

## Consenso e Contrassenso: déficit, dívida e previdência

André Lara Resende

1

“A maior parte da sabedoria econômica convencional, que prevalece nos círculos financeiros, largamente subscrita como base para a formulação de políticas de governo e amplamente aceita pela mídia e o público, está baseada em análises incompletas, hipóteses contra factuais e falsas analogias”

William Vickrey, Nobel de economia em 1996,  
Fifteen Fatal Fallacies of Financial Fundamentalism

### 1. O Custo Fiscal da Dívida

Ao assumir a presidência da American Economic Association, AEA, no início de janeiro, Olivier Blanchard escolheu um tema polêmico: o aumento da dívida pública é realmente um problema? A questão é da mais alta relevância. O aumento da dívida pública como proporção da renda é quase unanimemente percebido como uma ameaça à economia e um fardo para o futuro. No Brasil, o déficit público, liderado pelo seu maior componente, o déficit da Previdência, é considerado o principal obstáculo a ser superado, sem o que a economia não será capaz de sair do atoleiro em que se encontra desde 2015.

Apesar da relevância política do tema, o artigo de Blanchard é um trabalho dirigido ao seus pares da AEA. Como obriga o figurino acadêmico, o argumento é formulado num modelo matemático. O modelo escolhido é um dos mais utilizados para estudar questões que envolvem sucessivas gerações. Conhecidos como modelos de “overlapping generations”, ou de gerações sobrepostas, foram originalmente introduzidos por Paul Samuelson, num artigo seminal de 1958, para estudar os efeitos de transferências intergeracionais, como as de um sistema previdenciário repartição, onde a contribuição dos jovens na ativa financia a aposentadoria dos mais velhos. Alguns anos depois, Peter Diamond (1965) estendeu a análise de Samuelson para o caso da dívida pública.

---

<sup>1</sup> Agradeço os comentários de Edmar Bacha, José Pio Borges, Pedro Malan e Pérsio Arida, mais do que nunca, sem compromete-los com as teses aqui defendidas.

É uma versão do modelo de Diamond que Blanchard adota para analisar a questão do custo fiscal e de bem-estar da dívida pública. Por custo de bem estar, ou "welfare costs", entende-se desvios em relação ao equilíbrio teórico ótimo dos modelos competitivos. Apesar de conceitualmente instigante e formalmente sofisticada, a análise dos custos de bem estar tem menos interesse prático do que a análise dos custos fiscais da dívida. O resultado relevante para as políticas públicas, aquele que provoca polêmica, é o sobre o custo fiscal da dívida. O que provoca interesse da mídia e dos analistas financeiros é saber se o déficit público é sustentável, ou se levará a um crescimento explosivo da dívida

A resposta não exige que se entre nos detalhes do modelo: se a taxa de juros da dívida for menor do que a taxa de crescimento da economia, a relação entre a dívida e a renda irá decrescer, a partir do momento em que o déficit primário - o déficit que exclui o serviço da dívida - for eliminado. O resultado é trivial e mais robusto do que parece: independentemente da magnitude dos déficits, da extensão do período em que há déficits e do tamanho da dívida em relação ao PIB, uma vez eliminado o déficit primário, se a taxa nominal de juros for menor do que a taxa de crescimento nominal da renda, a relação dívida/PIB irá decrescer, sem aumento da carga tributária.

Desde a crise financeira de 2008, a taxa de juros americana tem sido muito baixa. Blanchard mostra que esta não é uma situação excepcional. Desde o início do século XIX, a taxa de juros americana foi sistematicamente inferior à taxa de crescimento. A única exceção foi a primeira metade da década de 1980, durante o período de Paul Volker na presidência do Fed. As simulações feitas por Blanchard demonstram que a relação dívida-PIB dos EUA teria sempre decrescido, independentemente do ano de partida, de 1950 até hoje, uma vez eliminados os déficits primários. Choques transitórios de altas taxas de juros, como as observadas nos anos 1980, teriam temporariamente elevado a relação dívida-PIB, mas ela voltaria a cair. Na ausência de déficits primários, a partir do início das décadas 1950, 1960 ou 1970, a queda da relação dívida-PIB teria sido muito rápida. Blanchard diz que a queda teria sido "dramática". Conclui que não teria havido qualquer dificuldade para a rolagem de uma dívida maior do que a efetivamente observada, que "o custo fiscal de uma dívida maior teria sido pequeno, ou praticamente nulo".

Blanchard é cauteloso em relação às implicações para a formulação de políticas públicas. Primeiro, o futuro não é necessariamente igual ao passado. Apesar de um longo histórico onde o juro foi inferior ao crescimento, a taxa de juros pode vir a superar a taxa de crescimento. Segundo, a confiança dos investidores pode levar à existência do que os economistas chamam de equilíbrios múltiplos. Ainda que a dívida seja financiável sem nenhum custo fiscal, a avaliação dos investidores é relevante. Se os detentores da dívida exigirem um prêmio de risco para o refinanciamento, o seu

custo irá aumentar e poderá superar a taxa de crescimento. A dívida se tornará então efetivamente onerosa. As expectativas dos investidores seriam auto realizadas. Se a taxa de juros for inferior à taxa de crescimento, não há custo fiscal associado à dívida, mas as expectativas podem tornar infinanciável uma dívida perfeitamente sustentável. A conclusão de que a dívida pode não ter custo fiscal contradiz o senso comum, o consenso dos analistas financeiros, a partir do qual as expectativas são formadas. Como as expectativas são tão importantes, é fundamental que se compreenda corretamente a questão do custo da dívida pública

## 2. A Moeda e a Restrição Financeira do Governo

A possibilidade de que, no futuro, o juro possa ser superior ao crescimento, é a principal razão para cautela em relação ao aumento da dívida. Mas se o juro for fixado pelo banco central e puder ser sempre inferior à taxa de crescimento, a dívida efetivamente nunca terá custo fiscal. A tese é surpreendente, pois contradiz frontalmente o consenso entre os formuladores de políticas e a teoria macroeconômica estabelecida. Por isso mesmo, tende a ser descartada in limine, sem que seus argumentos sejam cuidadosamente analisados. O fato é que merece atenção, está correta, e o artigo original de Paul Samuelson, das gerações sobrepostas, ajuda a compreender porque. Peço ao leitor, sobretudo o com formação macroeconômica, que tenha um pouco de paciência e exerça o saudável exercício da suspensão da descrença, enquanto procuro expor, de forma sintetizada, o que se convencionou chamar de Neo-Cartalismo ou de Modern Money Theory, MMT.

A tese é originalmente de Warren Mosler, um financista, sem formação acadêmica em economia, o que contribuiu para o descrédito com que é tratado pela maioria dos analistas. Durante muitos anos, Mosler conduziu uma cruzada, procurando ser ouvido, tanto por acadêmicos, como por formuladores de políticas, sempre sem sucesso. Em 2010, Mosler publicou um pequeno livro, no qual expõe, de forma direta e simples as suas teses. O título, *The 7 Deadly Innocent Frauds of Economic Policy*, é uma homenagem a John K. Galbraith, que cunhou a expressão. James Galbraith, o filho do influente pensador e professor da Universidade de Harvard, assina o prefácio. O desenvolvimento conceitual da MMT foi levado adiante por professores da Universidade de Missouri-Kansas, como L. Randall Wray e Stephanie Kelton. O livro de Wray, *Modern Money Theory* (2015), é a mais completa exposição dos princípios da MMT e de porque a má compreensão da moeda leva a uma série de equívocos na formulação de políticas macroeconômicas. *Understanding Government Finance* (2016), de Brian Romanchuk, é uma versão sintética, dirigida ao público não especializado, das razões pelas quais estados que têm o poder de emitir sua moeda não estão sujeitos às mesmas restrições financeiras que os demais agentes na economia.

O ponto de partida da tese de Mosler, que fundamenta a Modern Money Theory, é que a essência da moeda é ser a unidade de conta nacional. Suas demais propriedades que aparecem nos livros-textos, a de servir como meio de troca e como reserva de valor, são subsidiárias. Este é justamente o ponto que defendo no livro, *Juros Moeda e Ortodoxia*, de 2017. Segundo Schumpeter, no seu livro sobre a história do pensamento econômico, de 1954, é possível definir a moeda, dando ênfase ao aspecto de meio de troca, facilitador de transações, ou, alternativamente, à sua propriedade de unidade de conta, na qual se registram débitos e créditos. No primeiro caso, chega-se a teorias monetárias do crédito; no segundo, a teorias creditícias da moeda. A diferença, aparentemente pouco significativa, leva a entendimentos muito distintos do papel da moeda e da política monetária.

A opção pela ênfase na moeda como meio de troca é dominante, quando não monopolista, nas escolas. Qualquer aluno de um curso básico de economia conhece a história da introdução da moeda, numa economia primitiva, baseada no escambo, como facilitador das trocas. Nesta versão, a moeda é, inicialmente, uma mercadoria de uso generalizado e com algum grau de perenidade, mas uma mercadoria. A moeda-mercadoria, ou com lastro em uma mercadoria como o ouro, está na base de toda a estrutura conceitual que embasa a teoria monetária estabelecida. A sua versão mais conhecida, a da Teoria Quantitativa da Moeda, foi abandonada ao final da última década do século XX, quando ficou claro que os bancos centrais não controlavam a quantidade de moeda, mas sim a taxa básica de juros sobre as reservas bancárias. A macroeconomia nekeynesiana, das últimas duas décadas, não trata explicitamente da moeda, a política monetária é uma política de taxa de juros. Através da taxa básica de juro, o banco central controla a demanda agregada na economia, procurando exercer uma pressão inflacionária ou deflacionária, que mantenha a inflação dentro das metas anunciadas.

Teorias alternativas, que partem da moeda como unidade de conta para registros de débitos e créditos, teorias creditícias da moeda, sempre existiram, mas ficaram esquecidas, submersas pela dominância esmagadora das teorias quantitativas, baseadas na moeda-mercadoria, como facilitador das transações. A tese de Georg F. Knapp, economista alemão, cujo livro de *State Theory of Money*, publicado originalmente em 1905, mas só traduzido para o inglês em 1924, cunhou o termo Cartalismo, como uma alternativa ao Metalismo quantitativo, para a compreensão da moeda. Segundo o Cartalismo, a moeda não é uma geração espontânea dos mercados para facilitar as transações, mas sim, uma criação do soberano ou do estado nacional. A moeda é uma unidade de crédito contra o estado, ou seja, uma unidade de dívida do Estado, que é legalmente aceita para o pagamento de impostos. Os estudos antropológicos recentes tendem a confirmar a tese Cartalista de que a moeda seria uma criação do poder soberano e é indissociável da cobrança de tributos. A sua aceitação generalizada é decorrência de ser aceita para o

pagamento de impostos. É o fato de ser a unidade de valor para o pagamento de impostos, que a torna a unidade de referência de valor na economia. Só a partir do artigo pioneiro de T.J. Sargent e N. Wallace (1981), até chegar à Teoria Fiscal do Nível de Preços de C. Sims (1994) e outros, a macroeconomia passou a tratar as políticas monetária e fiscal, não mais como independentes, mas como indissociáveis. Este sempre foi o entendimento do Cartalismo.

A moeda é essencialmente uma unidade de valor na qual os impostos são calculados e podem ser pagos. Não é preciso que tenha valor intrínseco, nem mesmo existência física, como está ficando a cada dia mais evidente com o rápido desaparecimento da moeda papel. A moeda é apenas a unidade de um sistema de registro de valores, de débitos e créditos, cuja garantia é o fato de que ela é a unidade de valor aceita pelo estado para o pagamento de impostos. Esta constatação tem uma implicação lógica contra intuitiva: o governo não precisa adquirir moeda, seja através do recolhimento de impostos, do aumento da dívida ou da venda de ativos, para poder gastar. O governo gasta e simplesmente credita unidades monetárias equivalentes nas contas dos que lhe venderam ativos, mercadorias ou prestaram serviços. Dito de outra forma: o governo não tem restrição financeira. É o gasto do governo que cria moeda, e não a disponibilidade de moeda que viabiliza o gasto do governo. Também não é a expansão de reservas bancárias – ou da base monetária - que leva os bancos a emprestar e a criar moeda, mas ao contrário, é o aumento dos empréstimos dos bancos que força o aumento de reservas bancárias – ou da base monetária. Ao contrário do ensinado nas escolas, onde o multiplicador bancário ainda é ensinado como parte fundamental da oferta de moeda, os bancos não precisam de reservas excedentes para expandir os empréstimos, assim como também não expandem os empréstimos sempre que se vêm com reservas excedentes. Os bancos expandem os seus empréstimos sempre que acreditam ter tomadores confiáveis às taxas correntes e espaço nos seus balanços para aumentar o ativo, sem ultrapassar os limites regulatórios de alavancagem. Ao expandir os seus empréstimos, sem excesso de reservas, um banco será efetivamente obrigado a se financiar no mercado interbancário de reservas. Se não houver reservas excedentes no sistema bancário como um todo será obrigado a vender dívida pública, ainda que com recompra, para o banco central, que será sempre obrigado a financiar o sistema bancário e expandir as reservas, se não quiser permitir que a taxa básica saia do seu controle. A teoria monetária quantitativista sempre inverteu o sentido da causalção no circuito monetário. A concepção de que a moeda é um estoque, que circula a uma determinada “velocidade-renda”, para comprar o produto interno a um determinado nível de preços, implica que o governo, assim como os bancos, precisam adquirir moeda para poder emprestar e gastar.

O Cartalismo, recuperado pela MMT, entendeu que o sentido da causalidade é o inverso, não é da moeda para a despesa agregada, mas sim da despesa agregada, pública e privada, para a moeda. A moeda é endógena, pois é o aumento da despesa

agregada que força e expansão da moeda, e não a expansão da moeda que provoca o aumento da demanda agregada. O banco central não controla, nem tem como controlar, as reservas bancárias - ou seja, a base monetária - sem abdicar do controle da taxa básica de juros. Por isso, o banco central fixa a taxa básica de juro sobre as reservas e é obrigado a acomodar toda e qualquer variação da demanda por reservas. Embora esta lógica contradiga o tudo o que foi ensinado, até muito recentemente, sobre a oferta de moeda, ela fica evidente para quem tem conhecimento prático do funcionamento do sistema bancário e da atuação do banco central. Uma crítica da visão convencional da oferta de moeda e uma descrição analítica do real funcionamento do sistema monetário contemporâneo pode ser encontrada nos trabalhos recentes de Claudio Borio, como *"What Anchors the Natural Rate?"* (2018). No seu último ensaio, *"On Money, Debt and Trust"* (2019), cuja leitura é obrigatória para quem quer entender o real funcionamento do sistema monetário contemporâneo, Borio afirma:

*"This analysis is something any central banker responsible for implementation would find familiar. But it has not filtered through sufficiently to academia. When I first discovered it in the mid-1990s, much to my disappointment I had to throw out of the window everything I had learnt in textbooks and at the university on the topic."*

### 3. O Excesso de Moeda não provoca necessariamente Inflação

A moeda é endógena criada pela expansão dos gastos do governo ou pela expansão dos empréstimos bancários. Há entretanto uma diferença fundamental entre o sistema bancário e o governo. A expansão do crédito pelo sistema financeiro pode levar a uma valorização excessiva dos ativos, que ao se reverter, leva a uma contração do crédito, o que reforça a desvalorização dos ativos e pode provocar graves crises financeiras. Bancos, como bem se sabe, podem se tornar insolventes e quebrar, já o governo que emite a sua moeda, não, pois pode sempre "emitir" para se financiar, o que nada mais é do que aumentar o valor do registro contábil do passivo do banco central.

O leitor que, até aqui, tenha conseguido manter a suspensão do seu descrédito, se verá agora tentado a perder a paciência e exclamar que é claro que se o governo pode emitir moeda, não estará realmente sujeito a uma restrição financeira, mas o resultado será provocar inflação. Embora a impaciência seja compreensível, pois nada mais repetido do que a afirmação de que a emissão de moeda provoca inflação, o fato é que não é verdade. A inflação não é resultado do excesso de moeda, mas do excesso de demanda agregada ou das expectativas de inflação. Mais uma vez, o livro-texto convencional do século XX estava equivocado. A moeda é endógena e não provoca inflação enquanto não houver excesso de demanda ou expectativa que

haverá inflação. Esta é, hoje, uma afirmação aceita pela teoria macroeconômica e incorporada aos modelos de referência contemporâneos. A partir da década de 1990, sobretudo depois dos trabalhos Michael Woodford (2002), a teoria macroeconômica eliminou a moeda do modelo analítico de referência. Ficou explícito que o banco central só atua sobre a demanda agregada através da taxa de juros, para levar a inflação a ficar dentro das metas anunciadas. A emissão de moeda não é uma variável sobre controle do banco central e não provoca inflação. É também o que demonstrou, de forma categórica e inequívoca, o experimento de “Quantitative Easing” dos bancos centrais dos países desenvolvidos, implementado depois da crise financeira de 2008. Os bancos centrais expandiram as reservas bancárias para comprar ativos do sistema financeiro. O aumento da base, ou seja, a “emissão” de moeda, foi de uma ordem de grandeza nunca vista, multiplicando o passivo dos bancos centrais por fatores superiores a dez vezes. Em toda parte, nos Estados Unidos, na União Europeia, no Reino Unido, assim como no Japão, que já tinha dado início à expansão monetária de QE anos antes da grande crise financeira, a inflação continuou impassível, abaixo das metas. Para tentar preservar o quantitativismo monetarista, ouve-se frequentemente que a base se expandiu, mas os bancos não emprestaram, por isso não houve inflação. Foi realmente o que ocorreu, mas o fato de que as reservas tenham ficado empoçadas, é uma cabal demonstração e a visão convencional sobre a oferta de moeda, baseada no multiplicador de reservas livres, está errada. Além de confirmar que o aumento dos empréstimos bancários não depende da existência de reservas livres, o argumento não explica como um aumento de tal ordem da base, e portanto de todos os agregados monetários, ainda que em menor proporção devido à queda dos multiplicadores, não tenha causado inflação.

A inflação é provocada por um excesso de demanda agregada, ou por um choque negativo, de oferta que pressiona alguns preços chaves e cria a percepção de que há uma alta generalizada de preços. A alta generalizada dos preços, por sua vez, cria expectativas de que os preços continuarão a subir. Uma vez consolidadas, expectativas de inflação podem manter a inflação alta, mesmo com desemprego e capacidade ociosa. A inflação consolidada tem um grande componente de inércia. Expectativas de inflação podem ser revertidas através do anúncio de metas, por um banco central que tenha credibilidade. A credibilidade do banco central é conquistada pelo seu histórico de sucesso para manter a inflação dentro das metas. Para isso, o banco central utiliza a taxa básica de juros, como instrumento para regular a demanda agregada. Diante de pressões inflacionárias, provocadas pelo excesso de demanda, o banco central eleva taxa de juros, para arrefecer a demanda e reduzir a expectativa de inflação. A evidência empírica recente demonstra que as expectativas, uma vez estabelecidas, são mais estáveis e menos sensíveis à demanda agregada do que se supunha. A Curva de Phillips, que estabelece uma relação inversa entre o desemprego, ou a capacidade ociosa, na economia e a inflação, tende ficar bem menos acentuada quando as expectativas estão bem ancoradas. Para vencer a inércia de expectativas ancoradas, tanto de alta inflação, quanto de baixa inflação, é preciso

provocar muito desemprego, ou muito excesso de demanda. A inércia das altas inflações já era conhecida, desde os surtos inflacionários das economias em desenvolvimento da segunda metade do século passado, mas a inércia das baixas inflações só ficou clara muito recentemente, depois da crise financeira de 2008.

Portanto, o governo não tem restrição financeira, pois ao gastar, sempre “emite” moeda. O que o governo pode fazer quando gasta e necessariamente cria moeda, é mudar a composição do seu passivo, vendendo dívida, no valor equivalente ao aumento das reservas creditadas nos bancos. Ou seja, sempre que o governo gasta, aumenta o seu passivo. De acordo com a concepção quantitativista, a moeda é um estoque de um ativo perfeitamente líquido, cujo valor não pode superar a demanda, que é função da renda nominal da economia. Ao gastar e emitir moeda, o governo precisaria “esterilizar” o aumento das reservas bancárias, vendendo dívida no mercado aberto. Quando se compreende que, na essência, não há diferença entre moeda e dívida, pois moeda e dívida são passivos do governo, fica claro opção por emitir dívida é uma questão de gestão do passivo do governo, não uma exigência do seu financiamento.

Convencionou-se que a moeda é um passivo do banco central e a dívida pública é um passivo do Tesouro, mas ambos são passivos do governo consolidado. Moeda também pode pagar juros, como já é o caso das reservas bancárias remuneradas no banco central, assim como a dívida pública pode ser perfeitamente líquida, como é o caso dos títulos públicos transacionados nos sofisticados e altamente líquidos mercados financeiros contemporâneos. No Brasil, as LFTs, títulos indexados à taxa das reservas bancárias, são substitutos praticamente perfeitos para as reservas bancárias. Os demais títulos públicos, sobretudo os mais longos, têm menor liquidez, mas nada que justifique o tratamento radicalmente diferente, dado a eles pela teoria, em relação às reservas bancárias. Todo título de dívida pública soberana, denominado na moeda nacional, em caso de crise, será sempre recomprado antecipadamente, ou resgatado, em moeda emitida pelo banco central. Toda a dívida pública emitida em moeda nacional tem alta liquidez. Pode haver perda de valor, em momentos de tensão no mercado, mas não há risco de calote.

Como o banco central irá, sempre, dar liquidez para os títulos públicos, mesmo os de longo-prazo, não faz sentido que o governo emita títulos nos quais os compradores exijam juros mais altos. Dado que toda dívida pública tem liquidez garantida pelo banco central, o governo deve sempre se financiar com a dívida mais barata possível, que são as reservas bancárias remuneradas. Este foi o racional da emissão do títulos indexados à taxa básica das reservas bancárias, originalmente as LBCs, hoje transformadas em LFTs. Reservas bancárias remuneradas são a forma menos onerosa de passivo público. É um passivo monetário cuja demanda, desde que a taxa de juros básica seja igual ou superior à taxa de inflação, é praticamente infinita.



Esta é razão pela qual o Fed pode multiplicar a base monetária por mais de 10 vezes, para comprar títulos do setor financeiro excessivamente alavancado, sem provocar inflação. O QE é a comprovação prática de que o governo não tem restrição financeira, pois pode aumentar suas despesas, neste caso para adquirir ativos financeiros do setor privado, simplesmente creditando reservas bancárias em nome dos vendedores. Como ao gastar o governo “emite” reservas bancárias, não é preciso que obtenha os recursos para gastar, nem através de impostos, nem através de qualquer fonte alternativa de financiamento. A este respeito, a resposta de Ben Bernanke, quando presidente do Fed, à pergunta feita pelo jornalista, Scott Pelly, do programa 60 Minutes, da televisão americana, não deixa dúvida. Questionado se o dinheiro usado pelo Fed, no programa de QE, para comprar ativos financeiros do setor privado, era proveniente dos impostos pagos pelo contribuinte, Bernanke responde: “Não é dinheiro de impostos. Os bancos têm contas com o Fed, do mesmo modo que você tem uma conta num banco comercial. Portanto, para emprestar para um banco, nós simplesmente usamos o computador para aumentar o valor da conta que eles têm no Fed”. Mais direto impossível: o banco central, o governo, não precisa de impostos para financiar seus gastos; basta creditar as reservas bancárias das suas contrapartes.

#### **4. A Restrição da Realidade**

O fato de que o governo não tenha restrição financeira, não significa, como se poderia precipitadamente concluir, que o governo não esteja sujeito a qualquer restrição nos seus gastos. Existe a restrição da realidade, a restrição da capacidade produtiva da economia. O gasto de governo é parte da demanda agregada, o aumento dos gastos do governo aumenta a demanda e pressiona a capacidade instalada. A partir de um determinado ponto, o gasto do governo pode pressionar os preços e provocar inflação. A eventual pressão inflacionária decorre da sobrecarga exercida pelos gastos do governo na economia e não da expansão monetária. Numa economia aberta, integrada ao comércio internacional, o excesso de pressão da demanda agregada, além de provocar uma pressão inflacionária, irá extravasar para as contas externas. Os déficits em conta corrente resultantes do excesso de demanda são o mais claro sinal de que a restrição da realidade não está sendo respeitada.

Durante algum tempo, é sempre possível financiar o déficit na conta corrente com endividamento externo, mas como a dívida externa, ao menos para os países que não emitem moeda reserva, é sempre denominada em moeda estrangeira, a restrição externa da realidade tem expressão financeira. Como não é possível emitir moeda estrangeira, a dívida externa corre, efetivamente, risco de não poder ser refinanciada. As crises de dívida externa de países em desenvolvimento, no último quarto do século XX, assim como a crise da Grécia neste início de século, que foram obrigados a recorrer ao Fundo Monetário Internacional, são provocadas pelo endividamento

excessivo em moeda que não pode ser emitida pelo devedor. Nesses casos, não só a restrição financeira existe, como quase sempre se faz sentir de forma súbita, quando a perda de confiança dos investidores externos interrompe o refinanciamento da dívida. É o que na literatura ficou conhecido como o “sudden stop”, a “parada brusca”, cuja origem estaria associada ao “original sin”, o “pecado original”, do endividamento em moeda estrangeira. O governo só não está sujeito à restrição financeira nos seus gastos em moeda nacional. A Grécia, assim como todos os países que adotaram o euro, abdicaram do poder de emitir a moeda nacional, o que transforma a dívida interna no equivalente à dívida externa denominada em moeda estrangeira.

Se o governo, que pode emitir a sua moeda, não tem restrição financeira, não precisa tributar para se financiar, por que então cobrar impostos? Do ponto de vista macroeconômico, o governo tributa, exclusivamente, para retirar poder aquisitivo da economia e abrir espaço para que possa aumentar os seus gastos, sem pressionar a capacidade instalada. Este é mais um axioma contra intuitivo do fato de que o governo não tem restrição financeira. Ao contrário do que se convencionou acreditar, o governo não tributa para obter dinheiro para gastar, pois quando gasta, sempre, cria dinheiro, ou dito de outra forma, credita as reservas bancárias das suas contrapartes. Do ponto de vista microeconômico, também a forma como o governo tributa, tem impacto redistributivos e alocativos importantes na economia.

Embora o governo não esteja sujeito a uma restrição financeira, a combinação dos gastos e das receitas tributárias, a forma como o governo conduz a chamada política fiscal, é da mais alta importância para o bom funcionamento da economia. A preocupação dos formuladores de políticas não deve estar no financiamento das despesas públicas, mas sim na qualidade destas despesas. Esta é a tese originalmente defendida por Aba Lerner, que num artigo pioneiro de 1943, “Functional Finance and the Federal Debt”, antecipa grande parte das teses da MMT. Do ponto de vista macroeconômico, se o governo gastar mais do que retira da economia via impostos, estará pressionando a demanda agregada e corre o risco de provocar inflação. Do ponto de vista microeconômico, tanto os impostos como os gastos do governo, têm impactos redistributivos e alocativos significativos. Não apenas quanto o governo gasta e tributa, mas sobretudo como gasta e tributa, é da mais alta relevância para o funcionamento da economia. O governo pode gastar mal, inflando os gastos com pessoal, criando uma burocracia incompetente e corporativista, subsidiando empresas improdutivas, mas ao menos em tese, pode também gastar bem, investindo de forma competente, na educação, na saúde, na segurança e na infraestrutura.

A analogia do governo com uma família, ou uma empresa, que precisa bater as contas, respeitar o orçamento, pode ser politicamente útil, para conter o furor expansionista dos gastos públicos e o ímpeto patrimonialista do estado, mas é conceitualmente falsa. Tanto os gastos como os impostos cobrados pelo governo têm consequências da mais alta relevância para a economia e a sociedade. Por isso é

importante que se faça a análise cuidadosa do orçamento do governo, submetendo as suas receitas e as suas despesas a uma rigorosa análise de custos e benefícios. É preciso submeter à sociedade as opções, tanto dos impostos a serem cobrados, como dos gastos a serem feitos pelo governo. O orçamento do governo é peça da mais alta relevância econômica e social, pois tem importantes impactos alocativos e distributivos, mas, ao contrário do que muito frequentemente se argumenta, o governo não é como qualquer outro agente na economia, obrigado a equilibrar receitas e despesas.

## 5. A Dívida Pública e as Gerações Futuras

A mídia e grande parte dos analistas que nela pontificam acreditam que dívida pública é um ônus, a ser arcado pelas gerações futuras, pois exigirá, inevitavelmente, um aumento dos impostos para pagar juros e amortizações. A noção foi levada ao paroxismo nos modelos macroeconômicos onde se assume a chamada "equivalência Ricardiana". O conceito, originalmente ventilado por David Ricardo no século XIX, foi formalizado por Robert Barro, num artigo de 1974 *Are Government Bonds Net Wealth?*, sustenta que o gasto do governo financiado por emissão de dívida não terá impacto sobre a demanda agregada, pois será integralmente compensado pela redução da demanda do setor privado, em antecipação aos aumentos futuros nos impostos para financiar o serviço da dívida.

A análise de Barro, assim como a do modelo macroeconômico nekeynesiano é instantânea com mercados completos, ou seja, com mercados futuros que se equilibram de forma instantânea, a la Walras-Arrow-Debreu, o modelo de referência da teoria econômica. A Teoria Fiscal do Nível de Preços, TFNP, desenvolvida nos últimos anos, principalmente por Leeper, Sims e Woodford, que analisa de forma explícita a restrição orçamentária intertemporal do governo, ausente das análises macroeconômicas tradicionais, ao elaborar os argumentos originalmente formulados Barro (1974) e os de Sargent e Wallace, (1975) e (1981), chega a algumas conclusões coincidentes às da Modern Monetary Theory. Entre elas, sustenta que não se pode separar a política monetária da política fiscal, pois as duas não são independentes. Moeda também é dívida pública e todo o passivo financeiro do governo, não apenas a moeda, é relevante para a determinação da demanda agregada privada. É, conseqüentemente, também relevante para a determinação do nível de preços e da inflação. Para a TFNP, a âncora do nível de preços, ou a taxa de inflação, é fiscal. A inflação será estabilizada se o valor presente descontado dos superávits fiscais primários for igual ao valor real do passivo financeiro do governo, composto por moeda e dívida. Desenvolvida originalmente a partir dos chamados modelos dinâmicos de equilíbrio geral, DSGEM, a TFNP é formalmente pesada, mas sua

conclusão está alinhada com a noção de que a dívida pública, inclusive a moeda, precisa estar fiscalmente lastreada em superávits fiscais futuros, para que a inflação permaneça ancorada. A TFNP reforça, portanto, a intuição de que o aumento da dívida pública tem um custo fiscal, pois exigirá aumento futuro dos impostos para evitar que a inflação saia de controle. No futuro, a renda disponível para o setor privado – e não a renda nacional, que permanecerá inalterada – deverá ser necessariamente menor, dada a maior carga tributária. A conclusão é logicamente inescapável nos modelos de referência contemporâneos, onde os agentes têm vida eterna, ou têm por toda a humanidade do porvir a mesma consideração que têm por si mesmo. Mas, como vimos, nos modelos de gerações superpostas, se a taxa de juros for inferior à taxa de crescimento, a dívida não tem custo fiscal, pois não há necessidade de aumento dos impostos para o seu carregamento. Desde que o déficit primário seja limitado no tempo, ou seja, não se perpetue, a relação dívida/PIB irá decrescer, sem necessidade de aumento da carga fiscal.

## 6. As Surpreendentes Propriedades do Modelo de Gerações Superpostas

No seu artigo seminal de 1958, Paul Samuelson parte de uma afirmação aparentemente trivial, “vivemos num mundo onde novas gerações estão sempre chegando”, para analisar a questão das transferências intergeracionais. Um sistema previdenciário de repartição, no qual os jovens trabalham e financiam a aposentadoria dos velhos, é o problema de transferência intergeracional por excelência. O modelo, relativamente simples, desenvolvido por Samuelson, leva a resultados surpreendentes, pois viola o teorema fundamental de bem-estar do modelo canônico de Walras-Arrow-Debreu, que é o pilar conceitual da economia ensinada nas escolas até hoje. Com gerações superpostas, mesmo na ausência de todos os suspeitos conhecidos, como as distorções e as falhas de mercado, um equilíbrio competitivo pode não ser Pareto eficiente. Para aumentar a perplexidade, a invalidade do teorema de bem-estar, no modelo de gerações superpostas, ocorre num arcabouço teórico muito mais plausível e realista do que o dos modelos instantâneos, com agentes vivendo vidas sincronizadas, nos quais o teorema é demonstrado

Samuelson assume um único bem, que não é estocável, e duas gerações, os jovens e os velhos, que se encontram por apenas um período na vida. As dotações iniciais do único bem,  $E_1$  para os jovens e  $E_2$  para os velhos, e a taxa de crescimento da população,  $g$ , são dadas. Os pesos dados pelos consumidores, à utilidade do consumo quando jovem e quando velho, refletem o grau de impaciência da população. A taxa de juros, que estabelece a razão de troca de chocolate hoje por chocolate amanhã, é o preço através do qual o mercado intergeracional se equilibra. Sem entrar nos detalhes do modelo, a taxa de juros de equilíbrio pode ser mais baixa ou mais alta do que a taxa de crescimento da população, dependendo do grau de

impaciência dos consumidores. Quando a taxa de juros,  $r$ , é superior à taxa de crescimento,  $g$ , dada pelo crescimento demográfico, o equilíbrio é Pareto-ótimo, mas quando a taxa de juros é inferior à taxa de crescimento, o equilíbrio competitivo não é Pareto-ótimo. Quando a taxa de juros é inferior à taxa de crescimento,  $r < g$ , uma transferência,  $\tau$ , onde  $0 < \tau < E_1$ , dos jovens para os velhos, melhora o bem-estar de todos em relação ao equilíbrio competitivo de mercado. O resultado é mais genérico do que pode parecer, continua válido quando se introduz o crescimento da produção ou a possibilidade de estocagem com custo positivo. Há melhora de bem-estar até que a transferência dos jovens para os velhos leve a taxa de juros a ser igual à taxa de crescimento. Neste caso, quando  $r = g$ , tem-se o que Samuelson chama de a "taxa biológica de juros", ou a "regra de ouro" de acumulação de capital de Phelps (1961).

Segundo Philippe Weyl (2008), as economias, onde  $r > g$ , são "clássicas", pois têm as propriedades usuais dos equilíbrios competitivos. Já as economias, onde  $r < g$ , são "Samuelsonianas", por apresentarem a surpreendente propriedade de que existe uma configuração, imposta pelo "governo", que é superior, em termos de bem estar, à do equilíbrio competitivo. Nos modelos de gerações sobrepostas, existe um período inicial, mas não existe um período final. É essa assimetria, o fato de que exista um início, mas não um fim do mundo, que permite melhorar o bem-estar em relação ao equilíbrio de mercado, quando  $r < g$ . Nas palavras do próprio Samuelson, quando os artigos acadêmicos ainda eram bem escritos e podiam se dar ao luxo de serem bem humorados: "Precisamos dar à humanidade um começo... Deveríamos também dar à humanidade um fim? Até o Senhor descansou depois do começo, portanto, enfrentemos um problema de cada vez e suponhamos que os nascimentos continuem para sempre."

A explicação intuitiva, de porque o teorema do bem-estar é invalidado no caso de economias "Samuelsonianas", de porque é possível melhorar em relação ao equilíbrio competitivo de mercado, é que enquanto houver futuro, existe a possibilidade de empurrar para frente uma transferência, ou uma dívida, que melhore o bem-estar hoje. Dívidas da sociedade consigo mesma, não precisam ser pagas e não drenam recursos. As economias ilimitadas no tempo têm recursos que as economias estáticas não têm. O talento de Samuelson foi demonstrar, num modelo simples, que o teorema de bem-estar das economias competitivas estáticas é um caso especial das economias com vida infinita. E afinal, como discordar do maior realismo dos modelos que assumem que "vivemos num mundo onde novas gerações estão sempre chegando"? Como diz Weyl, "não é o modelo de gerações superpostas, com sua riqueza de propriedades de bem-estar, que é um modelo simplista, mas sim o modelo de Ramsey-Cass-Koopmans, carro-chefe da macroeconomia moderna, ao assumir que nenhuma nova geração jamais apareça, pois os agentes futuros são todos parte integrante das famílias pré-existentes". Os resultados de equivalência Ricardiana, como os obtidos por Barro (1974), dependem da hipótese de que a atual geração tem pelas gerações futuras, ou pelos imigrantes que vierem a chegar, a mesma

consideração que têm por elas mesmas. Esta a hipótese, que garante que a taxa de juros seja sempre superior à taxa de crescimento nos modelos instantâneos, é evidentemente menos realista e muito mais restritiva do que a do modelo de gerações sobrepostas.

O modelo de gerações sobrepostas de Samuelson é o arcabouço teórico ideal para analisar questões relativas a transferências intergeracionais, como um sistema previdenciário de repartição e o custo da dívida pública para as gerações futuras. Suas conclusões são inequívocas: se a taxa de juros for inferior à taxa de crescimento, o sistema previdenciário de repartição e a dívida pública aumentam o bem-estar. No caso do sistema previdenciário, se a taxa de crescimento da população cair e ficar abaixo da taxa de juros, haverá uma deterioração de bem-estar. A criação de um sistema de repartição aumenta o bem-estar quando  $r < g$ , mas se a taxa de crescimento cai e fica abaixo da taxa de juros, há uma inevitável perda de bem-estar. Como observa Weyl, os sistemas de repartição são um exemplo claro da dificuldade da formulação de políticas públicas nas democracias, pois faz sentido criá-los quando as taxas de crescimento são altas, mas uma vez estabelecidos, são praticamente impossíveis de serem abandonados se, eventualmente, as taxas de crescimento vierem a ficar abaixo da taxa de juros.

O problema do custo da dívida pública, como analisado por Diamond (1965), levanta questões muito semelhantes, ao da previdência. O aumento da dívida aumenta o bem-estar da atual geração e pode deteriorar o bem-estar das gerações futuras. Na linha de Barro (1974), a dívida aumenta o consumo e reduz o investimento no presente. A redução da relação entre capital e trabalho aumenta a taxa de juros. O bem-estar irá aumentar até que a taxa de juros iguale a taxa de crescimento, situação em que se terá o melhor dos mundos. Nesta situação, a da "regra de ouro", desde que não tenha déficit primário, o governo será capaz de refinarçar a dívida, geração após geração, sem que jamais seja necessário aumentar os impostos. Como observa Weyl, o governo terá se livrado da restrição orçamentária intertemporal, a que todos os agentes individuais estão sujeitos. O resultado é surpreendente porque, nessas circunstâncias, a dívida pública é equivalente às conhecidas "correntes" financeiras, um esquema Ponzi: seu emissor, o governo é insolvente no sentido financeiro, pois o valor da dívida excede o valor presente redescontado dos superávits futuros. Ou seja, apesar de violar a condição exigida na Teoria Fiscal do Nível de Preços, de Sims e outros, a dívida é perfeitamente sustentável. A solvência intertemporal financeira do governo, que segundo a TFNP, é condição para que a inflação permaneça ancorada, não vale para as economias Samuelsonianas, onde a taxa de juros é inferior à taxa de crescimento.

O modelo de gerações sobrepostas permite reconciliar a aparentemente irreconciliável visão da macroeconomia tradicional com as teses defendidas pela Modern Money Theory. Não se trata, como pode parecer, de uma nova Babel.

Enquanto a macro tradicional raciocina com a economia estática, os proponentes da MMT têm em mente, não necessariamente de forma consciente, o caso Samuelsoniano dos modelos de gerações sobrepostas, onde a taxa de juros é inferior à taxa de crescimento. A novidade da apresentação de Blanchard na AEA deste ano, 2019, não é, portanto, teórica, mas empírica. Ao demonstrar que a taxa de juros da dívida pública americana sempre foi inferior à taxa de crescimento, com exceção de um breve período no início da década de 1980, Blanchard deixa claro que as questões relativas à dívida pública americana devem ser analisadas, não no contexto de uma economia clássica, mas no contexto de uma economia Samuelsoniana. A razão nas questões de políticas públicas, relativas aos déficits do governo e à dívida pública, está com Mosler e os defensores da MMT: o governo não está sujeito a restrição financeira e a dívida não é um fardo para as gerações futuras.

## 7. O Caso Brasileiro e o Juro da Dívida Pública

Há, hoje, praticamente unanimidade entre os analistas, que a reforma da Previdência é condição para o reequilíbrio das contas públicas e a retomada do crescimento. Como vimos, esta é, efetivamente, a condição de sustentabilidade da dívida pública, se a taxa de juros for superior ao crescimento. Como se sabe, a taxa de juros no Brasil foi, desde a estabilização da inflação com o Real, até muito recentemente, uma das mais altas do mundo, a ponto de causar perplexidade internacional. Conjecturas como a da "incerteza da jurisdição", de Arida, Bacha e Lara Resende (2012), assim como a de "dominância fiscal", levantada originalmente pelo próprio Blanchard (2012), procuram explicar a razões de uma taxa de juros tão desmesuradamente alta. Como se pode observar no gráfico 1, ao final do texto, a taxa real de juros esteve consistentemente acima da taxa de crescimento desde o Real, em 1994, até hoje.

As taxas de juros na economia sofrem influência de uma multiplicidade de fatores. Risco de crédito, prazo do financiamento, cartelização bancária, entre muitos outros, fazem com que haja um a infinidade de taxas de juros na economia. Quanto à taxa básica, aquela que remunera as reservas bancárias, entretanto, não há discordância: é determinada única e exclusivamente pelo banco central. A taxa de juros sobre as reservas bancárias é o instrumento por excelência da política monetária. A taxa de juros da dívida pública, ou da totalidade do passivo financeiro do setor público, que inclui as reservas bancárias e o papel moeda em poder do público, enquanto este último continuar a existir, é superior à taxa básica. É a taxa que Blanchard calcula para a sua palestra na AEA, pois é efetivamente a taxa relevante para o cálculo do custo financeiro da dívida. Como o governo procura vender dívida pública com prazos e características diferentes, há toda uma estrutura de taxas de

juros da dívida, que embora balizada pelo piso determinado pela taxa básica, sofre influência de inúmeros outros fatores.

Era a visão quantitativista, a crença de que haveria uma demanda por um estoque limitado de moeda, a partir da qual emissão seria inflacionária, que obrigava o financiamento do governo a ser feito através da emissão de dívida com prazo mais longos e juros de mercado. Como ficou definitivamente demonstrado, com o experimento do QE nos países desenvolvidos, o quantitativismo estava equivocado. A expansão monetária não provoca inflação. Pode provocar uma alta especulativa dos preços de ativos que, quando revertida, contrai de forma súbita e drástica a liquidez e pode levar a crises financeiras, se o banco central não intervier, comprando ativos para emitir reservas. É a insuficiência de moeda que causa problema, não o seu excesso. Desde que o poder de compra da moeda seja preservado, não seja corroído pela inflação, a demanda pela moeda é praticamente infinita. Dito de outra forma: a demanda por reservas bancárias é infinitamente elástica a uma taxa básica de juros igual ou superior à inflação. A prova empírica cabal desta afirmação é o experimento do QE.

Como a demanda por reservas bancárias remuneradas à taxa básica é infinitamente elástica, o governo pode se financiar a integralidade do seu passivo, ou seja toda a dívida pública, à taxa básica, emitindo reservas bancárias. A criação de uma moeda digital do banco central, combinada ao acesso de todos, não restrito aos bancos, às contas no banco central, eliminaria adicionalmente os custos da intermediação bancária na emissão de moeda remunerada. Hoje, o banco central já financia praticamente a metade da sua dívida à taxa básica, através das LFTs e das chamadas "operações compromissadas". As operações compromissadas exigem que o banco central tenha dívida pública em seu balanço, para lastrear a operação de venda com recompra, o que além de deixar a desejar em termos de transparência, é um complicador da sua relação com o Tesouro. Por sua vez, as LFT, emitidas com prazos desnecessariamente longos, carregam um prêmio, que embora muito pequeno, onera o custo da dívida em relação à taxa básica.

## **8. Algumas Considerações Adicionais**

O entendimento de que a moeda é essencialmente um índice, a unidade contábil oficial para o balanço dos ativos e passivos do governo com a sociedade, é mais desorganizador das concepções macroeconômicas estabelecidas do que se poderia supor. Essa é a visão Cartalista, retomada pela Modern Money Theory, em oposição à visão Metalista/Quantitativista, que foi dominante até a última década do século XX. A moeda contemporânea não é, como supunha o quantitativismo, um estoque exógeno de um ativo de alta liquidez, cuja demanda é proporcional à renda nominal. É, como entendeu Knapp, um índice contábil oficial de ativos e passivos



entre o governo e a sociedade, que passa a ser também adotado pelos agentes privados. A moeda é a unidade de valor do placar da atividade econômica. O valor total do placar é, portanto, uma decorrência, e não um determinante, da atividade econômica. A moeda é endógena, criada e destruída sem depender da ação do banco central.

O governo não precisa adquirir moeda para gastar, mas, obrigatoriamente, cria moeda ao gastar. O governo não está sujeito a uma restrição financeira, como os demais agentes econômicos, está sujeito exclusivamente à restrição da capacidade produtiva da economia. Do ponto de vista macroeconômico, os impostos são cobrados, não para financiar os gastos do governo, mas para abrir espaço para os gastos do governo, sem que haja pressão excessiva sobre a capacidade produtiva. A distinção é mais importante do que parece, pois só há necessidade de tributar quando não há espaço na capacidade produtiva da economia para acomodar o gasto público. Se a economia tem capacidade ociosa, não há porque tributar para financiar gastos públicos. Esta é a conclusão lógica do Cartalismo, que confirma a intuição dos que sustentam que a política monetária pode evitar, como o QE efetivamente evitou, uma depressão, mas só a política fiscal pode levar à recuperação da atividade econômica.

O modelo de gerações sobrepostas de Samuelson demonstra que quando a taxa de juros é inferior à taxa de crescimento, o equilíbrio competitivo de mercado não é Pareto eficiente. O aumento da dívida melhora o bem-estar. Este é um resultado que foi sempre intelectualmente intrigante, mas que, com as atuais taxas de juros excepcionalmente baixas nos países desenvolvidos, tem implicações práticas para as políticas públicas. Ao coletar evidência de que a taxa de juros da dívida pública americana, com a exceção do início dos anos 1980, sempre foi inferior à taxa de crescimento, Blanchard dá à tese em favor da política fiscal expansionista um caráter menos conjuntural. Não são apenas as excepcionalmente baixas taxas de juros, hoje observadas nas economias avançadas, que justificam o uso da política fiscal. O único argumento passível de ser levantado contra a política fiscal expansionista é o da eventualidade de, no futuro, a taxa de juros vir a ser superior à taxa de crescimento. A dívida pública passaria então a ter custo fiscal e poderia se tornar insustentável. Esta preocupação pressupõe que a taxa de juros sobre a dívida pública não está sob o controle do governo, ou mais especificamente, do banco central. Na prática, como é reconhecido pela teoria macroeconômica contemporânea, a taxa de juros básica da economia é determinada pelo banco central.

Dois contra-argumentos são levantados em relação à tese de que o custo da dívida está sob controle do banco central. O primeiro, é que o taxa de juros da dívida não coincide com a taxa básica, pois incorpora prêmios de liquidez e risco. Embora exista, efetivamente, um prêmio de liquidez sobre a dívida longa, a taxa básica é o principal determinante do custo da dívida. Mesmo quando o governo insiste em manter um perfil de endividamento mais longo, é a taxa básica que determina o custo da dívida. Já um eventual prêmio de risco sobre a dívida pública, denominada em

moeda nacional, é um equívoco conceitual dos investidores sempre pautados pelo consenso, mas que pode ter implicações práticas. Em casos extremos, o prêmio de risco pode levar o custo da dívida a superar a taxa de crescimento e tornar a dívida fiscalmente insustentável. Os casos de “dominância fiscal” e de “equilíbrios múltiplos” são complicações decorrentes dos prêmios de risco muito altos.

O segundo contra-argumento é que, embora a taxa básica esteja sob controle do banco central, ela é o instrumento de política monetária, que deve ser fixada para estimular ou desestimular a demanda agregada, com o objetivo de manter a inflação dentro das metas. O banco central não teria, portanto, liberdade para fixar a taxa básica sempre abaixo da taxa de crescimento, sem comprometer as metas para a inflação. A pressão inflacionária poderia exigir que a taxa básica fosse fixada acima da taxa de crescimento. Não se pode, efetivamente, usar um único instrumento, a taxa básica, para atender a dois objetivos, manter a inflação dentro das metas e o custo da dívida abaixo da taxa de crescimento.

A tese da Cartalista da MMT é que as políticas monetária e fiscal não são independentes. Se a demanda agregada pressiona a inflação, a resposta correta é fazer uma política fiscal contracionista, cortando os gastos ou elevando os impostos. A taxa de juros deve ser fixada com o objetivo de maximizar o investimento e o crescimento, o bem-estar, da economia. Como demonstra a “taxa de juros biológica” de Samuelson” e a “regra de ouro” de Phelps, a taxa de juros que maximiza o bem-estar é igual à taxa de crescimento. A taxa básica de juros deve ser, portanto, fixada sempre abaixo da taxa de crescimento da economia, que a longo-prazo, em “steady-state”, coincide com a taxa de retorno real, ou a taxa “natural” de juros. Ao fixar a taxa básica de juros acima da taxa de crescimento, torna-se a dívida fiscalmente onerosa e provoca-se uma queda da relação entre capital e trabalho. Ambos levam a uma perda de bem estar. Fixar a taxa de juros acima da taxa de crescimento de longo prazo para controlar a inflação é um grave equívoco. Se demanda agregada estiver pressionando excessivamente a capacidade instalada, ao contrário do consenso estabelecido, não se deve acionar a política monetária, mas sim a política fiscal. Se a inflação persiste, apesar da capacidade ociosa e do desemprego, o problema está nas expectativas, que como hoje se sabe, quando bem ancoradas, são muito mais estáveis e insensíveis à demanda agregada do que se supunha.

Quando o banco central fixa a taxa básica de juros acima da taxa de crescimento, além de comprometer a sustentabilidade da dívida pública, provoca a redução do investimento e uma queda de bem-estar. Nesse caso, a conclusão é perfeitamente compatível com o consenso estabelecido. A diferença é que o consenso não vê alternativa, considera que a taxa de juros pode ter que ficar acima da taxa de crescimento para manter a inflação sob controle. A visão Cartalista da MMT compreende que o excesso de demanda deve ser, necessariamente, controlado através da política fiscal. A política monetária, além de pouco eficiente, como indica o

desaparecimento da Curva de Phillips, quando eleva a taxa de juros acima da taxa de crescimento, tem alto custo fiscais e de bem-estar. A política monetária deve se pautar pela garantia da estabilidade financeira e do crescimento de longo prazo. A tese coincide com o argumento de Borio (2017 e 2018), segundo o qual a política de juros do banco central tem pouca influência sobre a taxa de inflação, que é mais estável do que se supõe, e muita sobre a taxa real de juros da economia. É a tese inversa à da chamada hipótese neo-fisheriana, levantada originalmente por John Cochrane (2017), segundo a qual a taxa real de juros é dada no longo-prazo e a taxa nominal fixada pelo banco central determina a inflação.

A taxa de juros básica, fixada pelo banco central pode e deve ser sempre ser inferior à taxa de crescimento. A “regra de ouro”, tanto dos modelos de Ramsey-Cass-Koopmans quanto dos modelos de gerações sobrepostas, sugere que ela deva ser igual à taxa de crescimento de longo-prazo. Nesse caso tem-se o melhor dos mundos. A relação capital/trabalho convergirá para a aquela que maximiza o bem-estar e a dívida não tem custo fiscal, pode sempre ser carregada sem aumento de impostos, desde que o déficit primário não seja permanente. O governo pode melhorar o bem-estar, em relação ao equilíbrio competitivo, gastando ou investindo, desde que não pressione os limites da capacidade produtiva.

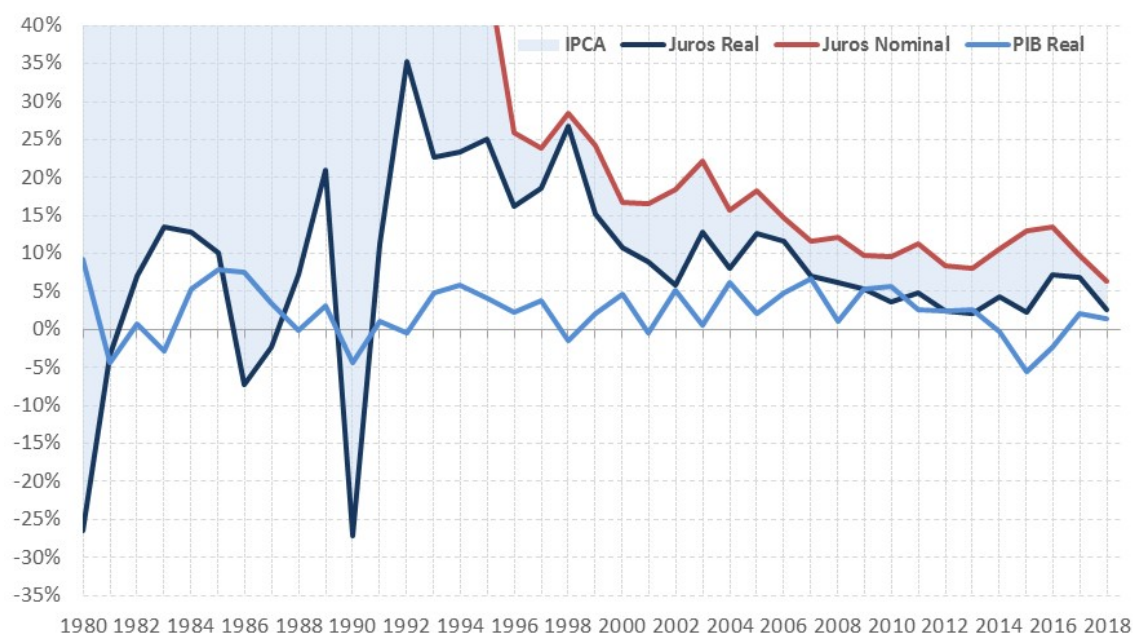
## 9. Implicações para as Políticas Públicas

Muitas das questões, aparentemente inexplicáveis das últimas décadas, ficam mais claras quando analisadas através do arcabouço conceitual da Modern Money Theory. A deflação japonesa, por exemplo, apesar da extraordinária expansão monetária das últimas décadas e de uma relação dívida/PIB considerada insustentável, se torna compreensível. O mesmo vale para a surpreendente resiliência da baixa inflação americana, apesar de uma inusitada expansão monetária promovida pelo experimento do QE. É possível compreender também o fenômeno da economia da China, com as suas altíssimas taxas de crescimento, lideradas pelo investimento público e acompanhadas de um endividamento considerado insustentável pelos critérios convencionais.

A compreensão de que a moeda fiduciária contemporânea não é um estoque finito, pelo qual há oferta e demanda, mas sim um índice da atividade econômico-financeira, tem implicações subversivas para o paradigma macroeconômico estabelecido. Suas conclusões e recomendações, apesar da sólida sustentação teórica e da farta evidência empírica, contradizem o consenso. Estão fadadas ser mal interpretadas, a causar perplexidade e a provocar controvérsia. Correm o risco de serem apropriadas pelo populismo para justificar o gasto público demagógico e o estado patrimonialista. A analogia entre o Estado e todos os demais agentes na economia, famílias e empresas, obrigados a respeitar as suas restrições financeiras,

embora não seja verdadeira, é um poderoso instrumento de retórica. Afirmar que os gastos públicos são financiados pelo “o seu, o meu, o nosso” dinheiro é incorreto, mas cala fundo em quem paga seus impostos. Exerce um papel importante, tanto para moderar a sanha populista de gastar, como para exigir que os gastos públicos sejam submetidos a critérios objetivos de custos e benefícios. Estas são as razões pelas quais as teses aqui expostas tendem a ser rejeitadas, antes mesmo de analisadas, pelos mais conservadores. Não podem, entretanto, deixar de ser enunciadas, pois, se bem compreendidas, ajudarão a formar um novo paradigma para a formulação de política macroeconômica.

Gráfico 1 – Juros Reais e Taxa de Crescimento



## Referências

Arida, P.; Bacha, E. & Lara Resende, A. (2004); “Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil” in Giavazzi et al. *Inflation Targeting, Debt and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*. MIT Press

Barro, R. (1974) “Are Government Bonds Net Wealth?”, *Journal of Political Economy*, 81(6)

Blanchard, O. (2004) Fiscal dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil”; in Giavazzi, F. et al. *Inflation Targeting, Debt and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*; MIT Press

-----; Cerruti, E. & Summers, L. (2015) "Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implication", IMF Working Papers 15/230

----- (2019) "Public Debt and Low Interest Rates", Presidential Address, American Economic Association

Calvo, G. (1998) Capital flows and Capital-Markets Crisis: The Simple Economics of Sudden Stops", Journal of Applied Economics, n.1

Cochrane, J.H. (2016) "Michaelson-Morley, Occam and Fisher: The Radical Implications of Stable Inflation at Near-Zero Interest Rates"; Hoover Institute, Stanford University

Borio, C. (2019) "On Money, Debt, Trust and Central Banking" BIS Working Papers"n.763

-----, Disyatat, P. and Rungcharoenkitkul, P. (2018) "What Anchors for the Natural Rate of Interest?" BIS Working Paper

Diamond, P. (1965) "National Debt in a Neoclassical Growth Model", *American Economic Review*, 55(5)

Ferguson, N. (2011) *The Ascent of Money*, Penguin-Putman Inc.

Feynman, R. (1955) "The Value of Science", *Engineering and Science* vol.9

Knapp, G.F. (1905) *The State Theory of Money*

Lara Resende, A. (2017) *A. Juros, Moeda e Ortodoxia* , Portfolio-Penguin

Leeper, E.M. (1991) "Equilibria Under Active and Passiveand fiscal Policies", Journal of Monetary Economics, n.27

Lerner, A. (1943) "Functional Finance and the Federal Debt", *Social Research*, vol.10 no.1

Mosler, Warren (2010) *The Seven Deadly Innocent Frauds of Economic Policy*, Valance Co.

Sargent, T. J. and Wallace, N. (1975) "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule" *Journal of Political Economy*, v.83 n.2

----- (1981) "Some Unpleasant Monetarist Arithmetics" *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, v.5, n.3

Schumpeter, J.A. *History of Economic Analysis*; Allen & Unwin

Phelps, E. (1961) "The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen" *American Economic Review*, v.51 n.4

Romannchuk, B. (2016) *Understanding Government Finance*, Bond Economics

Sims, C. (1994) "A simple model for the Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy", *Economic Theory*, v.4

Samuelson, P. (1958) "An Exact Consumption-Loan model of Interest With and Without the Social Contrivance", *Journal of Political Economy*, n. 66

Vickrey, W. (1996) "The Fifteen Fatal Fallacies of Financial Fundamentalism" Columbia University

Weyl, Philippe (2008) "Overlapping Generations: The First Jubilee", *Journal of Economic Perspective*, vol.22. n.4

Wray, C. L. Randall (2105) *Modern Money Theory*, Palgrave-MacMillan

Woodford, M. (1990) "Public Debt as Private Liquidity", *American Economic Review* 80(2)

----- (2003) *Interest and Prices*, Princeton University Press