

## Contração fiscal reduz os juros? Uma crítica keynesiano-marxista

*IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. 2011. IE/UFRJ.  
Área sugerida: Macroeconomia e Política Econômica*

Guilherme Santos Mello

Marcos Vinicius Chiliatto-Leite<sup>1</sup>

### Resumo

Acadêmicos e autoridades políticas têm assumido, quase que consensualmente, que uma contração fiscal levará a uma redução na taxa de juros brasileira, uma das mais altas do mundo. No entanto, alguns dos defensores dessa posição não esclarecem as razões teóricas que permitiriam esse acontecimento. Este trabalho tem como objetivo analisar a plausibilidade teórica de argumentos “heterodoxos” favoráveis à contração fiscal. A conclusão é que existe uma via teórica possível na abordagem monetarista, na síntese neoclássica e na “keynesiana-marxista”. As duas primeiras são teoricamente insustentáveis, a terceira é plausível e determina a taxa de juros como expressão da preferência pela liquidez, manifestada na circulação da riqueza. No entanto, apesar da possibilidade teórica, a atual conjuntura macroeconômica e o estado da dívida pública brasileira não nos convencem que uma contração fiscal terá efeito na taxa de juros.

**Palavras-chave:** contração fiscal; dívida pública; taxa de juros; Keynes.

### Abstract

Academic and political authorities have understood, almost as a consensus, that a fiscal contraction will lead to a reduction in Brazilian interest rates, one of the highest worldwide. However, some advocates of this position do not explain the theoretical reasons that would guarantee this event. This paper aims to examine the theoretical plausibility of "Heterodox" arguments in favor of fiscal contraction. The conclusion is that the theoretical possibilities exist in the monetarist, neoclassical synthesis and the “Keynesian-Marxist” approaches. The first two are theoretically unsustainable; the third is plausible and determines the rate of interest as an expression of liquidity preference, manifested in the circulation of wealth. However, despite theoretically possible, the current situation of macroeconomic conditions and the state of Brazilian public debt do not convince us that a fiscal contraction will have an effect on the interest rate.

**Key-words:** fiscal tightening; public debt; interest rate; Keynes.

---

<sup>1</sup> Ambos os autores são doutorandos em Economia pela Unicamp e pesquisadores do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon), IE/Unicamp. Agradecemos os comentários, isentando-os por eventuais imprecisões, de Ricardo Carneiro, André Biancareli, Francisco Luiz Lopreato, Pedro Rossi e Adriano Sampaio, todos do IE/Unicamp. Contato: [guil.mello@gmail.com](mailto:guil.mello@gmail.com) e [chiliatto@eco.unicamp.br](mailto:chiliatto@eco.unicamp.br).

## 1 – Introdução

É notório que a economia brasileira possui uma das maiores taxas de juros do mundo. As explicações acerca do por que a taxa é tão elevada são (provavelmente) tão múltiplas, e controversas, quanto às suas causas. O debate na imprensa brasileira, juntamente a autoridades políticas, célebres acadêmicos, economistas de formação ortodoxa e também heterodoxa parecem sustentar uma ideia, de forma quase consensual, de que a queda da taxa de juros brasileira requer uma contração fiscal. Os mecanismos que garantiriam essa causalidade não estão claros e nem são explorados por aqueles que defendem o rigor fiscal redutor de juros. Dessa forma, o objetivo deste trabalho é analisar essa ideia quase consensual com mais cuidado. Podemos concluir que é, no mínimo, duvidoso acreditar que um arrocho fiscal seja capaz de reduzir a taxa de juros brasileira. No esquema teórico aqui discutido e com base na atual conjuntura da economia brasileira, pensamos que, provavelmente, um “ajuste” fiscal terá efeito incerto na taxa básica de juros.

Apesar das taxas de juros terem se reduzido nos últimos anos, na comparação internacional o patamar ainda é elevado. O que além de ter efeito negativo na demanda agregada e nas contas públicas, promove um diferencial de juros que estimula operações de *carry trade* e apreciação do câmbio (ROSSI, 2010). A despeito disso, a economia brasileira vive um ciclo de crescimento econômico, com expansão do crédito, distribuição da renda, elevação do consumo e retomada de índices elevados de investimento agregado. Tudo isso tendo em vista o papel proeminente que o Estado brasileiro vem assumindo neste último ciclo expansivo, em particular no período de recuperação econômica pós-crise americana de 2008 (CARNEIRO, 2010). Esse período vem acompanhado de pressões inflacionárias ainda não investigadas em profundidade, mas que trouxeram consigo um debate acerca da necessidade de ajustes fiscais, de maior ou menor monta, a serem realizados no setor público nacional.

Considerando o crescimento das receitas públicas, oriundos em particular da elevação da atividade econômica, o debate acerca da estrutura de gastos do governo e da alocação estratégica desta “nova receita” passou a dominar parte do debate acadêmico, comportando posições dos mais variados matizes. Parte dos economistas acredita que deveríamos usar esta elevação de receitas com o objetivo de elevar a “poupança financeira” do Estado através de diferentes espécies de superávits fiscais. Ao realizar tais superávits, buscar-se-ia reduzir o estoque de dívida que, por sua vez, levaria a pressões baixistas na taxa de juros, o que estimularia componentes da demanda agregada e configuraria, assim, uma espécie de contração fiscal expansionista.

Em artigo publicado na revista Carta Capital, Belluzzo e Almeida (2010) retomam uma questão que vem causando algum furor em círculos acadêmicos de seara heterodoxa: a busca por uma meta de superávit nominal como fundamento da política fiscal brasileira, no atual momento de elevado crescimento econômico. Tal proposta não é propriamente nova, podendo ser encontrada tanto nas intervenções públicas de diversos setores da ortodoxia, assim como em algumas propostas de cunho “novo-desenvolvimentista”, como é o caso de artigos de Oreiro e Paula (2009) e Oreiro (2011). Ainda no campo heterodoxo, Carneiro (2010) propõe a manutenção dos déficits nominais, desde que tenham seu tamanho máximo limitado ao investimento público, configurando-se assim não como uma proposta de ajuste fiscal restritivo, mas de mera limitação dos gastos do governo. Já no campo ortodoxo, Bacha (2011) enxerga no ajuste fiscal condição inevitável para a queda da taxa de juros, além de acreditar em motivos jurisdicionais<sup>2</sup> para compreender o atual patamar elevado das taxas de juros domésticas, opinião compartilhada por uma série de autores que defendem a dominância fiscal sobre a política monetária e um suposto ajuste fiscal expansionista. Estas e outras

---

<sup>2</sup> Bacha (2011) ressalta o histórico de “calotes” brasileiros em relação à dívida, assim como heranças do período da hiperinflação, como seria o caso da superindexação, para justificar o elevado patamar da taxa de juros no Brasil. Apesar disso, o argumento central apresentado pelo autor para alcançar a redução sistemática das taxas de juros no Brasil passa necessariamente por um ajuste fiscal, tanto para garantir a solvência da dívida, quanto por razões conjunturais, em particular no caso de 2010, quando a demanda estaria bastante aquecida. Não sendo nosso objetivo debater as posições ortodoxas acerca do tema, a crítica a essa proposta poderá ser encontrada em Lopreato (2006) e Barba (2001).

intervenções colocam a questão fiscal no cerne do debate público, tornando-a condição *sine qua non* para a discussão acerca de possíveis modelos de desenvolvimento para a economia brasileira.

Com a intenção de organizar os argumentos e contribuir ao debate, este artigo tem como objetivo principal discutir a necessidade da realização de “ajustes” fiscais para reduzir taxa de juros, tendo em vista a plausibilidade teórica e questões conjunturais de ordem macroeconômica.

Procura-se, como objetivo mais geral, analisar de maneira crítica algumas propostas de “ajuste” fiscal que, apesar de possuírem diferenças na organização do argumento, sustentam que uma política fiscal restritiva permitiria à política monetária promover uma redução de taxas de juros.

Para isso, o trabalho será dividido em cinco seções, incluindo esta introdução. Na segunda, apresentam-se algumas propostas heterodoxas de “ajuste” fiscal para reduzir os juros. A terceira seção faz uma discussão de cunho teórico, no qual são levantadas possíveis canais de transmissão da política fiscal para a taxa de juros. A quarta seção buscará trazer à tona um debate conjuntural, focando em particular a dívida pública, sua composição, tamanho e trajetória. Busca-se argumentar que não esta em curso, ao contrário do que pretendem alguns, um cenário fiscal explosivo, onde o endividamento cresce descontroladamente. Ao revés, nos parece muito mais plausível, com base nos dados apresentados, argumentar que a trajetória fiscal brasileira hoje apresenta um caráter benigno, indicando pela redução do “prêmio de risco” e da preferência pela liquidez vis-à-vis a demanda dos títulos da dívida pública. Por fim, as conclusões retomarão os principais argumentos erigidos ao longo do texto.

## 2 – As propostas de “ajuste” fiscal “heterodoxas”: uma breve apresentação.

Belluzzo e Almeida (2010), ao defenderem a busca de um superávit nominal nas contas públicas, justificam seu argumento de duas maneiras. Em primeiro lugar, tal superávit pressionaria o Banco Central a reduzir a taxa de juros, o que tem impactos sobre a demanda agregada e também no patamar da taxa de câmbio, variável determinante da conta corrente. Por outro lado,

“o superávit nominal daria ensejo a uma situação favorável ao Tesouro no manejo da dívida pública, permitindo a sua redução e alongamento. Isso deve ser feito para tirar progressivamente o poder das instituições financeiras de aprisionar a riqueza líquida (as “poupanças” das famílias e das empresas) no circuito das operações compromissadas, ou seja, no curtíssimo prazo.” (BELLUZZO & ALMEIDA, 2010).

O cerne da argumentação está baseado no fato de que a dívida pública é o mecanismo por excelência de ancoragem da riqueza privada, e que uma elevação constante da dívida alavancaria o poder dos detentores destes papéis no determinante de sua remuneração. Ao realizar um superávit nominal, o governo recompraria parte desta dívida (que, diga-se de passagem, já vem caindo em proporção do PIB ao longo dos anos) e desta forma “encurralaria” as forças privadas, pressionando-as a aceitar a remuneração estabelecida pelo poder público, aumentando o poder do Estado na formação das convenções acerca da taxa de juros. A combinação de alta liquidez e elevada remuneração *ex-post* é identificada como o principal obstáculo ao desenvolvimento de um mercado de capitais e uma estrutura de crédito de longo prazo no Brasil, tendo em vista o entrincheiramento dos investidores nos papéis curtos da dívida pública.

Oreiro e Paula (2009), seguindo uma linha similar a de Belluzzo e Almeida (2010), clamam por uma meta de superávit em conta corrente do setor público, o que inclui necessariamente os gastos com juros da dívida, mas exclui os gastos com investimento. Avançando na proposta, surge a ideia de separar os orçamentos do governo em duas contas, *à la* Keynes: uma “conta capital” ou “orçamento de capital”, que englobaria o investimento público direto e das estatais, e outra conta de gastos correntes.<sup>3</sup> Os superávits teriam origem na conta de gastos correntes e serviram para

<sup>3</sup> Cabe salientar aqui, no entanto, que a proposta de Keynes pela separação dos orçamentos não prevê necessariamente um superávit no orçamento corrente “cobrindo” o déficit no orçamento de capitais. Para Keynes, os déficits do

financiar os déficits registrados no orçamento de capital, nos momentos de crise, ou se somar aos superávits na conta capital no momento em que o objetivo for reduzir a relação dívida/PIB. Em artigo de 2011, Oreiro volta à carga e esclarece melhor como entende a relação entre “ajuste” fiscal e taxa de juros. Neste artigo, o autor afirma:

“a fragilidade das contas públicas brasileiras acaba por fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja ‘excessivamente alta’, o que acaba se transmitindo, por arbitragem, para as operações normais de política monetária. Deve-se ressaltar que a tão propalada melhoria da situação fiscal do estado brasileiro, após a adoção de expressivos superávits primários, é mais mito que fato” (OREIRO, 2011).

Essa passagem deixa claro que, para o autor, um dos componentes centrais da determinação da taxa de juros no Brasil, e uma das razões pelo seu patamar elevado, é a fragilidade das contas públicas brasileiras, que segundo o autor estariam assumindo uma posição “Ponzi”.<sup>4</sup> Por esta razão, um “ajuste” fiscal rigoroso seria capaz de rebaixar a taxa de juros, dinamizando a economia e os investimentos privados, num clássico caso de “contração fiscal expansionista”.

### 3 – O debate teórico

Antes de adentrarmos o debate mais prático a respeito da possibilidade, viabilidade e real relevância de um ajuste fiscal para reduzir juros no atual cenário econômico brasileiro, cabe um pequeno retorno à teoria, visando compreender quais as hipóteses teóricas que se encontram por trás da ideia de que existe uma relação, seja ela direta ou indireta, entre política fiscal restritiva e redução nas taxas de juros. Como nenhuma das propostas de ajuste fiscal, acima apontadas, apresenta claramente quais seriam os mecanismos pelos quais tal ajuste resultaria em uma taxa de juros cadente, apenas nos restou suposições acerca do embasamento teórico que os autores utilizaram para pregar tal inter-relação.

Com esse objetivo em mente, podemos imaginar, em geral, três canais possíveis, quais sejam, (i) a via neoclássica tradicional; (ii) a via da síntese neoclássica e dos novo-keynesianos; e a (iii) via “keynesiana-marxista”.

As duas primeiras formas clássicas de entender a relação de determinação que parte da política fiscal para causar alterações na taxa de juros se encontram na literatura novo clássica, na hipótese que ficou conhecida como “dominância fiscal”; ou na leitura “keynesiana bastarda”, tanto na versão da “síntese neoclássica” do IS-LM quanto no que ficou conhecido como “ajuste fiscal expansionista”, proveniente da leitura novo-keynesiana. Uma terceira forma de entender tal relação pode ser encontrada na leitura (influenciada por Marx) da obra de Keynes, que enfatiza a taxa de juros como um fenômeno estritamente monetário, determinada de forma convencional na esfera da circulação da riqueza.

Esta seção busca detalhar tais hipóteses teóricas e tenta identificar, a partir da leitura das propostas de ajuste fiscal aqui em debate, a “filiação” teórica dos diferentes autores. A base da diferenciação entre as duas vias “neoclássicas” e a “keynesiana” repousa sobre qual a teoria da determinação dos juros que está implícita nas formulações. No caso neoclássico tradicional, a taxa

---

orçamento de capital se autofinanciam em médio/longo prazo, podendo o orçamento corrente manter uma posição equilibrada.

<sup>4</sup> Tal colocação do autor é no mínimo inadequada para descrever a situação das finanças de um Estado nacional, seja ele qual for. A posição Ponzi, como se sabe, foi definida por Minsky (2008b) como aquela em que o fluxo de rendimentos esperado pelo investidor é insuficiente para cobrir o pagamento de juros da operação, elevando, assim, o volume do principal até a insolvência. Tal posição, no entanto, é apenas válida para agentes privados que, diferentemente do Estado, não tenham como arbitrariamente elevar seu fluxo de rendimentos, seja via emissão monetária ou alterações na política tributária. Sendo assim, a ideia da existência de um Estado nacional Ponzi em sua própria moeda é um contrassenso, sendo apenas possível assumir uma posição Ponzi em moeda estrangeira, dado que ao Estado nacional não é facultado a emissão deste ativo particular. Isso sem considerar o contrassenso também do ponto de vista factual, porque a relação dívida/PIB, medida que serve de referência para a capacidade de se cumprir com o passivo, está caindo.

de juros é determinada como um ponto de equilíbrio que depende da oferta de recursos (poupança *ex-ante*) e demanda por recursos. Na abordagem keynesiana, a taxa de juros é um “fenômeno monetário” (KEYNES, 1992, 1973a, 1973b, 1973c, 1973d) livre de qualquer relação com poupança. O caso da síntese neoclássica é bastante curioso, pois admite a taxa de juros como um fenômeno monetário, porém a taxa de juros é a variável chave que equilibra o mercado de bens (BARBA, 2001).

Vale destacar que na possibilidade teórica tipicamente keynesiana, a taxa de juros depende da preferência pela liquidez, que se manifesta na circulação da riqueza, em particular no mercado secundário de títulos. São nos mercados secundários, por serem os mais profundos, líquidos e de maior volume de transações, que se define a curva de juros do sistema monetário, não havendo qualquer tipo de determinação “real” das taxas de juros; estas são, portanto, resultado de uma convenção do mercado, no qual o Banco Central é peça chave (principalmente nas taxas curtas).

### 3.1 – A via neoclássica tradicional: do monetarismo à dominância fiscal

Do ponto de vista da teoria neoclássica tradicional, vários poderiam ser os caminhos para explicar, assim como diversos são os modelos que buscam tratar do tema: como uma redução dos gastos do governo implicaria em efeitos “positivos” na economia como um todo. Tais hipóteses estão presentes na literatura, tanto no monetarismo tradicional quanto na hipótese da “dominância fiscal”<sup>5</sup>, que podem ser consideradas vias teóricas representativas para explicar o mecanismo pelo qual uma redução nos gastos do governo poderia exercer uma influência baixista na taxa de juros. Por trás de ambas as leituras se assentam uma interpretação tipicamente neoclássica a respeito da taxa de juros e sua determinação. Tal arcabouço é assim apresentado por Barba (2001, p. 60):

“(…) in the neoclassical model of macroeconomic activity, saving and investment equilibrate through interest rate variations. Capital formation depends on the equilibrium between demand for and supply of funds. The demand for funds, which is the demand for investment goods by firms, increases as the interest rates falls. The supply of funds is represented by the desire of saving of households and it depends on the level of interest rates. Assuming that the substitution effect dominates the income effect, desired saving increases with interest rates. The intersection of saving and investment schedules determine, through variations on the interest rates, the market equilibrium amount of gross fixed capital formation. Since the interest rate is determined in the goods market and equate *desired* saving to investment, a shortage of demand can never occur. In the absence of *distortions* in the labor market, this outcome ensures full employment. A rise in government saving will increase the pool of funds available for private borrowers. Consequently, the interest rates falls, and an increase in gross fixed capital formation, couple with a decrease in private saving, fills the gap in the absorption of goods and services caused by a fiscal retrenchment.

O monetarismo tradicional, pensado por autores como Friedman (1968)<sup>6</sup>, afirma que políticas expansionistas (para reduzir o emprego efetivo a níveis inferiores ao “desemprego natural”), como uma elevação do déficit governamental, apesar de criar um efeito dinamizador sobre o produto no curto prazo, criaria a necessidade de monetização da dívida no futuro, aumentando as pressões inflacionárias que corroem os efeitos “reais” do expansionismo. Ademais, além da inflação, Friedman (1968, p. 6) discute que a expansão monetária, num primeiro momento, poderia reduzir os juros, mas os estímulos que isso promove nos gastos e nas rendas fariam, em um segundo momento, elevar as taxas de juros. Por meio das expectativas adaptativas, se majoram

<sup>5</sup> Consideramos que a hipótese da dominância fiscal, apesar de aparecer no debate como uma crítica à leitura monetarista, em particular ao introduzir a hipótese das expectativas racionais em lugar das expectativas adaptativas, compartilha com o monetarismo tradicional uma leitura da taxa de juros (nossa preocupação) como um fenômeno “real”, advindo do mercado de bens, compondo uma clássica teoria dos “fundos emprestáveis”. Por esse e outros motivos, a visão novo-clássica presente na hipótese da “dominância fiscal” pode ser chamada de “segunda onda do monetarismo”, como define Tobin (1981). Sendo assim, optamos por classificá-las na mesma categoria, para efeitos deste artigo.

<sup>6</sup> Detalhes adicionais podem ser consultados, por exemplo, em Snowdone e Vane (2005, cap. 4).

inflação e taxas de juros, de modo a cancelarem os impactos expansionistas de curto prazo gerados pelos déficits fiscais iniciais.

A hipótese novo-clássica da “dominância fiscal”, desenvolvida ao longo dos anos 1980, cujo marco é o trabalho de Sargent e Wallace (1981), pode ser apresentada da seguinte forma: adota-se que as autoridades fiscais determinam de maneira independente seu orçamento, ou seja, o montante do déficit que eventualmente pretende realizar. Isso faz com que a quantidade de títulos de dívida que deve ser emitida para angariar os recursos necessários para financiar o déficit, também seja determinada pela autoridade fiscal. A autoridade monetária, por sua vez, se veria relegada a função passiva de financiar tal déficit via emissão de títulos. Como tal autoridade encontraria no mercado uma demanda “fixa” por títulos, caso a oferta necessária para financiar os déficits estabelecidos pelas autoridades fiscais supere tal demanda, o restante do déficit fiscal (não financiado por títulos) precisaria ser financiada de maneira inflacionária através da emissão monetária pura. Neste caso, a inflação ainda seria um fenômeno puramente monetário, apesar de causado por desequilíbrios fiscais. A grande diferença dessa leitura para a monetarista reside no fato de que, para os novo-clássicos as expectativas são racionais.<sup>7</sup> Sendo assim, o efeito de crescimento inicial do produto derivado de políticas expansionistas, como uma elevação dos gastos, (como aparece na literatura monetarista) não se faria presente em termos reais. Desta forma, a elevação dos gastos apenas faria com que se elevassem inflação e os juros, sem aumento do produto nem mesmo no curto prazo.

A questão central que fica para pensarmos é: como esse cenário de dominância fiscal impõe pressões altistas nas taxas de juros, além de unicamente um efeito inflacionário? A ideia de que a autoridade monetária seria passiva na decisão do montante de títulos a dispor no mercado, nos dá uma boa pista sobre os mecanismos de transmissão da política fiscal para a monetária.

No caso de dominância fiscal, a autoridade monetária seria obrigada a “referendar” a trajetória deficitária estabelecida autonomamente pela autoridade fiscal se utilizando da emissão de títulos. No cenário onde há um limite quantitativo para a emissão destes papéis, como comentado acima, seria necessário monetizar parte do déficit através da utilização do privilégio da emissão monetária e da *seigniorage*<sup>8</sup>. No entanto, caso se considere que o ajuste não se dá por quantidade, mas sim por preço, quando a oferta de títulos superar a demanda por títulos a uma dada taxa de juros, a elevação da taxa seria o mecanismo que equilibraria o mercado, em que a “poupança” está dada. Isso quer dizer simplesmente que os agentes aceitariam novos títulos, desde que a uma taxa de juros mais elevada, exercendo assim uma pressão altista sobre a curva de juros.

Pensando inversamente, caso o governo venha seguindo uma trajetória fiscal expansionista, elevando o montante de títulos necessários para financiar seus déficits, e as autoridades anunciem uma mudança de estratégia fiscal rumo a uma política mais restritiva, com menores déficits ou até superávits, a oferta de títulos se reduziria. Mantida fixa a quantidade de títulos demandados a uma determinada taxa de juros, tal queda na oferta poderia ser capaz de exercer uma pressão baixista nas taxas de juros.

Esta hipótese, que parte do princípio da teoria dos “fundos emprestáveis”<sup>9</sup>, parece não encontrar paralelo no debate heterodoxo, sendo refletida e disseminada apenas por autores de cunho ortodoxo. A ideia de que a taxa de juros é uma variável que equilibra o mercado de demanda e oferta de fundos é um caminho necessariamente neoclássico, com todas as limitações teóricas que esta corrente apresenta<sup>10</sup>, para explicar a relação entre política fiscal e monetária, por isso pouco encontrada no debate de cunho heterodoxo que é o alvo deste artigo.

<sup>7</sup> Maiores detalhes sobre as escolas do pensamento econômico estão em Snowdone e Vane (2005), o objetivo deste texto não é sistematizar detalhadamente as diferenças nem os marcos centrais das escolas do pensamento, mas meramente estão aqui agrupadas hipóteses e escolas que entendem a taxa de juros de uma forma semelhante.

<sup>8</sup> Conforme já ressaltado, o efeito sobre a taxa de juros e inflação derivado da monetização da dívida ocorre de maneira imediata, dada a existência de expectativas racionais.

<sup>9</sup> Discutida com um pouco mais de atenção crítica na subseção dedicada à “via keynesiana”.

<sup>10</sup> Diversas críticas de caráter teórico podem ser feitas a esta abordagem, algumas das quais se encontram presentes em Barba (2001). Para os propósitos deste artigo, basta salientar uma questão central: a ideia de demanda fixa por títulos desconsidera por completo a existência de preferência pela liquidez, haja visto que tal abordagem coloca a moeda como

### 3.2 – A via “keynesiana bastarda”<sup>11</sup>: da IS-LM à contração fiscal expansionista

Além da leitura neoclássica tradicional, há uma interpretação que associa ajustes fiscais à taxa de juros presente na síntese neoclássica. Tal interpretação tem uma determinação curiosa, pois ela não depende propriamente da interação entre a disponibilidade de fundos emprestáveis (poupança *ex ante*) e a demanda por recursos, sendo a taxa de juros um fenômeno monetário, tal qual em Keynes, como discute a seção seguinte. No entanto, a síntese neoclássica utiliza a taxa de juros como a variável que equilibra o mercado de bens, conferindo um papel equilibrador à taxa de juros que não está presente na leitura keynesiana.

No modelo IS-LM<sup>12</sup> uma redução dos gastos fiscais implica necessariamente em queda do produto. Isso porque se desloca a curva IS para baixo e, mantendo-se a curva LM em sua antiga posição, o produto tem que cair. Por pensar a curva LM não vertical, o resultado de uma contração fiscal seria, em princípio, contracionista. Tal efeito poderia ser, no entanto, suplantado em parte ou totalmente pela redução na taxa de juros. Os canais de transmissão pela qual uma redução nos gastos públicos pode afetar a taxa de juros são apresentados desta forma por Barba (2001, p. 61):

“The theoretical perspective of the neo-classical synthesis lies between the two extremes of the genuine Keynesian scheme and the neo-classical model. As in the former, interest rate is a monetary phenomenon. However, owing to a high interest elasticity of investment and a low interest elasticity of the demand for money, the synthesis finds a role for interest as an equilibrating variable in the goods market: because the rate of interest falls as output falls, the rise in public saving is matched not only by the reduction of private saving caused by the fall of output, but also by a rise of gross fixed capital formation. In the case of total crowding-in, the rise in public saving is balanced by an increase of investment demand; if crowding-in is absent, it is balanced by a reduction in output and private saving. In all the intermediate cases, the rise in public saving is matched partly by a fall in output and private saving, and partly by an increase in fixed investment.”

Portanto, no IS-LM tradicional, reduzir gasto público desloca IS para baixo, o que reduz produto e juros. A intensidade dessas reduções e o efeito final no produto real dependerão da inclinação da LM – supondo que não haja política adicional para alterar LM. Ademais, outra forma de se pensar o papel da política fiscal na determinação da taxa de juros é inspirada na leitura novo-keynesiana, cuja origem guarda relação com a síntese e com os novo-clássicos, esta expressa no que ficou conhecido como a hipótese da “contração fiscal expansionista”.

A hipótese da existência de uma espécie de “contração fiscal expansionista” foi popularizada em particular pelos “*new democrats*” aliados do governo Clinton, como uma forma de defesa do plano fiscal de então, que previa a redução dos déficits ao mesmo tempo em que esperava uma dinamização da economia. O argumento central é o de que uma redução nos gastos públicos, através de seu impacto nas taxas de juros, estimularia tanto a demanda agregada no curto prazo quanto a oferta de bens e os investimentos no longo prazo (SERRANO & BRAGA, 2006). Mostrando-se assim, de fato, uma verdadeira “contração fiscal expansionista”. Mais que isso, o mero anúncio de uma contração fiscal seria suficiente para alterar as expectativas dos agentes, levando-os, através de variados mecanismos, a reduzirem a taxa de juros longa e aumentarem o nível de investimento e produção.

---

mais um ativo da economia, e não como seu ativo central, como na teoria keynesiana-marxista. Esta postura se coaduna completamente com a hipótese monetarista, mas parece encontrar pouca afinidade com a realidade factual, onde não parece haver limite visível para a colocação de títulos da dívida para países como EUA e Japão. Ademais, essa abordagem enfrenta inadequações teóricas fundamentais, decorrentes da violação do princípio da demanda efetiva.

<sup>11</sup> Esta expressão cunhada por Joan Robinson aparece aqui englobando não apenas a “síntese-neoclássica” tradicional mas também a escola “novo-keynesiana”. Mais uma vez, apesar de sabedores das inúmeras diferenças metodológicas entre tais escolas, para os propósitos deste artigo consideramos que ambas compartilham de uma matriz similar no que tange a determinação da taxa de juros, por esta razão sendo classificadas na mesma seção.

<sup>12</sup> Detalhes na sistematização de Snowdone e Vane (2005).

O efeito esperado de um anúncio crível de uma elevação futura da poupança pública (ou, visto de outra forma, uma contração fiscal) seria expansionista no caso de (i) rebaixar as taxas de juros longas, elevando assim a demanda por investimento privado, caracterizando um efeito de *crowding-in*<sup>13</sup> ou (ii) reduzindo o prêmio de risco cobrado pela rolagem da dívida pública, em casos em que a trajetória fiscal aparenta ser insustentável<sup>14</sup>.

Várias versões destes argumentos podem ser encontradas na literatura, mas nos atentaremos aqui para aquele que acreditamos guardar maior similaridade com as propostas encontradas no Brasil acerca do ajuste fiscal, qual seja, aquele inspirada na síntese neoclássica, presente na versão IS-LM (BARBA, 2001), e que relaciona diretamente resultados fiscais do governo (via redução do prêmio de risco da dívida) a uma queda nas taxas de juros.

A questão central que fica em aberto nesta abordagem é como estabelecer um teto para a dívida pública, em face ao “prêmio de risco”. A partir de que momento, acréscimos na dívida levarão a uma crescente desconfiança do mercado em relação à capacidade do governo fazer frente aos fluxos de pagamento oriundos deste passivo público? Caso a dívida pública ultrapasse tal patamar limite, a desconfiança, por sua vez, levaria a uma pressão altista nas taxas longas de juros. Isto ocorreria em razão da expectativa de moratória ou de intervenção “indevida” do governo no mercado de títulos, cujo objetivo da intervenção seria o de financiar a rolagem de seus títulos (por exemplo, através de algum tipo de taxação sobre o preço do cupom). Com essas expectativas, os agentes se antecipam e exigem um “prêmio” maior.

Do ponto de vista teórico, não é possível estabelecer um limite superior para o endividamento público, a partir do qual a cobrança de um “prêmio de risco” impõe uma pressão altista para as taxas longas. Apesar de alguns textos apontarem que uma dívida que represente mais de dois terços do PIB apresente problemas para sua rolagem, a experiência internacional não nos ajuda muito a estabelecer tal teto. Devido à diferença econômica entre os países, a capacidade de renovação da dívida em sua própria moeda sem adição de um prêmio de liquidez varia conforme a posição da moeda do país dentro da hierarquia monetária existente (BELLUZZO & CARNEIRO, 2004). Os casos japonês e americano são exemplares deste ponto de vista.

Por outro lado, se é a relação dívida/PIB que importa para estabelecer um limite superior ao endividamento público, é possível estabelecer que uma política fiscal expansionista seja positiva tanto do ponto de vista do nível de endividamento e da redução do prêmio de risco pago pela rolagem da dívida, quanto do ponto de vista da elevação da renda e do emprego. Isto por que caso a taxa de crescimento do produto supere a taxa de juros paga sobre a dívida pública, a relação dívida/PIB apresentará uma tendência declinante, ensejando assim uma redução das taxas de juros longas e provocando um efeito expansionista no curto e no longo prazo. A suposição de que déficits nominais possuem um efeito líquido negativo sobre a relação dívida/PIB só pode ser verídica caso desconsideremos os efeitos multiplicador e acelerador que o gasto público impõe sobre o ritmo de crescimento da renda e do produto.

Em nossa leitura, Oreiro (2011) não declara, mas parece ter esse cenário do prêmio de risco em mente quando defende um ajuste fiscal com o objetivo de reduzir as taxas de juros. Assim afirma:

<sup>13</sup> “When a current fiscal retrenchment is accompanied by a credible announcement of a future restrictive fiscal stance, the contractionary effect of the former could be offset by the expansionary effect of the latter: future contractions in economic activity will reduce future short-term interest rates; these reductions, through the term structure, lower and long-term interest rate and thus stimulate current investment and consumption” (BARBA, 2001, p. 69).

<sup>14</sup> “Another explanation of the anti-Keynesian effects of fiscal policy, alternative to the flow argument presented in the previous paragraph, has been developed focusing on the government’s budget constraint. Current and expected fiscal retrenchments, lowering the present and expected level of public debt stock, may reduce the current interest rate and stimulate current consumption and investment. As in the previous case, there could be a crowding-in of more than 100%. Once again, the role of the interest rate is fundamental. However, its reduction is not related to a reduction of the demand for money, but to a reduction of the risk premium required to subscribe public bonds when fiscal policy appears to be on an unsustainable course” (BARBA, 2001, p.70).

“Com efeito, não só o setor público consolidado continua gerando expressivos déficits nominais (na casa de 3% ao ano em 2008 e 2009), como ainda os encargos financeiros da dívida pública (juros e amortizações) superam em cerca de 5 vezes o montante de superávit primário gerado a cada ano. Dessa forma, o Estado brasileiro ainda possui uma postura financeira Ponzi, o que eleva o risco de financiamento do Tesouro, aumentando enormemente o poder de mercado dos compradores de títulos, os quais podem exigir taxas de juros mais altas para a colocação dos papéis do governo. Conclui-se, assim, que a redução da taxa real de juros de curto-prazo no Brasil passa, portanto, pela extinção das LFTs e pela realização de um ajuste fiscal que viabilize a zeragem do déficit nominal do setor público” (OREIRO, 2011).

Ao afirmar que as taxas de juros elevadas encontradas hoje no Brasil decorrem, mesmo que em parte, do “elevado risco do financiamento do tesouro”, o autor explicita sua proximidade com o raciocínio presente na via da síntese neoclássica ou dos novo-keynesianos, onde a redução dos juros passa pela redução do prêmio de risco elevado (ligado às expectativas dos agentes frente ao comportamento do Estado), derivado da trajetória “insustentável” da dívida pública. Que, no caso brasileiro, o autor reputa, em nossa opinião equivocadamente, como uma postura “Ponzi”.

Além de identificarmos o caminho teórico percorrido por Oreiro (2011),<sup>15</sup> o caso do endividamento público brasileiro, como veremos nas seções seguintes, não apresenta uma “trajetória Ponzi”, como nos quer fazer crer Oreiro (2011). Sendo assim, tal proposta não apenas apresenta fragilidades teóricas inescapáveis (dificuldade de estabelecer nível máximo de endividamento e suposições questionáveis sobre o efeito líquido do gasto público) como tentaremos demonstrar que em nada se coaduna com a realidade brasileira no que tange a evolução do endividamento público. Ademais, a posição “Ponzi” refere-se a agentes privados que, diferentemente do Estado, não tem como arbitrariamente elevar seu fluxo de rendimentos, seja via emissão monetária ou alterações na política econômica. Com isso, a ideia da existência de um Estado nacional Ponzi em sua própria moeda é um contrassenso, sendo apenas possível assumir uma posição Ponzi em moeda estrangeira, dado que ao Estado nacional não é facultado a emissão deste ativo particular.

Com isso em mente, qual seria o canal de transmissão ajuste fiscal-juros? Após a realização do ajuste fiscal, decorreria a redução dos prêmios de risco da dívida e, assim sendo, a possibilidade de quedas mais acentuadas nas taxas de juros. Tal queda concorreria, primeiro, para a elevação do investimento privado, substituindo assim o gasto público cortado para a realização de um superávit em conta corrente.<sup>16</sup> Segundo, a redução das taxas de juros poderia facilitar um movimento de desvalorização cambial, que teria impactos positivos no que diz respeito às exportações e ao setor externo como um todo. O efeito expansionista derivado da redução dos juros seria compensado pelo efeito contracionista oriundo dos superávits fiscais mais elevados, não gerando maiores pressões inflacionárias e configurando um perfeito cenário de *crowding-in*, onde se substitui gasto público por gastos privados. Especulando sobre a formulação de Oreiro e Paula (que não esclarecem os canais de transmissão entre ajuste fiscal-juros), nos parece que a ideia seria: reduzir o prêmio de risco contando com a racionalidade dos agentes após o ajuste fiscal e, também, permitir uma substituição do gasto público, por gasto privado, mais exportações, decorrentes de uma queda na taxa de juros (seja via expectativas racionais, seja via IS-LM).

<sup>15</sup> Seja em sua versão tradicional do IS-LM (ou IS-LM-BP) ou na versão novo keynesiana, da contração fiscal expansionista.

<sup>16</sup> A proposta de superávits em conta corrente aparece em Oreiro e Paula (2009), onde os autores afirmam que uma política novo-desenvolvimentista deva perseguir metas de superávits fiscais que cubram tanto as despesas correntes quanto o pagamento de juros, excluindo as despesas com investimentos, que estariam incluídas no orçamento de capitais. Apesar dessa proposta guardar semelhança com as propostas de orçamentos fiscais de Keynes, ela se diferencia em um ponto fundamental: para Keynes, o orçamento corrente deveria estar equilibrado, enquanto o orçamento de capitais poderia apresentar déficits, já que estes se financiariam no médio/longo prazo pelo fluxo de renda gerado por tais investimentos. Já na proposta de Oreiro e Paula (2009), com o objetivo de reduzir a relação dívida/PIB, o orçamento corrente deve apresentar um superávit que financie total ou parcialmente o orçamento de capitais. Esta proposta nos parece fazer pouco sentido, pois mesmo com um déficit no orçamento de capitais e um mero equilíbrio (e não superávit) no orçamento corrente, seria absolutamente plausível reduzir a relação dívida PIB dado o efeito dinâmico dos gastos com investimento, que elevam o ritmo de crescimento do produto.

Sendo assim, tal proposta não apenas apresenta fragilidades teóricas inescapáveis (dificuldade de estabelecer nível máximo de endividamento e suposições questionáveis sobre o efeito líquido do gasto público) como também não se coaduna com a realidade brasileira no que tange a evolução do endividamento público, que apresente uma trajetória benigna mesmo na ausência de elevados superávits correntes.

### 3.3 – *A via keynesiana: uma leitura “keynesiano-marxista”*<sup>17</sup>

Com o objetivo de entender um possível canal de transmissão teórico keynesiano, de modo que a dívida pública afete a taxa de juros, é preciso, primeiro, compreender a essência da teoria dos juros proposta por Keynes (1992, 1973a, 1973b, 1973c, 1973d) na Teoria Geral e em escritos posteriores à sua obra principal, na qual o autor definitivamente rompe com a tradição por ele denominada de “clássica” e constrói uma formulação alternativa.

Antes de apresentar a taxa de juros keynesiana, é importante deixar claro o porquê de a poupança macroeconômica<sup>18</sup> ser irrelevante para a determinação da taxa de juros.

Em geral, o princípio da demanda efetiva, formulado por Keynes (1992) e Kalecki (1983),<sup>19</sup> garante que o total de dispêndios determina o montante da renda, em um determinado período contábil. Em uma economia mercantil e monetária, a decisão possível é a decisão de *gastar*, ou seja, não é possível decidir o quanto *ganhar*. Dessa forma, quem tem dinheiro (ou crédito) tem o poder de decidir o dispêndio. Essa é a decisão fundamental: quanto gastar. Isso significa que a renda agregada é um fluxo idêntico e determinado pelo montante das despesas. A poupança, por sua vez, sendo o fluxo de renda descontado o consumo, é um mero fluxo macroeconômico residual. Se considerarmos a demanda agregada como composta por consumo e investimento, a poupança é idêntica e determinada pelo fluxo de investimento, em um período contábil.

Assim, uma vez que a poupança é um fluxo residual, idêntico e determinado pelo investimento, é teoricamente equivocado supor que exista uma função de “oferta” de poupança, positivamente sensível ao patamar de juros, que se equilibra, via flutuação da taxa de juros, com uma função demanda por recursos para investimento, negativamente sensível aos juros. Afinal, com a demanda efetiva fica claro, teoricamente, que o fluxo de poupança macroeconômica não financia o investimento, mas o fluxo de poupança é sempre idêntico e determinado pelo montante de investimento, em um determinado período contábil.

Na abordagem keynesiana-marxista, a decisão que afeta a taxa de juros não é a alternativa entre consumir, ou poupar. Não depende da oferta de poupança vis-à-vis a demanda por investimento. A taxa de juros é um fenômeno monetário relacionado com a esfera da circulação da riqueza. A taxa de juros depende da forma pela qual os detentores de riqueza optam por alocar seu estoque de poder de compra. Portanto, é resultado do grau de liquidez desejado pelos detentores da riqueza. Dessa compreensão, pode-se afirmar que a taxa de juros é um fenômeno monetário. Ou seja, depende da preferência dos agentes por liquidez. Em outras palavras, a taxa de juros está sujeita ao grau de disposição dos detentores de riqueza em abrir mão de liquidez. Grau esse que está sujeito às convenções formadas no mercado.

<sup>17</sup> Keynes, assim como todo grande autor, admite diferentes formas de interpretação. Há leituras, por exemplo, que partem da abordagem marshalliana e então buscam entender a contribuição de Keynes. Aqui, inspirados pela tradição da Unicamp, propomos que Keynes seja lido a partir de contribuições de Marx, principalmente no que se refere ao seu entendimento sobre a lógica da valorização e da circulação da riqueza.

<sup>18</sup> Buscando evitar confusão, buscaremos denominar de “poupança” o que se entende por “poupança macroeconômica”, o fluxo macro residual. O que se denomina comumente de “poupança financeira”, vamos nos referir como estoque de riqueza.

<sup>19</sup> Para discussões sobre a demanda efetiva, consultar Possas e Baltar (1981), Miglioli (1981), Macedo e Silva (1995a, 1995b) e Possas (1999).

Com o objetivo de desenvolver melhor a teoria dos juros keynesiana, concentremo-nos no esquema *finance* e *funding* proposto por Keynes (1973a, 1973b, 1973c, 1973d), que representam a circulação de crédito e capital em uma economia capitalista como propõe Carneiro (2009).

O *finance* é essencialmente um fundo rotativo (KEYNES, 1973b). As decisões empresariais de investimento são despesas que precisam de moeda para ocorrer, o que requer financiamento bancário, criação de crédito, ou *finance*. Então, o investimento *ex ante* é financiado por expansão de moeda bancária e não por poupança *ex ante* (poderia, alternativamente, ser financiado por lucros acumulados, um estoque de riqueza que também garante poder de compra e não se confunde com o fluxo de poupança). Dessa forma, o empresário investidor tem que ser satisfeito de duas formas. Primeiro, como obter *finance* de curto prazo no período de produção do investimento; segundo, ele pode buscar “alongar” (*fund*) suas obrigações de curto prazo, transformando-as em compromisso de longo prazo.

Analisando o processo a partir da perspectiva da circulação do crédito e do capital, a ampliação do investimento em uma economia exige moeda para se realizar, caso os investimentos não sejam feitos com lucros acumulados, nem com outras formas de riquezas pretéritas reservadas em moeda, é preciso que o sistema bancário ofereça o montante de moeda para permitir os investimentos, o que Keynes chamou de *finance*, ou financiamento. Os bancos criam depósitos à vista e portanto o crescimento do investimento ocorrerá se os bancos estiverem dispostos a oferecerem essa liquidez, portanto tornarem seus balanços menos líquidos. Ou seja, a disposição em oferecer o *finance*, depende, em grande medida, da disposição dos bancos em abrirem mão de posições líquidas. Dessa forma, compatível com o princípio da demanda efetiva, a decisão de gasto com investimento ocorre via criação, *ex nihilo*, de moeda bancária.

Efetivado esse gasto, viabilizado pela criação de crédito, haverá geração de renda, da renda total gerada, desconta-se o consumo e há um resíduo macroeconômico. O *finance*, como fundo rotativo, é uma falta momentânea de liquidez suprida pelos bancos (não por poupança *ex ante*), de modo que tão logo seja gasta, torna-se disponível para ser usada novamente. Portanto, amplia-se o crédito, a despesa com investimento gera renda e um fluxo macroeconômico residual (poupança). Consolidado esse fluxo residual, ele imediatamente se converte em estoque de riqueza sob a forma monetária ou financeira. Por fim, a decisão dos detentores desta riqueza adicional gerada (a partir de um *finance*) que resta é sobre a forma de alocação dessa riqueza nova e como fazer o financiamento longo, em outras palavras a decisão sobre o *funding*.

Nessa lógica de circulação de crédito e capital está a questão chave para os juros. No processo de circulação da riqueza nos mercados secundários, qual a situação da demanda por liquidez dos detentores de riqueza? Em Keynes (1992, 1973a, 1973b, 1973c, 1973d) a taxa de juros depende da oferta por moeda e demanda por moeda, ou liquidez. Vale insistir: isso não está relacionado com a abordagem da disponibilidade de “fundos de poupança emprestáveis”.

Isso significa que, com o futuro necessariamente incognoscível, considerando as propriedades da moeda (KEYNES, 1992, cap. 17)<sup>20</sup> e assumindo a moeda como o objetivo final de uma economia empresarial e monetária (ou capitalista) – à *lá* D-M-D’ (Dinheiro-Mercadoria-Dinheiro adicional) proposto por Marx<sup>21</sup> –, a forma pela qual os detentores de riqueza decidem alocar sua riqueza é a decisão chave para a taxa de juros. Em outras palavras, o grau de preferência dos detentores de riqueza para manterem suas carteiras mais (ou menos) líquidas afeta a taxa de

<sup>20</sup> A moeda não é um mero meio, é um ativo que possui atributos especiais que fazem a sua posse ser desejada. A posse da moeda não é uma “conveniência temporária” – como entende a ortodoxia –, uma vez que é um instrumento que reserva valor e poder de compra ao longo do tempo, isso dá ao proprietário da moeda segurança.

<sup>21</sup> A chave para entender essa convergência entre a concepção de moeda e, no limite, de capitalismo de Keynes e Marx, aqui superficialmente apresentados, é uma citação de Keynes (1980) sobre Karl Marx, na qual Keynes admite uma “fértil observação” apesar de julgar o uso de Marx dessa observação como “altamente ilógico”. Afirma: “He [Marx] pointed out that the nature of production in the actual world is not, as economists seem often to suppose, a case of C–M–C’, i.e. of exchanging commodity (or effort) for money in order to obtain another commodity (or effort). That may be the standpoint of the private consumer. But it is not the attitude of business, which is a case of M–C–M’, i.e. of parting the money for commodity (or effort) in order to obtain more money” (KEYNES, 1980, p. 81).

juros. Dessa forma, as taxas de juros de um sistema capitalista refletem o grau de preferência pela liquidez dos agentes, sejam eles demandantes de moeda para investimento, ou os fornecedores de *finance*, sejam eles tomadores das decisões sobre o *funding*.<sup>22</sup>

Nesta leitura keynesiana proposta, a taxa de juros depende da preferência pela liquidez, a qual, por sua vez, manifesta-se na circulação da riqueza. Nos termos de Keynes, manifesta-se na decisão dos detentores de riqueza sobre a alocação entre moeda (liquidez) ou títulos, em suas diversas qualidades e prazos, no mercado secundário.

A cada instante os agentes decidem sobre a forma de renovação do seu estoque de riqueza, de modo que alocá-lo em moeda ou títulos depende do que se espera da trajetória das taxas de juros no tempo. Assim, caso as opiniões dos detentores de riqueza sejam divergentes acerca dos juros no futuro, haveria equilíbrio nas decisões de posse de títulos e moeda. Porém, caso as opiniões sejam convergentes, essa polarização pressiona os preços dos títulos e as taxas de juros. Essa lógica ficou conhecida pelo esquema de atuação *bulls* e *bears* – que aparece primeiramente no *Treatise on Money* (KEYNES, 1971) e se repete em trabalhos posteriores –, o que significa que, caso as opiniões sejam altistas sobre os preços dos títulos, ou expectativa de baixa dos juros, a polarização de opinião *bull* se manifesta em menor preferência pela liquidez e reduz os juros. Por outro lado, a polarização contrária, em *bear*, reflete maior preferência por liquidez e alta nos juros. Dessa forma, a taxa de juros fica vulnerável às convenções estabelecidas pelos agentes sobre o futuro.

As diferentes taxas de juros do sistema e seus diferentes prazos, devem refletir os riscos de forma aproximadamente proporcional. Isso significa que o prazo de um título tem efeito sobre a sua taxa de juros. Note que o tempo é importante porque quanto maior o prazo de um título, maior é a possibilidade de variação da taxa de juros. E variar a taxa de juros significa possibilidade de uma desvalorização do valor presente e perda de capital, logo possibilidade de desvalorização do estoque de riqueza.<sup>23</sup> Portanto, a variação dos juros pode trazer ganhos ou perda de capital. Assim, as expectativas e opiniões sobre a trajetória dos juros no tempo afetam a preferência pela liquidez no presente (afetam a decisão dos detentores de riqueza sobre qual a forma mais segura de conservar seu poder de compra), o que tem efeito na determinação da taxa de juros no presente.

Compreendida essa lógica na determinação da taxa de juros, segundo a proposta keynesiana, retomemos o foco deste trabalho, qual seja, possíveis efeitos da política fiscal sobre a taxa de juros. Com o que se discutiu acima, abre-se a possibilidade teórica de que na renovação de títulos da dívida pública, em situação de alta preferência pela liquidez por parte dos detentores da riqueza, opiniões polarizadas podem (i) pressionar as taxas de juros do sistema como um todo; ou (ii) dependendo das condições do setor público vis-à-vis o privado, pode alterar o *spread* entre títulos públicos e privados (CARNEIRO, 2009, p. 20).

Afinal, uma convenção pessimista com relação à dívida pública pode levar os agentes a uma composição de portfólio mais cautelosa, com maior preferência pela liquidez, pressionando os juros como um todo para serem elevados. Ou os detentores da riqueza podem tomar decisões de composição de carteira que tornem os títulos públicos menos desejados que os privados, tornando os juros da dívida pública maiores e reduzindo o *spread* entre títulos públicos e privados. Dessa forma, há um poder dos detentores da riqueza, por meio da preferência pela liquidez e da convenção das opiniões, sobre o comportamento das taxas de juros.

A partir dessas conclusões, podemos entender que Belluzzo e Almeida (2010) supõem uma via de transmissão da política fiscal aos juros de forma compatível com essa abordagem. É possível, teoricamente, que a decisão de alocação da riqueza e a preferência pela liquidez sejam afetadas pela convenção em torno dos títulos do setor público e sua capacidade de renovar seus compromissos. Os detentores da riqueza podem pressionar para cima a remuneração dos títulos públicos. Essa

<sup>22</sup> Lembrando que o fornecimento do *finance* está sujeito à atuação do Banco Central. Isso quer dizer que o BC pode, por exemplo, dificultar o fornecimento de crédito e tornar os juros curtos mais altos. Já no caso das taxas longas, o BC tem menor capacidade de afetar as decisões do *funding*.

<sup>23</sup> Ver Minsky (2008b).

forma de poder dos “mercados” se reflete, então, seja na ampliação dos juros de todo o sistema, seja em uma eventual redução do *spread* entre juros públicos e privados.<sup>24</sup>

Portanto, é possível que uma política de déficits sucessivos e crescentes, por exemplo, formem uma convenção pessimista acerca do comportamento da dívida pública, o que pode dificultar e encarecer a rolagem da dívida do Estado. Isso quer dizer que há, teoricamente, uma via keynesiana entre política fiscal e taxa de juros.

A despeito da plausibilidade teórica de um efeito da política fiscal sobre os juros, isso não significa que os autores que defendem um rigor fiscal para arrefecer os juros brasileiros estejam corretos. A possibilidade teórica está sujeita a condições conjunturais que não coadunam com a realidade atual da economia brasileira. Para haver efeito sobre os juros é preciso que haja uma convenção pessimista sobre o setor público e manifestação de preferência pela liquidez de forma polarizada pelos detentores da riqueza. A seção seguinte dedica-se a mostrar que a trajetória do passivo público é bem comportada e não há sinais no mercado que indiquem por polarização contra os títulos da dívida brasileira. Isso nos indica que fazer um ajuste fiscal rigoroso tende a ter efeito baixo (no mínimo duvidoso) sobre as taxas de juros brasileiras.

#### **4 – Macroeconomia dos estoques: a dívida pública, seu tamanho, composição e trajetória**

A dinâmica do endividamento público brasileiro é fundamental se quisermos debater a possibilidade de manifestação de preferência por liquidez no ato da negociação, ou renovação, do estoque da dívida pública brasileira. A análise desenvolvida a seguir sugere que não há fundamentação econômica que leve os agentes a opiniões pessimistas polarizadas acerca da dívida pública brasileira. Primeiramente, será analisado o endividamento público bruto e sua evolução. Em um segundo momento, se analisará a composição do endividamento líquido, tanto do lado dos passivos (dívida bruta) quanto dos ativos financeiros do setor público. Por fim, faz-se uma breve análise acerca da trajetória do endividamento líquido, tendo em conta equações macroeconomias fundamentais.

##### **4.1 - A dívida bruta: trajetória, composição e prazo.**

A dívida bruta do setor público corresponde ao total de passivos acumulados pelas três esferas da união ao longo dos anos, ou seja, um estoque de obrigações financeiras a serem saldas pelo governo em um determinado período.

---

<sup>24</sup> Note que em nenhum dos casos há disputa por recursos entre o setor público e privado.

**Tabela 1 – Passivos selecionados do Setor Público e Dívida Bruta do governo geral: 2001-2010 (% PIB)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Dívida Bruta do Governo Geral</b>	62,5	67,3	61,7	56,7	56,7	56,4	58,0	57,9	62,8	60,1
<b>Interna</b>	48,6	48,0	47,5	45,4	47,8	50,1	53,6	53,1	59,2	56,7
<b>Externa</b>	13,9	19,2	14,2	11,4	8,9	6,4	4,4	4,8	3,5	3,4
<b>Dívida das empresas estatais</b>	5,6	5,6	4,6	3,7	3,0	2,4	2,1	1,9	1,7	1,6
<b>Depósitos no BC</b>	1,4	3,7	3,4	3,4	3,4	3,5	3,8	1,9	2,0	6,6
<b>Total de passivos</b>	73,6	81,6	73,9	68,4	67,9	67,4	69,4	66,6	71,8	73,1

Fonte: Ministério da Fazenda (2010).

Conforme pode ser observado na tabela acima, a dívida bruta federal (aqui não se considera as dívidas dos Estados e Municípios) como relação do PIB vinha apresentando uma trajetória de redução gradual desde o ano de 2003, tendo esta tendência interrompida no ano de 2007, acentuando-se em 2009 devido o advento da crise. Entretanto é possível observar que 2010 apresenta um cenário de retomada da redução desta relação, revelando assim uma trajetória benigna no que diz respeito ao tamanho do endividamento público bruto como relação do PIB. Outro fato importante a se destacar é o papel cada vez menor exercido pela dívida externa no endividamento total, representando atualmente apenas 3,4% do PIB. A redução da dívida externa é um importante sinal de solvência, tendo em vista que a dívida em questão é denominada em moeda forte, não emitida internamente pelas autoridades monetárias nacionais.

Do ponto de vista da composição, a análise deve ser realizada levando em conta duas dimensões. A primeira é o tipo de remuneração a que a dívida esta atrelada, ou seja, se ela é prefixada, acompanha a variação cambial, a taxa Selic ou algum outro indicador de preço. A atual composição da dívida mobiliária federal (dívida bruta do governo federal) pode ser observada na tabela abaixo.

**Tabela 2 – Composição da Dívida Pública Federal: 2010-2011 (R\$ bi e em % total da dívida)**

Mês	Prefixado		Índice Preços		Taxa Flutuante		Câmbio		Total	
jan/10	411,51	28,23%	410,19	28,14%	533,83	36,62%	102,13	7,01%	1.457,66	100,00%
fev/10	433,55	29,00%	421,43	28,19%	542,94	36,32%	97,05	6,49%	1.494,97	100,00%
mar/10	452,23	30,25%	431,66	28,87%	517,05	34,58%	94,18	6,30%	1.495,12	100,00%
abr/10	502,34	31,69%	439,05	27,70%	552,66	34,87%	91,01	5,74%	1.585,07	100,00%
mai/10	522,16	32,34%	439,62	27,23%	558,55	34,60%	94,09	5,83%	1.614,42	100,00%
jun/10	545,74	33,85%	446,73	27,71%	524,96	32,56%	94,98	5,89%	1.612,41	100,00%
jul/10	525,52	32,82%	451,39	28,19%	532,86	33,27%	91,61	5,72%	1.601,38	100,00%
ago/10	560,21	34,62%	426,51	26,36%	538,58	33,28%	92,81	5,74%	1.618,11	100,00%
set/10	586,58	36,07%	431,46	26,53%	517,51	31,82%	90,61	5,57%	1.626,17	100,00%
out/10	582,34	35,40%	440,47	26,78%	532,59	32,38%	89,53	5,44%	1.644,93	100,00%
nov/10	600,50	36,04%	442,26	26,54%	534,86	32,10%	88,72	5,32%	1.666,35	100,00%
dez/10	620,60	36,63%	451,30	26,64%	535,11	31,59%	87,02	5,14%	1.694,04	100,00%
jan/11	539,18	33,10%	459,26	28,19%	546,31	33,54%	84,24	5,17%	1.628,99	100,00%

Fonte: Tesouro Nacional (2011).

A tabela acima mostra a composição da Dívida Pública Federal (DPF), que somada em todas as suas formas atinge algo em torno de R\$ 1,6 trilhões, sendo a maior parte desta dívida é a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), cerca de 95% da dívida total. Parte expressiva da

dívida (DPF) é composta de títulos pré-fixados (33,10%) e títulos atrelados a taxa Selic (33,54%). A parcela da dívida atrelada ao câmbio é bastante reduzida (5,17% do total), o que nos garante certa estabilidade da dívida em momentos de grande variação da taxa de câmbio. A manutenção de uma elevada quantidade de dívida pré-fixada serve como um piso para a queda da taxa média de juros incidente sobre a dívida total. Por outro lado, garante certa estabilidade em casos de necessidade de elevações súbitas na taxa de juros.

A questão central a ser ressaltada é que o baixo atrelamento da dívida à taxa de câmbio e a crescente elevação do volume de dívida pré-fixada reduz o risco de elevações autônomas no estoque de endividamento derivadas de desvalorizações cambiais ou elevação dos juros. Apesar de ainda possuir um conteúdo considerável de títulos atrelados a SELIC, a redução deste tipo de papel em detrimento dos papéis pré-fixados nos garante que o nível de endividamento não assuma uma trajetória explosiva, reduzindo assim o prêmio de risco que deve ser cobrado dos títulos.

A segunda dimensão que deve ser observada quando analisamos a composição da dívida é seu prazo, ou seja, o tempo médio de resgate dos títulos. A tabela a seguir mostra o panorama da duração da DPF brasileira.

**Tabela 3 – Vencimento da Dívida Pública Federal: 2010-2011 (R\$ bi e em % total da dívida)**

Mês	Até 12 meses		De 1 a 2 anos		De 2 a 3 anos		De 3 a 4 anos		De 4 a 5 anos		Acima de 5 anos		Total	
jan/10	369,62	25,36%	313,48	21,51%	172,99	11,87%	176,89	12,14%	118,34	8,12%	306,34	21,02%	1.457,66	100,00%
fev/10	369,53	24,72%	317,68	21,25%	183,41	12,27%	188,89	12,64%	120,38	8,05%	315,07	21,08%	1.494,97	100,00%
mar/10	358,97	24,01%	324,51	21,70%	211,14	14,12%	204,88	13,70%	111,08	7,43%	284,54	19,03%	1.495,12	100,00%
abr/10	400,28	25,25%	328,50	20,72%	230,92	14,57%	217,60	13,73%	113,25	7,14%	294,53	18,58%	1.585,07	100,00%
mai/10	442,79	27,43%	297,21	18,41%	270,41	16,75%	189,60	11,74%	142,26	8,81%	272,15	16,86%	1.614,42	100,00%
jun/10	416,96	25,86%	283,52	17,58%	305,29	18,93%	173,07	10,73%	151,77	9,41%	281,80	17,48%	1.612,41	100,00%
jul/10	451,97	28,22%	283,88	17,73%	251,13	15,68%	177,74	11,10%	154,75	9,66%	281,91	17,60%	1.601,38	100,00%
ago/10	426,68	26,37%	337,28	20,84%	220,54	13,63%	194,54	12,02%	149,40	9,23%	289,66	17,90%	1.618,11	100,00%
set/10	406,96	25,03%	366,59	22,54%	270,02	16,60%	184,66	11,36%	130,06	8,00%	267,87	16,47%	1.626,17	100,00%
out/10	376,33	22,88%	366,45	22,28%	296,66	18,03%	186,50	11,34%	142,00	8,63%	277,00	16,84%	1.644,93	100,00%
nov/10	392,16	23,53%	355,27	21,32%	305,80	18,35%	186,05	11,16%	143,28	8,60%	283,80	17,03%	1.666,35	100,00%
dez/10	404,74	23,89%	339,01	20,01%	319,94	18,89%	184,77	10,91%	153,81	9,08%	291,76	17,22%	1.694,04	100,00%
jan/11	392,57	24,10%	337,78	20,74%	281,21	17,26%	166,02	10,19%	157,88	9,69%	293,53	18,02%	1.628,99	100,00%

Fonte: Tesouro Nacional (2011).

Nota-se que praticamente 60% da dívida total está possui um prazo de maturação curto, de até 3 anos. O problema da maturidade curta se revela no momento da rolagem da dívida, ou seja, da troca do papel por vencer por um novo título da dívida. Neste momento, a depender das condições macroeconômicas da ocasião, o detentor da dívida pode exigir um prêmio maior pela troca dos papéis, o que forçosamente eleva o custo da dívida, deteriorando assim o perfil do gasto público. Outro impacto verificado pelo prazo diminuto observado na dívida brasileira é o fato de os investidores se posicionarem acentuadamente na posição altista, buscando ganhos de curto prazo. Caso houvesse uma maior quantidade de títulos longos, os investidores detentores de tais títulos pressionariam a taxa de juros para baixo, equilibrando melhor as posições compradas e vendidas, reequilibrando o jogo das forças políticas do mercado. Seria altamente desejável, portanto, uma extensão nos prazos de maturação da dívida, abrindo possibilidade assim para uma maior autonomia na condução da política monetária por parte do Banco Central sem a necessidade da rolagem constante dos títulos da dívida pública e com menores pressões altistas no curto prazo.

#### 4.2 - A dívida líquida do setor público: uma análise do atual cenário

A dívida líquida do setor público (DLSP) nada mais é que um estoque de obrigações financeiras acumulados pela União, Estados e Municípios ao longo dos anos (a dívida bruta), subtraídos os recursos existentes para fazer frente a tais obrigações (uma série de ativos financeiros de maior ou menor liquidez). A importância deste indicador está no fato dele, diferentemente do conceito de dívida bruta, captar as oscilações dos estoques passivos do setor público vis-à-vis seus ativos, incluindo aí o custo fiscal da manutenção de ativos de baixa rentabilidade, como é o caso das reservas cambiais e que será discutido a seguir.

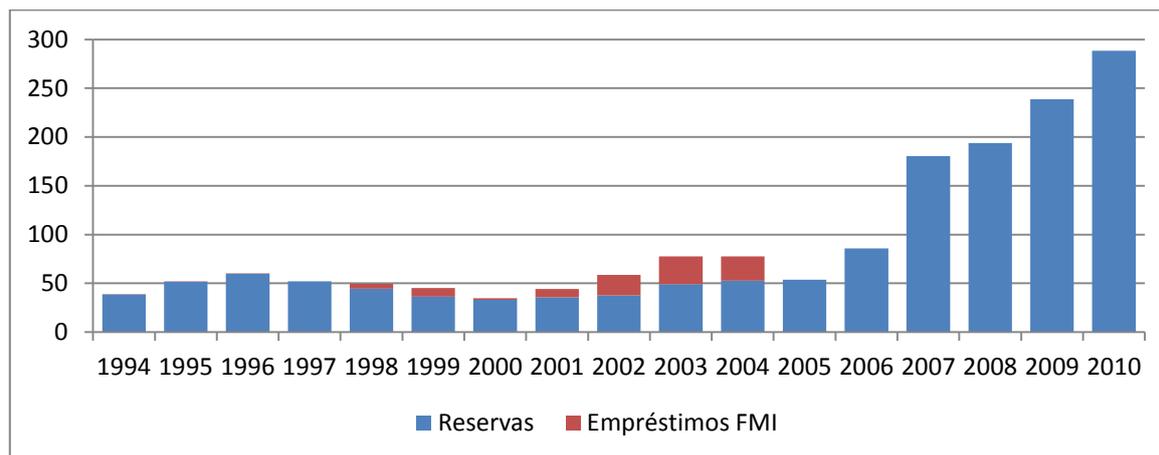
**Tabela 4: Evolução DLSP e pagamento líquido de juros do Setor Público: 2002-2010 (R\$ bi e % PIB)**

Ano	DLSP	Juros líquidos	DLSP	Tx. Juros implícita sobre DLSP	Pag. Líquido juros
2002	785,24	112,77	53,13%	14,36%	7,63%
2003	899,39	144,06	52,91%	16,02%	8,47%
2004	959,26	127,97	49,41%	13,34%	6,59%
2005	996,50	157,03	46,41%	15,76%	7,31%
2006	1.068,31	160,72	45,09%	15,04%	6,78%
2007	1.150,47	161,72	43,23%	14,01%	6,06%
2008	1.195,42	163,66	39,78%	13,69%	5,45%
2009	1.274,43	168,27	40,55%	13,20%	5,35%
<b>JUL2009- JUN2010</b>	1.338,27	181,54	40,01%	13,57%	5,43%

Fonte: Santos e Macedo e Silva (2010).

O primeiro aspecto a ser destacado quanto a DLSP se refere a seu tamanho, tanto absoluto quanto em relação ao PIB. Conforme pode se notar na tabela 4, a dívida líquida no ano de 2010 alcançou o valor de R\$1.338 trilhões, ou algo em torno de 40% do PIB. Com uma taxa média de juros sobre a dívida de 13,57%, o gasto com pagamento de juros da dívida ficou em torno de R\$ 181 bilhões em 2010, representando 5,43% do PIB. Apesar de ser possível observar um crescimento contínuo do total da DLSP, nota-se também que seu crescimento é inferior ao crescimento do PIB, o que garante uma trajetória descendente da relação DLSP/PIB. Outro fato importante a se notar é que desde 2003 observamos uma tendência a redução na taxa média de juros que incide sobre o principal da dívida, fato que somado ao crescimento mais acelerado do PIB (em particular a partir do ano de 2006) nos garante uma redução significativa na relação carga de juros/PIB, variável fundamental para criar “espaço fiscal” para o avanço dos investimentos públicos.

Por fim, já tendo percorrido acerca dos passivos públicos, é necessário tratar dos ativos financeiros geridos pelo setor público, que reduzem o tamanho da DLSP. O principal destes ativos atualmente são as reservas internacionais, que em 2010 podem alcançar algo em torno de US\$ 260 bilhões.

**Gráfico 1 – Reservas Internacionais e Empréstimos do FMI: 1994-2010 (US\$ bi)**

Fonte: Ministério da Fazenda (2010).

As reservas internacionais são fundamentais para um país como o Brasil, que não possui moeda conversível (CARNEIRO & BELLUZZO, 2004), pois ela compõe um verdadeiro “seguro” contra a explosão do endividamento. No caso de desvalorizações cambiais acentuadas (ainda que fora do horizonte atual das expectativas), o fato de ser credor externo líquido (possuir uma reserva internacional significativa vis-à-vis os passivos) significa que reduz o endividamento líquido. Ademais, tal nível de reservas também gera um “desincentivo” para aqueles que queiram especular contra o real, forçando desvalorizações excessivas, pois o Banco Central dispõe de elevada capacidade de intervenção no mercado de divisas para, se assim desejar, manter uma trajetória mais estável da própria taxa de câmbio. Por fim, este nível de reservas também garante certa tranquilidade no que tange a déficits pontuais de conta corrente, apesar de ser insuficiente para fazer frente caso tais déficits se tornem sistemáticos.

No entanto, não há apenas aspectos positivos na manutenção de elevados níveis de reservas cambiais. Tais ativos são mantidos, em geral, em títulos de alta credibilidade e liquidez, em particular os títulos da dívida norte-americana, que por sua vez rendem uma taxa de juros muito inferior (*Federal fund rate*) aquela praticada pelo Brasil (SELIC), gerando assim um custo fiscal que tem que ser considerado para a manutenção das reservas. Tal custo corresponde a um custo de oportunidade, ou seja, o que poderia render tal montante de reservas se aplicados em ativos de maior rentabilidade. No entanto tal custo representa, na realidade, um custo fiscal de carregamento deste “seguro” contra explosão da dívida, custo este que em 2010 alcançará algo em torno de US\$ 5 bilhões<sup>25</sup>.

#### 4.3 – Dívida líquida do setor público: uma análise de sua dinâmica.

Para além das considerações acerca do atual patamar que se encontra o endividamento, é importante destacar como o processo de aumento ou redução da dívida líquida do setor público se dá e quais suas perspectivas. A dinâmica da DLSP depende, fundamentalmente, de três variáveis-chave: o resultado primário (RP), a carga de juros (J) e a conta de ajustes patrimoniais (AP). Podemos construir a equação da dinâmica da DLSP desta forma:<sup>26</sup>

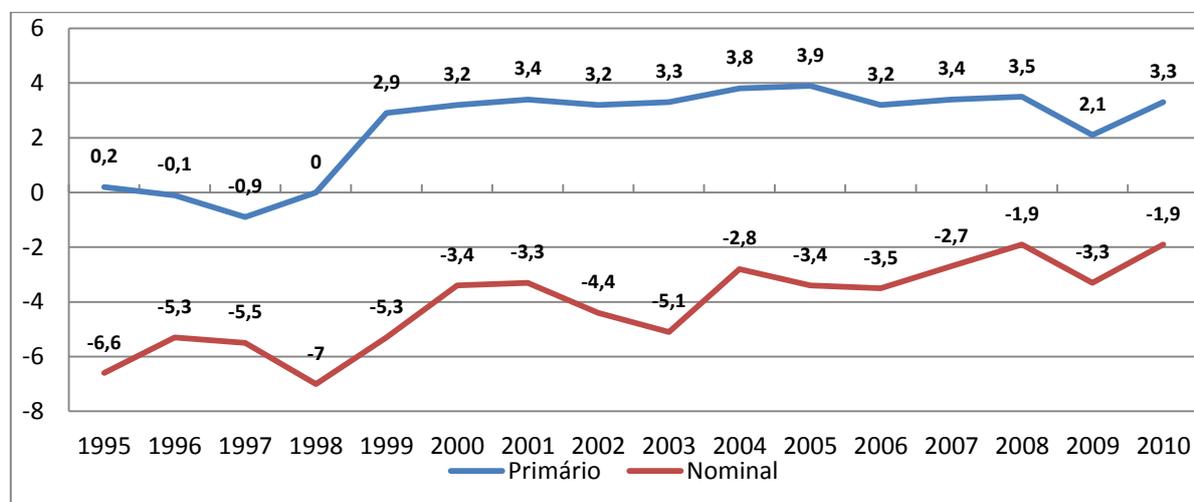
<sup>25</sup> Informação retirada de matéria publicada no site <http://www.advivo.com.br/blog/luisnassif/o-custo-das-reservas-internacionais>

<sup>26</sup> Esta equação mostra a dinâmica da DLSP em termos absolutos. Ao longo desta seção, este indicador será analisado como proporção do PIB, sendo assim necessário dividir ambos os lados da equação pelo PIB para obtermos tal dinâmica. A vantagem de analisar o endividamento como proporção do PIB é obter uma medida relativa do nível de

$$DLSP_t = DLSP_{t-1} - RP + JUR \pm AP$$

O resultado primário nada mais é que do que a diferença entre o total de arrecadação e de gastos não financeiros do setor público, em um determinado período contábil. Como é possível observar no gráfico abaixo, o resultado primário do setor público total (incluindo União, estados e municípios) gira em torno de 3,3% do PIB, forçando desta forma uma redução na DLSP (como proporção do PIB).

**Gráfico 2 – Resultado primário e nominal do setor público: 1995-2010 (% PIB)**



Fonte: Ministério da Fazenda (2010).

Por outro lado, apesar da manutenção de elevados índices de superávit primário, podemos observar recorrentes déficits nominais nas contas do setor público, tendo em vista que tal conceito engloba o resultado primário somados os pagamentos de encargos financeiros da dívida pública, que alcançam valores em torno de 5,4% do PIB no período. Desta maneira, a DLSP se eleva na magnitude do déficit nominal do setor público, que pode ser parcialmente compensado ou reforçado por variações patrimoniais nos ativos e dívidas detidos pelo governo. O exemplo mais evidente destes ajustes patrimoniais é em relação a valorização ou desvalorização da moeda nacional face a moeda central, onde os ativos e dívidas nominados em moeda estrangeira e detidos pelo governo brasileiro variam em seu valor em reais.

O resultado positivo ou negativo da conta de ajustes patrimoniais depende fundamentalmente da composição e tamanho dos ativos e das dívidas em moeda estrangeira. Caso o valor dos ativos supere o valor das dívidas, uma desvalorização cambial será positiva sob o ponto de vista do endividamento, pois apesar de ativos e dívidas em moeda estrangeira sofrem variações positivas em seu valor, o ganho patrimonial obtido pela valorização dos ativos supera a elevação do endividamento externo advindo da valorização da dívida estrangeira. Caso o contrário ocorra, ou seja, o governo possua mais dívidas do que ativos denominados em moeda estrangeira, uma desvalorização cambial significa uma perda patrimonial, elevando o endividamento público.

É por este motivo que as desvalorizações ocorridas nos anos de 1999 e 2002, quando o Brasil ainda padecia de um elevado nível de endividamento externo e possuía parcela relevante de sua dívida interna atrelada a variação cambial, foram altamente negativas sob o ponto de vista do endividamento público líquido, enquanto a desvalorização de 2008 foi positiva, reduzindo o endividamento público, pois a posse de elevados níveis de reserva cambial e de uma dívida externa e indexada ao dólar de pequena monta fez com que os ganhos com os ativos em moeda estrangeira mais que compensassem a elevação do endividamento externo.

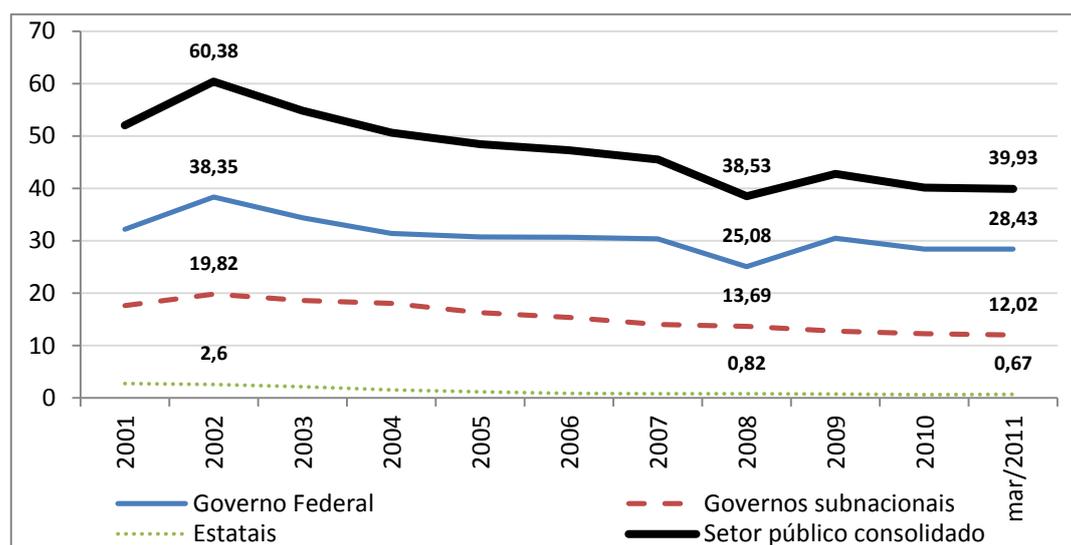
endividamento, e não apenas um número absoluto, que possui pouco significado econômico, como é o caso da DLSP total.

**Tabela 5 – Déficit Nominal (DN) e Ajustes Patrimoniais (AP): 1996-2008 (% do PIB)**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
DN	5,33	5,5	6,9	5,28	3,37	3,29	4,42	5,13	2,79	3,38	3,54	2,69	1,9
AP	1,87	-1,32	0,94	6,99	0,57	5,69	10,2	-2,92	-0,3	-0,9	-0,27	0,62	-3,47

Fonte: Santos (2010).

O fato importante a ser ressaltado aqui é que a dinâmica do endividamento público líquido total tem sido de elevação apesar dos esforços fiscais do governo. Tal elevação decorre fundamentalmente do custo fiscal do pagamento de encargos da dívida, que superam 5% do PIB ao ano. Por outro lado, a evolução desta dívida não é motivo de preocupação imediata, pois mantendo o atual ritmo de crescimento do PIB (algo em torno de 4 a 5% do PIB) e da dívida (2% a.a.) o indicador da DLSP/PIB tende a se reduzir gradativamente, conforme podemos observar no gráfico 3. A mera manutenção do atual cenário nos leva a uma trajetória benigna do endividamento público, não sendo necessários<sup>27</sup> novos “ajustes” para alcançar tal quadro. As propostas que versam em torno da realização de superávits nominais tendem a ligar os gastos públicos correntes a elevação da DLSP, que por sua vez impediria a redução mais veloz dos juros. O que se procurou demonstrar até aqui é que este argumento fiscalista acerca da política monetária não encontra respaldo nos dados, que apontam na direção de uma melhoria da relação DLSP/PIB (em particular devido a elevação maior do PIB nos últimos anos), além de reforçarem o fato de que a dinâmica tanto dívida bruta quanto da DLSP é subordinada a dinâmica das taxas de juros correntes.

**Gráfico 3 – Evolução da DLSP: dez 2001-mar 2011 (% PIB)**

Fonte: Banco Central

O problema central a ser enfrentado, portanto, não é um pretenso descontrole dos gastos correntes, mas sim a redução sistemática das taxas básicas de juros que incidem sobre a dívida pública. Conforme afirma Carneiro (2010), não há nenhuma evidência que aponte que o atual patamar da taxa de juros brasileira esteja vinculado a seus resultados fiscais ou ao tamanho da

<sup>27</sup> Caso se realize um forte esforço fiscal com o objetivo de melhorar a trajetória da dívida via redução dos juros, e esta queda não ocorrer, o impacto único do ajuste fiscal será na redução da atividade. Sendo assim, ao invés de lograr uma redução na relação dívida/PIB, corre-se o risco de elevar esta relação devido à queda no ritmo de crescimento do produto, revelando uma trajetória maligna e não benigna da mesma.

dívida pública<sup>28</sup>. É importante ressaltar, porém, que talvez haja alguma relação da taxa de juros com a composição da dívida pública, entretanto tal hipótese em nada se relaciona com a obtenção de superávits nominais, pois tal feito apenas elevaria a velocidade<sup>29</sup> da redução da relação DLSP/PIB, sem no entanto alterar sua direção, que já é de queda.

No atual patamar do endividamento público brasileiro, não há razões teóricas ou práticas para acreditar que um ritmo mais acelerado de queda na relação DLSP/PIB seja uma variável central para explicar a redução maior da taxa de juros, já que nossa relação DLSP/PIB não apenas vem caindo, como se encontra em patamares confortáveis no que diz respeito à comparação internacional.<sup>30</sup> Ao contrário, nos parece que o alongamento dos prazos da dívida pública (ou seja, alterações em sua composição) depende muito mais de reduções da taxa básica de juros do que de elevações no superávit primário em vistas da obtenção de superávits nominais. Isto por que a criação de uma curva longa da taxa de juros só seria possível em patamares menores da taxa básica de juros (SELIC), possibilitando assim a emissão de títulos da dívida de mais longa duração que não entrem no mercado a preços proibitivos.

A trajetória do endividamento público brasileiro sinaliza-se como saudável, não somente a partir dos dados aqui apresentados, mas também pela avaliação de agências internacionais que mensuram o risco. Como exemplo, é possível observar os dados e as estimativas da *Standards & Poors* apresentadas no gráfico 4. A informação apresentada pela agência, no período disponível, indica que a trajetória da dívida pública bruta<sup>31</sup> é decrescente em proporção do PIB e, mais do que isso, estima-se que seguirá decrescente ao longo dos próximos anos. Independente da qualidade dessa estimativa, o que queremos expor com o gráfico 4 é que as agências que contribuem para a formação de expectativas e convenções dão indicativos de que a dívida pública brasileira tem trajetória solvente e crível. Inclusive quando se compara o Brasil a outras economias, a situação do Brasil é claramente confortável. Portanto, não conseguimos concluir que há sinais de polarização de expectativas contra a dívida brasileira, ou aversão aos títulos públicos que indiquem possível pressão nos juros.

---

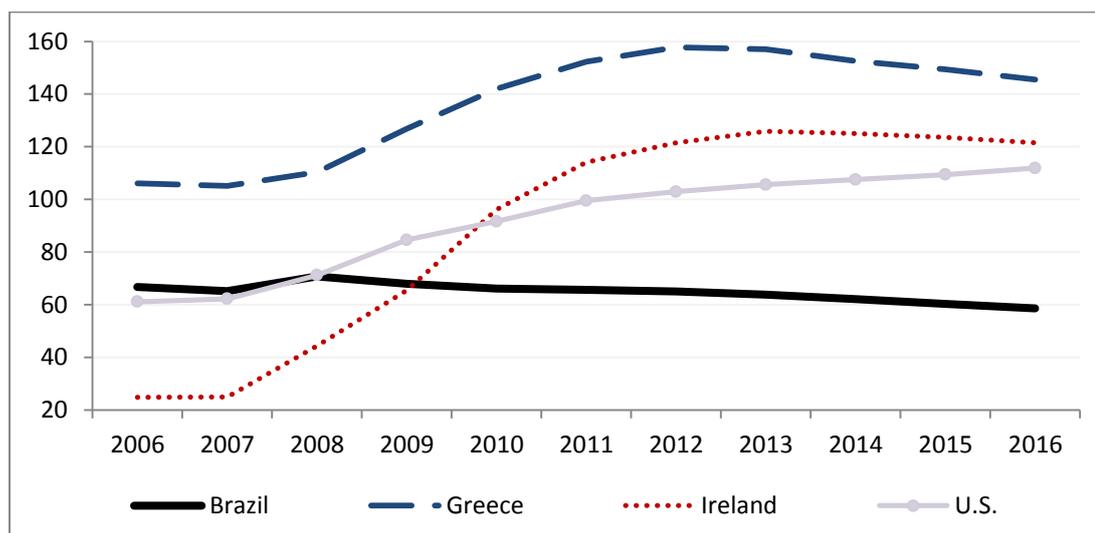
<sup>28</sup> Carneiro (2010, p. 19) se utiliza de um gráfico que mostra que a relação juros/ nível de endividamento brasileiro é completamente atípico se comparado com o padrão internacional. Isto aponta para o fato de que não é a variável fiscal (dívida) que explica o patamar dos juros no país, ao custo de acreditarmos que o Brasil é uma verdadeira “jabuticaba” econômica.

<sup>29</sup> Supondo que ajuste não afete demasiadamente a taxa de crescimento do PIB.

<sup>30</sup> Ver Carneiro (2010, p.19)

<sup>31</sup> A metodologia utilizada pela agência não está clara, segundo a fonte por nós utilizada. Aparentemente eles expõem os dados da dívida bruta em proporção do PIB de uma forma possível de se comparar com diferentes países, mas uma vez que os dados não são idênticos aos dados do Banco Central, não podemos precisar se esta estimativa inclui ou exclui estatais, qual série do PIB é considerada etc. Aos objetivos do texto, esses dados são válidos pois indicam que as expectativas são de uma trajetória benigna e solvente da dívida brasileira. As séries podem ser consultadas em link do *The Wall Street Journal*:

<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703789104576272891515344726.html#articleTabs=interactive> .

**Gráfico 4 – Estimativa da Dívida Pública, países selecionados: 2006-2016 (% PIB)**

Fonte: *The Wall Street Journal online - Standard & Poor's; IMF (debt). Estimativas a partir de 2011.*

Não é o objetivo desta seção defender a elevação dos gastos públicos ou a manutenção do ritmo atual de seu crescimento, mas apenas apontar para o fato de que mesmo mantido o atual cenário, a situação fiscal brasileira sob o ponto de vista do endividamento público segue uma trajetória benigna e não uma trajetória “Ponzi”, como afirma Oreiro (2011). O comportamento do passivo público do governo, portanto, não sugere iminente manifestação de preferência pela liquidez, de forma polarizada, contra títulos públicos, nem contra a economia brasileira. O que indica, segundo nosso entendimento, que fazer uma contração fiscal forte, para reduzir (em termos absolutos) o montante do passivo público, tende a ter efeito desprezível sob os juros da economia brasileira. É, no mínimo, duvidoso acreditar que os detentores da riqueza estarão dispostos a juros menores com uma dívida menor em termos absolutos.

Pode-se argumentar, por outras razões, que seria desejável um arrefecimento no ritmo de crescimento dos gastos correntes e uma ampliação do investimento público. No entanto, a primazia do debate brasileiro atual sugere, quase consensualmente, que a queda dos juros depende de uma contração fiscal, com redução da dívida em termos absolutos. O que não nos parece provável na situação atual. Queremos destacar o caráter patrimonial da lógica fiscal no Brasil, sendo os juros pagos sobre a dívida pública a variável fulcral quando se debate a questão fiscal nacional.

Caso queiramos evoluir no debate fiscal, a chave está na discussão dos caminhos da redução da taxa básica de juros, altamente influenciada pela atuação do BC, e não na discussão acerca do tamanho do superávit, seja ele primário ou nominal, a ser realizado. Enquanto lograr-se manter a relação DLSP/PIB em queda, a magnitude desta redução não é central para o debate, pois tal elevação do ritmo de redução pode advir tanto do aumento do superávit primário (o que é suspeito, pois pode repercutir negativamente sobre o crescimento da renda, do emprego e do produto), quanto da queda da carga de juros, ou seja, da queda da taxa básica de juros (com repercussões positivas para o financiamento e composição da dívida, além de possíveis impactos positivos no investimento, renda e emprego). Isso quer dizer que para reduzir o déficit nominal (dada a atual composição da dívida e das despesas públicas) é necessário reduzir a taxa básica de juros. Reduzir os juros implica necessariamente em menor despesa; em outras palavras: taxa de juros causa despesa pública. Já a causalidade contrária é duvidosa, reduzir déficit nominal (ou criar um superávit) não terá efeito necessário e garantido na queda da taxa de juros.

Sob o ponto de vista da estrutura do financiamento público, portanto, não parece fazer sentido apostar no recrudescimento da contração fiscal como ponto de partida do ajustamento da taxa de juros. Já sob o ponto de vista da demanda agregada e de uma eventual inflação de demanda, a política fiscal pode exercer um papel relevante, no entanto esse não parece ser o caminho proposto

pelos autores aqui em debate e exigirá estudo mais cauteloso sobre quais os elementos da inflação brasileira.<sup>32</sup>

## 6 – Conclusão

O objetivo central deste artigo foi discutir, com base em algumas propostas propaladas por economistas “heterodoxos” tanto na mídia quanto em artigos acadêmicos, a relação entre política fiscal e taxa de juros, tanto do ponto de vista da teoria econômica em suas diferentes vertentes, quanto do ponto de vista da realidade atual vivida pela economia brasileira.

No que tange a teoria, parecem existir diversos caminhos possíveis para explicar como contrações fiscais podem impactar a taxa de juros. Tais vias, no entanto, estão sujeitas tanto a críticas de caráter teórico (como é o caso da via neoclássica e da síntese neoclássica) quanto a observações de caráter conjuntural (como o caso da via keynesiano-marxista). Não basta afirmar que é teoricamente possível uma redução da taxa de juros através da obtenção de superávits, é necessário também verificar se nas atuais circunstâncias macroeconômicas, tal mecanismo teórico se verifica. Ao realizar esta análise, conclui-se que no atual cenário, a recente evolução do passivo público brasileiro assume uma trajetória benigna. Sendo assim, redobrados esforços fiscais com o objetivo de reduzir ainda mais a relação dívida/PIB podem revelar-se não apenas ineficazes na redução da taxa de juros, como também danosos do ponto de vista do crescimento da renda, do produto e do objetivo da construção do desenvolvimento.

Isso, no entanto, não significa que um maior esforço fiscal não possa assumir um importante papel anticíclico. Caso a interpretação seja de que o nível de atividade promove pressões inflacionárias derivadas, mesmo que em parte, de excesso de demanda agregada, *vis-à-vis* a estrutura de oferta; bem como promove uma deterioração das transações correntes; reduzir o gasto público pode ser uma política econômica correta. O próprio Keynes não recomendava persistentes déficits no orçamento público, alternativamente o Estado deveria utilizar a política fiscal em uma estratégia de estabilização cíclica ao longo do tempo, como discute Kregel (1985).

Nessa estratégia de atuação anticíclica, a política fiscal deve ser preferível à monetária. Conter a demanda com a elevação da taxa de juros tem um impacto duplamente negativo sobre as contas públicas e a própria política fiscal. Ao mesmo tempo em que eleva o pagamento de encargos sobre a dívida pós-fixada (em particular aquela atrelada à SELIC), ela tende a reduzir o nível de atividade da economia no médio e longo prazo, impactando negativamente a arrecadação tributária. A política fiscal, neste caso, assume muito mais um papel de variável de ajuste, subordinada à política monetária, do que de instrumento anticíclico de política econômica. John Smithin, ao descrever as relações entre política fiscal e monetária em uma economia de crédito afirma o seguinte:

“In particular, in this environment the casual relationship between interest rates and deficits is probably the reverse of what is usually suggested. That is, high real interest rates may be the cause rather than the consequence of high debt and deficits. The problem is then that austerity policy designed to cut deficits and reduce debt may simply become a self-fulfilling prophecy, essentially imposing ex-post an 'economics of scarcity' (...) which is the assumed starting point of the standard analysis” (SMITHIN, 1996, p. 89).

<sup>32</sup> O tema da inflação não está em foco neste trabalho e exige estudo adicional, contudo é interessante destacar que além de componentes de oferta e inércia, a inflação recente tem também sinais de pressão de demanda relevantes, cuja manifestação mais evidente está nos preços de serviços. Contudo é preciso ter cautela ao pensar o combate a essa pressão inflacionária, pois não se trata de um excesso eventual, quantitativo e corriqueiro de demanda. Talvez seja manifestação de um novo perfil de demanda, de uma economia com milhões de pessoas que foram inseridas no mundo do consumo. É possível que combater essa inflação com contração da demanda exija uma contração tão violenta a ponto de recolocar essas pessoas que ascenderam à classe média de volta a condições de pobreza, o que seria um erro político e social inaceitável.

Seguindo a interpretação de Smithin, ou seja, invertendo a lógica de causalidade entre política fiscal e monetária, percebe-se que o papel anticíclico que a política fiscal um dia obteve no arranjo macroeconômico parece ter se perdido dentro dos dogmas do *mainstream*<sup>33</sup>. A relação linear que parte dos economistas crê existir entre variáveis fiscais e variáveis monetárias não apenas inexistiu como, se existir, se daria na outra direção. A lógica financeira patrimonial assumida pela dinâmica da dívida pública e da conta corrente apenas evidenciam esse fato.

## Referências

- BACHA, E. (2011). Além da tríade: como reduzir os juros. In: E. Bacha, & M. d. Bolle[Org], *Novos Dilemas de Política Econômica: Ensaio em Homenagem a Dionísio Dias Carneiro*. LTC Editora.
- BARBA, A. (2001). Rethinking Expansionary Fiscal Retrenchments. *Contributions to Political Economy*, 20, 57-86.
- BELLUZZO, L. G., & ALMEIDA, J. S. (2010). A fase 2 do crescimento. *Carta Capital*, 7 de setembro.
- BELLUZZO, L. G., & CARNEIRO, R. (2004). O Mito da Conversibilidade. *Revista de Economia Política*, vol. 24, nº 2 (94), abril-junho.
- CARNEIRO, R. (2009). O financiamento da acumulação de ativos (em esquema analítico). *Textos para Discussão. IE/UNICAMP*(167).
- CARNEIRO, R. (2010). O desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidades e riscos. *Textos avulsos. Observatório da Economia Global. IE/UNICAMP*(4).
- FRIEDMAN, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, Vol. 58(1), 1-17.
- KALECKI, M. (1983). *Teoria da Dinâmica Econômica: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista* (Os Economistas, original 1954 ed.). São Paulo: Abril Cultural.
- KEYNES, J. M. (1971). *A treatise on money - the pure theory of Money*. London, New York: Macmillan; St. Martin's Press, for the Royal Economic Society.
- KEYNES, J. M. (1973a). *Alternative Theories of the Rate of Interest* (original: The Economic Journal, jun. 1937) ed.). Cambridge: Macmillan. The collected writings of John Maynard Keynes 1883-1946; XIV.
- KEYNES, J. M. (1973b). *The 'ex ante' Theory of the Rate of Interest* (original: The Economic Journal, dec. 1937 ed.). Cambridge: Macmillan. The collected writings of John Maynard Keynes 1883-1946; XIV.
- KEYNES, J. M. (1973c). *Mr Keynes and 'Finance'* (original: The Economic Journal, jun. 1938 ed.). Cambridge: Macmillan. The collected writings of John Maynard Keynes 1883-1946; XIV.
- KEYNES, J. M. (1973d). *The Process of Capital Formation* (original: The Economic Journal, sep. 1939 ed.). Cambridge: Macmillan. The collected writings of John Maynard Keynes 1883-1946; XIV.

---

<sup>33</sup> Smithin (1996, p. 98) ressalta, por exemplo, a mudança no que entendemos por “estabilizadores automáticos” ao longo do tempo. Se antes da década de 70, com o ainda domínio keynesiano da política macroeconômica na maior parte do mundo, tais “estabilizadores” eram compreendidos como políticas anticíclicas frente, em particular, a uma premente recessão ou queda do nível de atividade. Hoje em dia, em particular no que tange a política fiscal, os “estabilizadores automáticos” assumiram um papel predominantemente pró-cíclico, onde a queda da arrecadação decorrente de uma queda no nível de atividades levaria a uma piora das contas públicas, acarretando uma redução dos gastos e investimentos governamentais e desembocando em uma nova redução do nível de atividade, que desencadearia novamente o processo.

- KEYNES, J. M. (1980). *The distinction between a co-operative economy and a entrepreneur economy* (Original de 1933 ed.). London, New York: Macmillan. The collected writings of John Maynard Keynes 1883-1946; XXIX.
- KEYNES, J. M. (1992). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (Original 1936 ed.). São Paulo: Atlas.
- KREGEL, J. A. (1985). Budget Deficits, Stabilisation Policy and Liquidity Preference: Keynes Post-War Proposals. In: F. Vicarelli[Org], *Keynes's Relevance Today* (pp. 28-50). Philadelphia: University of Pensilvania Press.
- LOPREATO, F. L. (2006). O papel da política fiscal: um exame da visão convencional. *Texto para discussão. IE/UNICAMP, 119, fev.*
- MACEDO e SILVA, A. C. (1995a). A Economia de Keynes, a busca de uma nova teoria econômica e a "armadilha do equilíbrio". *Economia e Sociedade, 5*, 111-158.
- MACEDO e SILVA, A. C. (1995b). Lei de Say e demanda efetiva, equilíbrio e equilibrismo - algumas observações. *Anais do XXIII Encontro Nacional de Economia, ANPEC*, 151-170.
- MIGLIOLI, J. (1981). *Acumulação de capital e demanda efetiva*. São Paulo: T. A. Queiroz.
- Ministério da Fazenda. (2010). *Economia Brasileira em Perspectiva*. Brasília: Relatório, Jun-Jul, 7a edição.
- MINSKY, H. P. (2008a). *John Maynard Keynes* (reimpressão de 1975 ed.). New York: McGraw-Hill.
- MINSKY, H. P. (2008b). *Stabilizing an Unstable Economy* (original: 1986 ed.). New York: McGrawHill.
- OREIRO, J. L. (2011). Inflação, Política Monetária e o Problema do Juro no Brasil. *Carta Maior, edição online, março de 2011. Disponível em: [http://www.cartamaior.com.br/templates/materiaMostrar.cfm?materia\\_id=17530](http://www.cartamaior.com.br/templates/materiaMostrar.cfm?materia_id=17530)*.
- OREIRO, J., & PAULA, L. (2009). Novo-Desenvolvimentismo e a Agenda de Reformas Macroeconômicas para o Crescimento Sustentado com Estabilidade de Preços e Equidade Social. *Anais do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Disponível em <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/clippin>*.
- POSSAS, M. L. (1999). Demanda Efetiva, Investimento e Dinâmica: a atualidade de Kalecki para a Teoria Macroeconômica. *Revista de Economia Contemporânea, IE-UFRJ, 3, n° 2*.
- POSSAS, M. L., & BALTAR, P. (Abr de 1981). Demanda efetiva e dinâmica em Kalecki. *Pesquisa e Planejamento Econômico, 11(1)*, 107-160.
- ROSSI, P. (2010). O mercado internacional de moedas, o carry trade e as taxas de câmbio. *Textos Avulsos do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON), n. 5, Outubro*.
- SANTOS, C. H. (2010). Um Panorama das Finanças Públicas Brasileiras 1995/2009. In: J. A. Castro, C. H. Santos, & J. A. Ribeiro[Orgs], *Tributação e equidade no Brasil: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2008-2009*. Brasília: Ipea.
- SANTOS, C. H., & MACEDO E SILVA, A. C. (2010). Um Panorama Macroeconômico das Finanças Públicas 2007-2010. *Mimeo*.
- SARGENT, T. J., & WALLACE, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Economic Research Papers, Quarterly Review 531, Federal Reserve Bank of Minneapolis*.
- SERRANO, F., & BRAGA, J. (2006). O mito da contração fiscal expansionista nos EUA durante o governo Clinton. *Economia e Sociedade, 15, n. 2 (27)*, 213-239.
- SMITHIN, J. (1996). *Macroeconomic policy and the future of capitalism: the revenge of the rentiers and the threat to prosperity*. Cheltenham; Brookfield: E. Elgar.
- SNOWDON, B., & VANE, H. (2005). *Modern Macroeconomics: It's origins, development and current state*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Tesouro Nacional. (2011). *Relatório Mensal da Dívida Pública Federal*. Brasília: Relatório, Jan.
- TOBIN, J. (1981). The Monetarist Counter-Revolution Today – An Appraisal. *The Economic Journal, 91(361)*, 29-42.