aberta ao Conselho Monetário Nacional*. Acesso em <https://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2024/10/carta-aberta-ao-conselho-monetario-nacional.shtml>
- BLANCHARD, O. (2004). *Fiscal dominance and inflation targeting: Lessons from Brazil* [nber Working Paper no. 10389]. National Bureau of Economic Research (nber), Cambridge, MA.
- _____. (2022) *Fiscal Policy under Low Interest Rates*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- BRAGA, J. (2013) *A inflação brasileira na década de 2000 e a importância das políticas não monetárias de controle*. Economia e Sociedade, Campinas, v. 22, n. 3 (49), p. 697-727, dez. 2013.
- _____. (2022) *Estratégia fiscal para o crescimento econômico*. In: Política Democrática – Revista de Política e Cultura – Brasília/DF. Fundação Astrojildo Pereira, Junho de 2022.
- _____.; SERRANO, F. (2022) *Notes on a Fiscal Policy Strategy for Growth*. Paper presented EAEPE 2022 conference, Napoli, September 2022.
- BRESSER-PEREIRA, L.; DE PAULA, L.; BRUNO, M. (2019) *Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil*. TD IE/UFRJ 022/2019.
- CARNEIRO, R. (2021) *As Falhas da Modern Monetary Theory (MMT)*. Texto para Discussão n. 403, Instituto de Economia da Universidade de Campinas, Campinas.
- CICCONI, R. (2008) *Deuda pública, demanda agregada, acumulación: un punto de vista alternativo*. Circus, 1(3), 97-126
- DWECK, E. (2022). *Os Constrangimentos fiscais na gestão do orçamento*. In: Governança orçamentária no Brasil (IPEA)
- _____, TEIXEIRA, R. (2018) *Os impactos da regra fiscal em um contexto de desaceleração econômica*. In: CARNEIRO, R., BALTAR, P., SARTI, F. (orgs.) - Para além da política econômica.
- FREITAS, F.; CHRISTIANES, R. (2020) *A baseline supermultiplier model for the analysis of fiscal policy and government debt*. Review of Keynesian Economics, 2020, vol. 8, issue 3, 313-338.
- FRITZ, B.; DE PAULA, L.; PRATES, D. (2018) *Hierarquia de moedas e redução da autonomia de política econômica em economias periféricas emergentes: uma análise keynesiana-estruturalista*. In: Keynes: Ensaios sobre os 80 Anos da Teoria Geral. Tomo Editorial, pp.177-202.
- GOBETTI, S.; SCHETTINI, B. (2010) *Dívida líquida e dívida bruta*. TD IPEA 1514.
- GNOS, C.; ROCHON, L. P. (2002) *Money Creation and the State: A Critical Assessment of Chartalism*. International Journal of Political Economy, vol. 32, n. 3, pp. 41-57.
- LAVOIE, M. (2013) *The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-chartalism: A Friendly Critique*. Journal of Economic Issues, vol. 47, n. 1, pp. 1-32, 2013.
- _____. (2019) *Modern Monetary Theory and Post-Keynesian Economics*. Real-World Economics Review, vol.89, n. 3 pp. 97-108.
- _____. (2022) *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Edward Elgar Publishing Inc., USA. Second Edition
- LERNER, A. (1943) *Functional Finance and the Federal Debt*.
- LOPREATO, F. (2006) *O papel da política fiscal: um exame da visão convencional*. TD IE-Unicamp 119
- MAZZUCATTO, M. (2014) *O Estado empreendedor*. Portfolio-Penguin.
- PELLEGRINI, J. (2017) *As operações compromissadas do Banco Central*. Instituição Fiscal Independente, Estudo especial nº 3, outubro de 2017.

- PEREIRA, B.; BASTOS, C. (2022) *MMT e Tributação: Uma Abordagem de Economia Política*. TD IE/UFRJ 026/2022.
- PIMENTEL, K.; CARVALHO, M. (2022) *Visões alternativas sobre as possibilidades e limites da política econômica em países de moeda soberana*. In: Fridman, F. Quem planeja o território? Letra Capital.
- PRATES, D. (2020) *Beyond Modern Money Theory: A Post-Keynesian Approach to the Currency Hierarchy, Monetary Sovereignty, and Policy Space*. Review of Keynesian Economics, vol. 8, n. 4.
- SARGENT, T.; WALLACE, N. (1981) *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*.
- SERRANO, F.; PIMENTEL, K. (2017) *Será que ‘acabou o dinheiro’? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana*. Rev. Econ. Contemp., v. 21, n. 2, p. 1-29.
- SERRANO, F.; SUMMA, R. (2013) *Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena*. Ensaios FEE, v. 34, p. 383-406.
- SUMMA, R. (2022) *Alternative uses of Functional Finance: Lerner, MMT and the Sraffians*.
- VIEIRA FILHO, L.; ROSSI, P. 2023. *Dívida pública e falta de sinergia entre o Tesouro e o Banco Central no Brasil no período 2004/16*. Brazilian Keynesian Review, 9(1), p.29-52
- VILELLA, C. (2022) *Pontos e contrapontos sobre a teoria do dinheiro moderno no âmbito doméstico e internacional*. Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política.
- WRAY, R. (2020) *The 'Kansas City' Approach to MMT*. Levy Economics Institute of Bard College.