

## ASCENSÃO E QUEDA DA POLÍTICA FISCAL: DE KEYNES AO “AUTISMO FISCAL” DOS ANOS 1990-2000

Jennifer Hermann.  
IE/UFRJ

### RESUMO

O artigo apresenta um breve sumário das questões teóricas e práticas que movimentam o debate sobre os efeitos da política fiscal anticíclica (PFA), com foco em três questões enfatizadas pelos críticos do modelo keynesiano (IS-LM): a inflação, o efeito crowding out e a dívida pública. O objetivo dessa discussão não é defender ou negar categoricamente a eficácia e conveniência da PFA, mas sim, com base no enfoque pós-keynesiano, explicitar as condições que podem torná-la mais, ou menos, recomendável em diferentes contextos macroeconômicos. Argumenta-se que tanto o modelo IS-LM, que sempre “crê” nos efeitos benéficos da PFA, quanto o modelo neo-monetarista, que prega o seu fim, numa atitude “autista” que ignora os efeitos macroeconômicos danosos dessa proposta, são visões limitadas da questão.

**PALAVRAS-CHAVE:** política fiscal; dívida pública; Keynes; modelo pós-keynesiano.

### ABSTRACT

The paper presents a brief summary of the theoretical and practice issues that sustain the debate about the effects of countercyclical fiscal policy (CFP). Three issues emphasized by the critics of the keynesian model (IS-LM) are discussed: the inflation effect, the crowding out effect and the public debt. The aim of this discussion is not to defend or to deny the efficacy and convenience of CFP, but, based on the post-keynesian approach, to analyze the macroeconomic conditions under which this kind of policy is more, or less, recommended. It is argue that both the IS-LM model, which always “believes” in the good effects of the CFP, and the neo-monetarist model, which preaches its end, in an “autistic” attitude, that ignores the damaging macroeconomic effects of this proposal, are limited approaches of the issue.

**KEY-WORDS:** fiscal policy; public debt; Keynes; post-keynesian model.

**ÁREA DA ANPEC:** Área 04: Economia do Setor Público.

**CLASSIFICAÇÃO JEL:** H30; H63; E12.

# ASCENSÃO E QUEDA DA POLÍTICA FISCAL: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000

“Autismo: (*Psic.*) Fenômeno patológico caracterizado pelo desligamento da realidade exterior e criação mental de um mundo autônomo.” (Ferreira, A. B. de H., *Novo Aurélio – Século XXI*, Editora Nova Fronteira, 1999, p. 233).

## 1. Introdução

A política fiscal (PF) é objeto de estudos e controvérsias desde meados da década de 1930, quando John Maynard Keynes, em sua *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936), propôs o uso dos gastos e receitas do governo como meio de influenciar, positivamente, o nível de atividade econômica (produção e emprego) nas economias de mercado. A teoria macroeconômica de Keynes teve grande impacto à época e, pouco depois, tornou-se hegemônica no meio acadêmico e entre gestores de política econômica. O receituário keynesiano de política econômica foi amplamente aplicado, entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, do pós-guerra até fins dos anos 1960 – ou até a década de 1970, em alguns casos, como no Brasil. Ao longo desse período, a administração da PF consistia, basicamente, em aumentar o déficit (ou reduzir o superávit) do governo em períodos de recessão e reduzi-lo (ou aumentar o superávit) em períodos de maior crescimento. Em muitos casos, a PF de orientação keynesiana significou, na prática, a operação do setor público com sucessivos déficits. Paralelamente, o período caracterizou-se, na maior parte desses países, por elevadas taxas de crescimento econômico e baixas taxas de inflação, o que parecia atestar o acerto do modelo.

A partir de fins da década de 1960, a própria experiência acumulada de políticas keynesianas permitiu uma avaliação mais detalhada de seus efeitos e abriu espaço para o surgimento de críticas à sua eficácia e conveniência. No início da década de 1970, o cenário econômico mundial de instabilidade, que se seguiu ao primeiro choque do petróleo e ao rompimento do sistema cambial (fixo) de Bretton Woods (ambos em 1973) e foi marcado pela presença simultânea de inflação e desemprego, desafiou, na prática, a hegemonia keynesiana. Nas críticas dos “neo-monetaristas”, comandados inicialmente por M. Friedman e, a partir da década de 1970, pelos economistas da escola “novo-clássica”<sup>1</sup>, atacava-se especialmente os efeitos colaterais do déficit público – o que questionava a sua conveniência – e, em função deles, a sustentabilidade política e macroeconômica de seus resultados – colocando em xeque a eficácia da PF keynesiana. Entre esses efeitos, três eram considerados graves o suficiente para justificar o abandono do receituário keynesiano:

- a) o efeito *crowding out* (CR), pelo qual o déficit público geraria aumento dos juros e, dessa forma, competiria e “expulsaria” gastos privados, especialmente em investimentos;
- b) a inflação, que surgiria por excesso de demanda;
- c) as expectativas inflacionárias: estas, na verdade, eram (e são) vistas como mera consequência da própria inflação, na abordagem de Friedman, ou da “compreensão” do efeito inflacionário da PF pelos agentes econômicos (racionais), na visão novo-clássica.

O efeito CR justifica, nessa visão, a tese da ineficácia da PF como instrumento anticíclico. As consequências distributivas perversas do efeito CR e da inflação – ambos transfeririam renda do setor privado para o público – sustentam o argumento da inconveniência da PF, ainda que sua eficácia pudesse ser assegurada por algum mecanismo que controlasse o efeito CR. Completando o “saco de maldades” da PF keynesiana, o enfoque da “equivalência ricardiana” (novo-clássico) sustenta ainda que a dívida pública emitida para financiar os déficits fiscais representa uma ameaça

---

<sup>1</sup> Sobre a visão de política econômica de M. Friedman, vide Friedman (1968) e Friedman (1962), especialmente Cap. 5, sobre PF. Sobre a posição novo-clássica, vide Lucas e Sargent (1981).

constante de aumento futuro dos impostos, necessários para saldar a dívida, ou de aumentos adicionais da inflação, caso a dívida seja monetizada.

Nessas condições, idealmente, a PF deve ser neutra do ponto de vista macroeconômico, o que implica a busca, permanente, de um orçamento equilibrado. Nos países que já operaram com déficits e, que, portanto, já possuem uma dívida pública significativa, recomenda-se a implementação de programas de “ajuste fiscal” (leia-se: geração de superávits) cujo único objetivo é a redução da dívida pública em mercado. Esse modelo tornou-se o *mainstream* do pensamento e da prática de PF a partir dos anos 1990, na maior parte do mundo, sentenciando o fim da “era” keynesiana.

A simplicidade (e simplificação) do modelo IS-LM, criado por J. Hicks, que ficou conhecido como “a” representação da teoria macroeconômica de Keynes e sempre serviu de referência para os críticos da PF keynesiana, deixava, de fato, muitas críticas sem resposta. A existência do efeito CR pode ser facilmente demonstrada neste esquema analítico, com base na inclinação positiva da curva LM, representativa do mercado monetário. A inflação era mesmo uma lacuna no modelo IS-LM, que veio a ser, mais tarde, complementado com a Curva de Phillips, onde, de fato, se apontava um *trade off* entre crescimento econômico e controle da inflação, praticamente confirmando a crítica com relação ao efeito inflacionário da PF expansiva. Nessas condições, o máximo que os “keynesianos” puderam fazer, com base no modelo IS-LM, foi argumentar que os efeitos colaterais da PF não eram grandes o suficiente para aniquilar sua eficácia anticíclica. O debate tornou-se, então, uma disputa econométrica.

Na verdade, as respostas keynesianas aos ataques neo-monetaristas estavam na própria obra de Keynes (não apenas na Teoria Geral, mas em artigos posteriores) e algumas foram “ressuscitadas” pela escola pós-keynesiana.<sup>2</sup> Contudo, essas respostas, até hoje, tiveram menos eco que as críticas. Provavelmente isto se deve à própria complexidade das proposições de Keynes e pós-keynesianos, que exigem uma análise mais detalhada do ambiente econômico e político que envolve a aplicação da PF, não sendo, portanto, passíveis de generalizações.

O presente artigo apresenta um breve panorama das questões teóricas e práticas que movimentam o debate sobre os efeitos macroeconômicos da PF “ativa” (anticíclica), com foco naquelas três questões enfatizadas pelos críticos do modelo keynesiano: a inflação, o efeito CR e a dívida pública. Essas questões são tratadas, respectivamente, nas seções 3, 4 e 5 do artigo. Antes disso, a seção 2 faz uma apresentação sucinta da teoria macroeconômica de Keynes, na leitura pós-keynesiana, que justifica a importância de uma PF ativa. A seção 6 é dedicada às considerações finais.

O objetivo principal dessa discussão não é defender ou negar categoricamente a eficácia e conveniência da PF anticíclica, mas apenas, com base no enfoque “relativista” pós-keynesiano, explicitar as condições que podem torná-la mais, ou menos, recomendável em diferentes contextos macroeconômicos. Nesse sentido, argumenta-se que tanto o modelo IS-LM, que “crê” nos bons resultados da PF anticíclica, quanto o modelo neo-monetarista, que prega o seu fim, numa atitude “autista”, que ignora os efeitos colaterais danosos dessa proposta, são visões limitadas do problema.

---

<sup>2</sup> A escola pós-keynesiana surge nos anos 1970, quase que paralelamente ao surgimento da escola novo-clássica. Sobre o papel da PF neste enfoque, vide Minsky (1986), Kregel (1991) e Carvalho (1999).

## 2. Keynes e a Importância da Política Fiscal

### 2.1. Síntese da teoria macroeconômica de Keynes

A teoria macroeconômica de Keynes, na leitura pós-keynesiana (PK), ergue-se sobre dois princípios básicos, intimamente relacionados entre si:<sup>3</sup>

- a) o princípio da demanda efetiva, segundo o qual as decisões de *gasto* determinam a dinâmica da atividade econômica, sendo a decisão de investir o “motor” do crescimento, a curto e longo prazo;
- b) a condição de não-neutralidade da moeda, sintetizada na teoria da preferência por liquidez, segundo a qual o comportamento do público em relação à demanda por moeda para fins não-transacionais (preferência por liquidez) é parte integrante de suas decisões de gasto e, através de seus efeitos sobre a taxa de juros e sobre a demanda por ativos (financeiros e de capital fixo), interfere na dinâmica da atividade econômica. Nas palavras de Keynes:

“(…) em qualquer estado de expectativa, há na mente do público certa inclinação para conservar dinheiro líquido em quantidade superior à que requer o motivo de transações ou o motivo de precaução (…).” (Keynes, 1985: 145).

Mais especificamente, a idéia é que a preferência por liquidez representa um “vazamento” da corrente de gastos, suprimindo demanda efetiva e, desta forma, inibindo o investimento e a atividade econômica. Tal comportamento, por sua vez, justifica-se pela *incerteza* inerente às economias de mercado, caracterizadas pela ausência de mecanismos de coordenação das decisões individuais de consumo, poupança e investimento. A incerteza como condição intrínseca às economias de mercado é justificada por Keynes (1973) a partir da concepção destas economias como o que chamou de “economias monetárias de produção”, nas quais:

- a) as relações econômicas fundamentais (produção e distribuição da riqueza social) se estabelecem em termos monetários, por meio de contratos denominados no padrão monetário vigente – ou seja, salários, lucros e todo tipo de rendimento são pagos em moeda;
- b) não há um mecanismo endógeno de indução ao gasto dessas rendas monetárias, porque a moeda na qual elas são pagas cumpre, além da função de meio de pagamento, também a função de reserva de valor:

“(…) in a monetary production economy (…) when incomes are paid in terms of money, income will represent demand for *either* current output *or* stores of value.” (Kregel, 1980: 43, *itálicos acrescentados*).

- c) inexistem também mecanismos de prévia conciliação das decisões de gasto (de qualquer natureza) dos agentes individuais que se apropriam daquelas rendas monetárias.

Assim, em “economias monetárias”, as decisões de produzir e investir têm de ser tomadas com base em *prognósticos*, que envolvem, necessariamente, algum grau de incerteza quanto à renda futura decorrente de tais decisões. A incerteza fundamental nesse caso não se refere tanto ao *cálculo* dos retornos esperados (que é uma questão técnica e objetiva), mas principalmente às *hipóteses* de comportamento *futuro* das variáveis que inspiraram o referido cálculo. Sendo a moeda a unidade de conta da economia e, por isto, riqueza em forma geral (sendo, assim, o ativo de liquidez máxima disponível no mercado), sua retenção atua como uma proteção contra eventos desfavoráveis e imprevistos no cenário econômico:

“(…) em parte por motivos razoáveis e em parte por razões instintivas, nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de valor constitui um barômetro do grau de nossa desconfiança de nossos cálculos e convenções quanto ao futuro. (…) A posse de dinheiro

---

<sup>3</sup> Sobre os princípios da escola pós-keynesiana, vide Minsky (1975), Davidson (1978), Kregel (1980) e Carvalho (1992).

tranqüiliza nossa inquietação; e o prêmio que exigimos para nos separarmos dele [a taxa de juros, que compete com a taxa de retorno esperada dos investimentos em capital fixo] é a medida do grau de nossa inquietação” (Keynes, 1984: 173, colchetes acrescentados).

A partir dessa interpretação, Keynes concluirá que, entre os fatores que condicionam as decisões de produção e de investimento das firmas, suas expectativas quanto à demanda do mercado são a mais importante: afinal, por menores que sejam os custos de produção, se as expectativas de vendas não forem favoráveis, não será lucrativo produzir; ademais, com o mercado pouco receptivo, não resta também a alternativa de elevar a receita via preços.

Em suma, as expectativas de demanda e o grau de confiança reinante na economia a cada período determinam, simultaneamente e de forma competitiva, a preferência por liquidez e o nível de investimento. Este, por sua vez, através do processo multiplicador – pelo qual a renda gerada pelos novos gastos em investimento estimula novos gastos em consumo – determina o nível da demanda efetiva. Por depender em parte de “motivos razoáveis” e em parte de “razões instintivas”, a demanda efetiva é potencialmente e inerentemente instável nas economias de mercado. Neste contexto, situações de insuficiência de demanda efetiva – desemprego – não são incomuns, mas, ao contrário, tendem a ser a regra, em economias sujeitas a incerteza e que contam com a moeda como um instrumento eficaz de proteção. É justamente neste campo que a PF é identificada como uma influência importante sobre a dinâmica macroeconômica. Os mecanismos pelos quais a PF interfere nessa dinâmica, através das decisões de consumo e de investimento, são analisados nos próximos itens desta seção.

## 2.2. A PF e o orçamento do governo

Para Keynes, ao contrário do que pensam seus críticos, o elemento fundamental da PF é o *gasto* público, especialmente em investimentos, e não, necessariamente, o *déficit*. A análise keynesiana a respeito dos efeitos dos gastos e dos impostos do governo sobre a demanda agregada pode ser sintetizada como se segue:

- a) Os gastos do setor público representam compras de bens e serviços (inclusive mão-de-obra) às empresas e famílias.
- b) Esses gastos estimulam o aumento da produção, por parte das firmas, e do consumo, por parte das famílias, o que estimula novas firmas a aumentarem sua produção.
- c) A receita do governo, *ceteris paribus*, age sobre a demanda agregada no sentido oposto: sendo um pagamento compulsório do setor privado ao governo, os impostos representam um “vazamento” da renda do setor privado que, de outro modo, *poderia* ser alocada à compra de bens e serviços no mercado.
- d) Contudo, é também possível que os impostos sejam extraídos da *poupança* do setor privado, ou mesmo da parcela desta retida na forma de preferência por liquidez. Neste caso, eles não estariam inibindo os gastos privados, mas, combinados aos gastos públicos, permitindo um aumento dos gastos (e do produto) agregados. Este cenário tende a ocorrer nos períodos de fraca demanda efetiva, justamente quando a PF anticíclica é indicada.

Quanto à administração do orçamento, Keynes propôs que os governos operassem com dois orçamentos separados: um orçamento “ordinário”, para os gastos consumo (custeio) e um orçamento “de capital” de caráter discricionário, para os investimentos do governo (Kregel, 1991; Carvalho, 1999). O primeiro deveria ser, sistematicamente, equilibrado e, *quando possível*, superavitário. Estes superávits, idealmente, deveriam ser gerados pelo aumento *endógeno* da receita do governo, isto é, através do aumento da base de arrecadação (a renda agregada) e, portanto, nos períodos de maior prosperidade econômica. Nessas fases, os recursos excedentes do governo deveriam formar um fundo para financiar os gastos públicos em investimentos, necessários nos períodos de deficiência de demanda efetiva.

Nesse aspecto, deve-se ressaltar também que Keynes propunha uma atuação *preventiva* da PF (assim como da política monetária), e não corretiva. Ou seja, o objetivo da PF deve ser o de *evitar* a deficiência de demanda efetiva, e não compensá-la *a posteriori*. Neste sentido, a função do orçamento de capital seria fornecer ao governo e ao setor privado um plano de investimentos, com as respectivas previsões de financiamento, a ser acionado tão logo surgissem indicadores de deficiência de demanda efetiva. Assim, a execução do orçamento de capital seria administrada de forma contingente e, dependendo da magnitude dos investimentos necessários a cada período, *quando necessário*, seu fundo de financiamento seria complementado com a emissão de dívida pública.

Em suma, uma PF baseada em déficits seria, no enfoque de Keynes, recomendada apenas como *último recurso*, em situações de recessão já em curso, quando a arrecadação fica comprometida e a necessidade de execução de investimentos públicos pode superar a disponibilidade de fundos próprios do governo. Nestes casos, porém, torna-se também mais difícil financiar o déficit, porque tende a aumentar a preferência por liquidez dos agentes (privados) superavitários. Para viabilizar a PF expansiva nestes contextos, a política monetária deve atuar, também de forma expansiva, como “coadjuvante” da PF. Sua função seria, de um lado, reduzir o custo do financiamento do déficit público, já que a maior preferência por liquidez se traduz em aumento das taxas de juros exigidas pelo mercado para “aceitar” títulos em geral, em detrimento da posse (segura) de moeda. De outro, caso a preferência por liquidez se torne absoluta (“armadilha da liquidez”), ou quase absoluta, a política monetária expansiva seria a única forma de viabilizar a PF expansiva, na medida em que os títulos públicos emitidos ficariam, por algum tempo, na própria carteira do banco central. Assim, uma outra recomendação de Keynes é que, em qualquer cenário, a PF seja coordenada com a política monetária, de modo a evitar que a primeira se torne inviável (por falta de financiamento) ou uma fonte de problemas futuros (relacionados à dívida pública) para o setor público e, por extensão, para toda a economia. Essas questões são discutidas na seção 5 do presente artigo.

### 2.3. Gastos públicos e consumo privado

Os gastos públicos estimulam o nível da atividade econômica através das empresas que fornecem bens e serviços ao governo e através do consumo das famílias. Devido a esse estímulo indireto ao consumo, diz-se que os gastos do governo, assim como os investimentos privados, têm um “efeito multiplicador” sobre a atividade econômica. Sendo  $Y$  o PIB da economia,  $G$  as despesas do governo e  $C$  o consumo das famílias, um aumento de  $dG_0$  em  $G$  (no período zero), por exemplo, resulta, de imediato, em:

$$[1] \quad dY_0 = dG_0$$

À medida que a renda adicional  $dY_0$  começa a estimular novos gastos de consumo no período 1, a demanda agregada por bens e serviços é *novamente* acrescida na proporção:

$$[2] \quad dY_1 = dC_1 = c \cdot dY_0 = c \cdot dG_0, \text{ onde:}$$

$c$  = propensão marginal a consumir, sendo  $0 < c < 1$ .

Até o período 1, portanto,  $dG_0$  já provocou um aumento em  $Y$  da ordem de:

$$[3] \quad dY_{0,1} = dY_0 + dY_1 = dG_0 + c \cdot dG_0 = (1 + c) \cdot dG_0$$

Esse processo de aumento do consumo como consequência do aumento da renda das famílias prossegue por vários períodos. No período 2, por exemplo, teremos:

$$[4] \quad dY_2 = dC_2 = c \cdot dY_1 = c \cdot (c \cdot dY_0) = c^2 \cdot dY_0 = c^2 \cdot dG_0,$$

de modo que, até o período 2, a renda  $Y$  já terá crescido:

$$[5] \quad dY_{0,1,2} = dY_0 + dY_1 + dY_2$$

$$[6] \quad dY_{0,1,2} = dG_0 + c.dG_0 + c^2.dG_0 = (1 + c + c^2) . dG_0$$

Por este mesmo processo, no período “n” :

$$[7] \quad dY_{0,1,2,...,n} = (1 + c + c^2 + \dots + c^n) . dG_0$$

Embora de duração prolongada, este efeito multiplicador é finito, porque os sucessivos estímulos ao consumo são cada vez menores, tendendo a zero em algum período “n” (note que, sendo  $0 < c < 1$ ,  $c^n$  tende a zero à medida que n cresce). A partir da expressão de dY acima, demonstra-se que, após sucessivos aumentos do consumo (sempre provocados pelo aumento da renda em um período anterior)<sup>4</sup>:

$$[8] \quad dY = [1 / (1 - c)] . dG_0$$

A expressão entre colchetes mede o efeito multiplicador dos gastos do governo na economia, que torna  $dY > dG_0$ . Como este efeito multiplicador é função da reação do consumo, o efeito expansivo total do gasto público sobre a demanda agregada é maior (menor) quanto maior (menor) for a propensão a consumir da economia. A magnitude da propensão a consumir, assim, é um indicador importante para a “dosagem” das variações nos gastos públicos, de acordo com os objetivos macroeconômicos do governo.

A lógica e a experiência têm mostrado que a propensão a consumir é maior nas classes de baixa renda, cujo padrão de vida e consumo é ainda baixo: nestas classes, qualquer aumento de renda tende a ser predominantemente alocado a consumo. Assim, a propensão a consumir sofre influência do nível de desenvolvimento econômico do país e, principalmente, do perfil de distribuição pessoal de renda vigente:

- a) quanto menor a renda per capita do país, maior será a sua propensão a consumir;
- b) quanto maior o grau de concentração da renda pessoal no país (maior a proporção de famílias de baixa renda em comparação com as de renda elevada), maior sua propensão a consumir.

De (a) e (b), conclui-se que:

- c) o efeito expansivo dos gastos públicos sobre a demanda agregada é maior nas economias menos desenvolvidas (mais pobres) e/ou com elevada concentração da renda (o que também, em geral, caracteriza economias “pobres”).

Convém agora assinalar algumas possíveis limitações a esse resultado:

- a) a *existência de capacidade ociosa* é crucial à validade das conclusões keynesianas a respeito do papel dos gastos públicos na economia: se as firmas e o mercado de trabalho estiverem operando próximos à sua plena capacidade, os efeitos dos gastos do governo sobre as intenções de consumo das famílias, podem atuar como uma *limitação* (e não como um impulso) ao uso da PF expansiva, porque, certamente, resultarão em pressões inflacionárias;
- b) mesmo numa recessão, a administração dos gastos públicos deve ser orientada pelo comportamento (estimado) da propensão a consumir da economia em questão: se “c” for muito elevado, mesmo que as firmas tenham alguma capacidade ociosa, um aumento em G pode resultar em inflação, porque as intenções de consumo tendem a “chegar ao mercado” mais rapidamente que a *nova* produção destinada a atendê-las;
- c) a elevada propensão a consumir explica que economias menos desenvolvidas sejam mais propensas à inflação em fases de crescimento (induzido ou não pela política fiscal) que economias “mais ricas”.

<sup>4</sup> Matematicamente, o resultado pode ser obtido considerando que a expressão entre parênteses é a soma (S) dos termos de uma P.G. decrescente (de razão menor que 1, igual a c) ilimitada. Como  $S = A_1 / (1 - R)$ , onde  $A_1 = 1^\circ$  termo da P.G. e R = razão da P.G., então:  $(1 + c + c^2 + \dots + c^n) = 1 / (1 - c)$ . Para uma demonstração detalhada do processo multiplicador, vide Hermann (1988).

## 2.4. Gastos públicos e investimento privado

Além do efeito expansivo sobre o consumo, os gastos públicos podem também induzir as empresas a novas decisões de investimento. Contudo, ao contrário da reação do consumo, que é rápida, para que a atuação do governo na economia chegue a gerar novos investimentos, é necessário que seus gastos sejam relativamente elevados (como proporção do PIB) durante um longo período. Ou seja, é necessário que a demanda do governo seja vista pelos empresários como um acréscimo *duradouro* à demanda “normal” do mercado em que atuam. Caso contrário, não valerá a pena expandir a planta produtiva, de modo a elevar *permanentemente* a capacidade de atendimento ao mercado.

Esse efeito de longo prazo é um dos mais importantes apontados por Keynes e não é fruto de uma variação *qualquer* nos gastos públicos (como ocorre com o consumo), mas sim da *regra de comportamento* do governo na economia. Na visão de Keynes, mais importante que o estímulo de curto prazo que os gastos públicos podem dar à economia, é a  *sinalização* que a administração da PF dá às empresas com relação ao comportamento da demanda agregada *no futuro*. Por isto, a elaboração de um orçamento de capital é tão importante. Quando a PF é conduzida de forma errática, sem regras claras, o efeito sobre os investimentos privados pode ser nulo ou mesmo negativo, caso a incerteza das firmas quanto ao comportamento da demanda agregada venha a retardar planos de investimento. Este é o tipo de cenário em que a PF torna-se ineficaz, mesmo em economias recessivas, pois, na prática, os gastos públicos estariam, *no máximo*, substituindo os investimentos privados e não se *somando* a eles.

Assim, embora a PF seja um instrumento eficaz para induzir aumentos ou reduções rápidas no nível da atividade econômica, não é recomendável que a sua orientação, no sentido expansivo ou restritivo, seja alterada com frequência. Em outros termos, o horizonte de planejamento da PF deve ser de médio a longo prazo, envolvendo *alguns anos* – de preferência, todo o mandato de um governo.

Outro ponto a ser observado na relação entre gasto público e investimentos privados são os possíveis efeitos do primeiro sobre os *custos de produção* e de *novos* investimentos. Quanto a este aspecto, há dois efeitos negativos possíveis sobre o setor privado:

- a) o aumento dos preços dos insumos, bens de capital e mão-de-obra nos setores que disputam mercado com o setor público (o “aquecimento” da atividade econômica pode gerar “pontos de estrangulamento” nesses mercados);
- b) o aumento dos juros no mercado bancário (crédito) e no mercado de capitais (títulos), caso a PF seja baseada na geração de déficits.

No primeiro caso, a PF expansiva não seria recomendada porque, além do risco inflacionário, os investimentos privados poderiam ser desestimulados pelo aumento dos custos (operacionais e financeiros) de produção, comprometendo a eficácia da política. A possibilidade de aumento dos juros, como decorrência do déficit público, dá origem ao efeito *crowding out* (CR), que nada mais é que um *efeito-substituição* dos gastos públicos sobre os investimentos privados. O efeito CR é, assim, uma limitação à *eficácia* da PF expansiva porque, na sua presença, assim como no caso de uma PF errática, o gasto público estaria, pelo menos em parte, substituindo (e não complementando) os gastos privados. Essa questão é analisada na seção 3.

## 3. Déficit Público e Efeito *Crowding Out*

A possibilidade e intensidade do efeito CR não tem relação direta com o ritmo prévio da atividade econômica, mas sim com as *condições de financiamento* dos gastos do governo. Em primeiro lugar, o efeito CR só existe se o governo operar com *orçamento deficitário*: neste caso o



setor público estará disputando os recursos das instituições financeiras com o setor produtivo privado.

Na prática, o setor público raramente recorre ao *crédito* bancário; assim, não chega a concorrer *diretamente* com o setor privado nesse mercado. A principal via de financiamento “externo” do setor público é a emissão de títulos do governo no mercado de capitais. No entanto, como esses títulos são comprados pelas mesmas instituições financeiras que concedem créditos ao setor privado, se os juros dos títulos públicos subirem por conta do déficit público, os juros das operações financeiras alternativas também tenderão a subir.

Ainda assim, um orçamento deficitário é uma condição *necessária mas não suficiente* para gerar o efeito CR e, portanto, para comprometer a eficácia de uma PF expansiva. O efeito CR não é uma decorrência direta do *déficit* público, mas sim do *aumento dos juros* para os tomadores privados de crédito. Os juros no mercado de títulos privados tendem a seguir a tendência dos juros dos títulos públicos que, por serem considerados de menor risco, são a referência mínima de juros do mercado. Diante de um déficit do governo a ser financiado, os juros dos títulos públicos se elevarão em três situações: a) *escassez de recursos* disponíveis nas instituições financeiras; b) elevada preferência por liquidez; c) rejeição do mercado aos títulos do governo, que se manifesta pela exigência de juros “anormalmente” elevados ou, no limite, pelo racionamento do crédito ao governo.

A escassez de recursos no mercado, por sua vez, pode ocorrer em duas situações: a) economia em *rápido crescimento*; b) *política monetária restritiva*. A primeira delas, mais uma vez, confirma a ineficácia e inconveniência da PF de déficits em períodos não-recessivos. A segunda indica que, mesmo em economias sob recessão, a eficácia da PF depende também da forma como é administrada a política monetária.<sup>5</sup>

Uma situação de elevada preferência por liquidez decorreria de um quadro, já existente, de grande incerteza quanto ao futuro da economia, o que, por si só, já “garante” a redução dos investimentos privados. Nestes casos, portanto, não se pode atribuir a queda dos investimentos ao déficit público, já que ela seria anterior ao déficit (e a motivação dele). Dessa forma, não se caracteriza um efeito CR, porque o aumento dos juros dos títulos públicos não seria a causa do aumento dos juros dos ativos privados: ambos seriam consequência do mesmo fator (a elevada preferência por liquidez).

Finalmente, a rejeição de títulos públicos pelo mercado é uma situação extrema e rara, associada à baixa credibilidade do setor público como pagador: neste caso, o mercado exige um “prêmio” adicional, como proteção contra o risco destes títulos ou rejeita, em absoluto, novos títulos públicos, impedindo o governo de operar com déficit (ou, pelo menos, com o déficit planejado). Situações deste tipo não são impossíveis, mas também não são rotineiras em parte alguma do mundo. Assim, um efeito CR por esta via é bastante incomum e, certamente, não foi este caso que “inspirou” a tese neoclássica do efeito CR.

#### 4. Déficit Público e Inflação

A tese de que todo déficit público causa inflação apóia-se, implicitamente, em uma análise a respeito da forma de financiamento do déficit. Mais especificamente, a inflação seria a consequência da tentativa do governo de evitar o efeito CR. Na presença deste não há pressões inflacionárias, porque não há sequer aumento significativo da demanda agregada. Se, no enfoque neoclássico, o efeito CR é causado pelo financiamento do déficit com dívida pública, a única forma de evitá-lo é recorrer ao financiamento monetário do déficit.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Esta questão será retomada mais adiante.

<sup>6</sup> Para uma exposição detalhada do modelo macroeconômico neoclássico, vide Froyen (2001), Cap. 3-4.

Essa combinação de políticas fiscal e monetária expansivas criaria, então, duas fontes de excesso de demanda por bens e serviços: a demanda do próprio governo e a demanda do setor privado. A primeira seria *viabilizada* pela expansão monetária e a segunda, *estimulada* por ela. Para entender este segundo efeito é necessário lembrar que, no modelo neoclássico, a preferência por liquidez é vista como um comportamento irracional, em um mundo que oferece alternativas rentáveis de alocação da poupança. Dessa forma, qualquer expansão monetária resultará em aumento da demanda por bens e serviços, inclusive financeiros. Nestas circunstâncias, o ato de poupar é, simultaneamente, uma decisão de adquirir ativos financeiros (na forma de depósitos ou títulos) e, portanto, de financiar gastos de terceiros, que ampliarão a demanda agregada.

Finalizando o argumento, alega-se que o rápido aumento da demanda agregada dificilmente poderia ser satisfeito “em tempo hábil” pelo aumento da oferta agregada, porque esta, em condições normais (leia-se: de liberdade de preços), encontra-se próxima de seu nível potencial. Assim, o resultado é, necessariamente, o aumento dos preços.

Embora pareça bastante lógica, essa interpretação tem algumas limitações importantes. Em primeiro lugar, como vimos, o efeito CR não é uma regra da PF expansiva, mas apenas uma possibilidade, sujeita a algumas condições especiais. Assim, o financiamento monetário do déficit não é a única forma de se evitar o efeito CR e garantir a eficácia anticíclica da PF.

Em segundo lugar, ainda que a PF expansiva seja combinada com uma política monetária também expansiva, isto não é garantia de geração de excesso de demanda em um tipo de economia onde a preferência por liquidez e, conseqüentemente, a deficiência de demanda efetiva são a regra, e não a exceção. Dependendo do grau de preferência por liquidez vigente, que determina o grau de capacidade ociosa da economia, é perfeitamente possível que a expansão fiscal e monetária coordenada resulte apenas em efeitos “reais”, sem qualquer efeito significativo (ameaçador) sobre os preços. Concretamente, a pressão sobre os preços não ocorrerá se a economia estiver operando com razoável capacidade ociosa, que é, justamente, o caso em que se recomenda o uso de uma PF de déficit.

Em terceiro lugar, cabe lembrar que inflação não é o mesmo que aumento de preços: inflação é um *processo persistente* de aumento *generalizado* de preços. Para que a PF expansiva gere inflação é necessário que se mantenha uma política de déficits sob condições desfavoráveis no mercado financeiro (financiada, portanto, com expansão monetária) por um período prolongado e que, ao longo deste, a economia se aproxime de seu nível de produto potencial, quando, de fato, as pressões inflacionárias se avolumam. Neste caso, naturalmente, nenhum keynesiano recomendaria a manutenção de uma PF de déficits.

Como se vê, portanto, não há uma relação direta e garantida entre déficit público e inflação. Na prática, essa relação é condicionada por quatro fatores básicos:

- a) A forma de financiamento do déficit: o financiamento monetário ou com dívida em contextos monetários desfavoráveis (política monetária restritiva, alta preferência por liquidez ou rejeição aos títulos do governo) aumentam a probabilidade de geração de pressões inflacionárias: no primeiro caso, por excesso de demanda e, no segundo, por aumentos de custos (basicamente, de capital de giro), caso a emissão de novos títulos públicos, embora pressione as taxas de juros para cima, não chegue a gerar o efeito CR.
- b) Existência ou não de capacidade ociosa: indica se a demanda adicional gerada, direta e indiretamente, pelo governo pode ser rapidamente atendida com aumento da oferta agregada.
- c) Propensão marginal a consumir: como se viu na seção 2.3, economias com elevada propensão a consumir (países mais pobres) têm maior risco de geração de excesso de demanda em decorrência de uma PF expansiva.
- d) Estado das expectativas inflacionárias: se a economia já estiver operando com inflação e sob expectativas inflacionárias, será maior a probabilidade de que uma PF expansiva, uma vez

percebida pelos agentes, torne-se mais um foco de inflação. Em economias operando com relativa estabilidade de preços, esta tendência torna-se remota.

Finalmente, apenas a título de ilustração, vale mencionar a experiência brasileira no período 1995-97:<sup>7</sup>

- a) Em 1995, o déficit operacional do setor público (considerando os governos federal, estadual e municipal e as empresas estatais) aumentou significativamente em relação ao ano anterior, passando de um superávit de 1,1% do PIB para um déficit de 5% do PIB. No biênio 1996-97, este déficit se reduziu um pouco, mas ainda manteve uma média anual de 4,1% do PIB.
- b) O PIB cresceu 4,2% em termos reais em 1995 e uma média anual de 3,0% ao ano entre 1996-97.
- c) Apesar disso, a inflação (medida pelo IGP-DI) passou de mais de 2.000% em 1994 para 14,8% em 1995, 9,3% em 1996 e 7,5% em 1997.
- d) A FBCF (formação bruta de capital fixo) da economia registrou taxas reais de crescimento positivas nos três anos em análise (respectivamente, 7,3%, 1,2% e 9,3%) e até bastante elevadas em 1995 e 1997, o que descarta a hipótese de um efeito CR significativo.

Esse “milagre brasileiro dos anos 1990” foi possível graças à melhor aceitação do mercado para os títulos públicos, motivada pelos juros atraentes (elevados em termos reais e bem maiores que os internacionais) e pela forte confiança na estabilização, conquistada pelo Plano Real. Além disso, havia, à época, grande expectativa de que reformas estruturais anunciadas pelo então Presidente Fernando Henrique Cardoso (privatizações e reformas tributária e previdenciária) ajudariam a equacionar o problema fiscal. Assim, embora o período tenha sido marcado também pela expansão monetária – a base monetária passou de 1,3% do PIB em 1994 para 2,9% em 1997 – o déficit público aumentado não foi financiado por expansão monetária. Esse déficit foi financiado, predominantemente, pelo *aumento* da dívida pública mobiliária federal, inclusive, com prazos maiores que os de anos anteriores: a dívida em mercado passou de 12,1% do PIB em 1994 para 28,5% do PIB em 1997.

Em suma, por conta das melhores condições de financiamento e das expectativas inflacionárias otimistas, que “apostavam” no sucesso do Plano Real, o período 1995-97 registrou uma situação difícil de explicar no modelo neoclássico: uma combinação de aumento do déficit público, da base monetária e da dívida pública, acompanhada de queda (significativa) da inflação e de crescimento real dos investimentos – ou seja, sem pressões inflacionárias e sem efeito CR.

## 5. O Debate sobre a Dívida Pública

### 5.1. O enfoque keynesiano

Reconhecendo que o déficit público tem como contrapartida a expansão da dívida pública e que esta interfere no mercado monetário e, portanto, na taxa básica de juros da economia, atribui-se, no enfoque keynesiano, à autoridade monetária a função de administrar o “mix” de emissão de moeda e de dívidas de diferentes maturidades. O objetivo dessa administração é manter o mais baixo possível o custo do financiamento do governo, sem prejuízo da estabilidade monetária da economia.

A coordenação entre as políticas fiscal e monetária torna-se fundamental, já que há um óbvio *trade off* envolvido neste processo. Admitindo-se uma curva de rendimentos “normal”, ascendente – taxas de juros crescentes em relação ao prazo dos títulos – o esquema ideal de financiamento do governo, do ponto de vista do custo, seria baseado na emissão de moeda ou de títulos de curto prazo. Isto, no entanto, envolve o risco de inflação, não só pela monetização direta do déficit, mas também pelas pressões por monetização que uma dívida concentrada no curto prazo

---

<sup>7</sup> Os dados aqui mencionados foram extraídos de Giambiagi et al. (2005), Anexo Estatístico.

implica. O “mix” ideal exige, assim, uma atuação contínua do banco central no mercado, visando adequar a estrutura de juros e a composição da dívida às preferências dos investidores em termos de títulos de curto e de longo prazo (Okun, 1967). Operações de alongamento da dívida – troca de títulos curtos por longos – seriam indicadas nos períodos de maior “otimismo” do mercado, devendo ser evitadas nos períodos “pessimistas”, quando implicariam aumento do custo da dívida. Nestes, que normalmente ocorrem em fases recessivas, a emissão de dívidas de curto prazo (até um ano) deveria ser combinada com a emissão de moeda, que, neste cenário, traria menor risco de pressões inflacionárias.

Para tanto, é necessária a criação de condições institucionais adequadas no mercado financeiro, ou seja, a organização de um mercado de dívida pública, capaz de absorver os títulos emitidos pelo governo, bem como as operações de troca de títulos “curtos” por “longos” pelo banco central. Essa condição explica a tendência mundial à padronização da dívida pública sob a forma de dívida mobiliária, isto é, em títulos renegociáveis em mercados secundários.

Por fim, admite-se que a solvência do governo e, portanto, a garantia de pagamento da dívida seriam preservadas, num horizonte de médio prazo, por essa contínua administração dos prazos da dívida e pela própria recuperação da atividade econômica, estimulada pela PF. O aumento do nível de atividade permite ampliar a receita tributária e, assim, sustentar os encargos da dívida assumida nos períodos recessivos.

Como já observado, o modelo keynesiano foi duramente criticado, a partir dos anos 1970, por teóricos de inspiração neoclássica. No plano da PF e da dívida pública, em particular, a mais difundida crítica à abordagem keynesiana é o modelo da “equivalência ricardiana”, proposto por R. Barro (1974), em linha com a escola novo-clássica. Ancorado no modelo de expectativas racionais, este enfoque aponta o aumento do estoque da dívida pública como um fator de ineficiência alocativa e como uma das razões para a ineficácia anticíclica da PF baseada na geração de déficits orçamentários. Este modelo é descrito a seguir.

## 5.2. O modelo da equivalência ricardiana

O argumento central do enfoque da equivalência ricardiana é o de que o financiamento do gasto público com a emissão de dívida tem o mesmo efeito sobre a atividade econômica que seu financiamento através de impostos. A equivalência macroeconômica entre dívida e impostos é justificada com base em duas hipóteses básicas de comportamento dos agentes privados:

- a) Vale o modelo de expectativas racionais. Neste, admite-se que os agentes formulam suas expectativas com relação a variáveis econômicas utilizando todas as informações disponíveis e interpretando essas informações de acordo com modelos teóricos, em geral, “corretos” – o erro sistemático de interpretação é visto como um sinal de irracionalidade.<sup>8</sup>
- b) Vale o modelo do ciclo da vida, segundo o qual os agentes definem a distribuição de sua renda entre consumo (C) e poupança (S) visando manter um padrão estável de consumo ao longo da vida, apesar das variações correntes da renda disponível.

Diante da informação sobre a ocorrência de déficits governamentais e, portanto, do aumento da dívida pública, agentes racionais antecipariam a necessidade de aumento futuro nos impostos, de modo a capacitar o governo a cumprir os encargos financeiros da dívida. Admite-se, implicitamente, que, em suas decisões econômicas, os contribuintes levam em conta as condições de solvência financeira do setor público, bem como seus efeitos sobre a renda disponível. Espera-se, assim que o aumento da renda disponível e da capacidade de consumo no presente seja compensado por uma redução futura. Nessas condições, agentes racionais tenderiam a reter o

---

<sup>8</sup> Essa corresponde à chamada versão forte do modelo de expectativas racionais, na qual admite-se que a única fonte de erro possível, por parte de agentes racionais, é a insuficiência de informação sobre as ações de política econômica – um problema exógeno, causado pelo governo.

aumento atual da renda sob a forma de poupança, que financiará o aumento futuro nas despesas com impostos:

$$[9] \quad dS = dG \text{ (} dG = \text{variação nos gastos públicos)}.$$

Não haveria, assim, qualquer efeito multiplicador dos gastos governamentais sobre o consumo ( $dC = 0$ ), ao contrário do que previa o modelo keynesiano, restando apenas o efeito expansivo direto destes gastos sobre a renda agregada ( $Y$ ):

$$[10] \quad dY = dG.$$

Ou seja, o efeito macroeconômico seria exatamente o mesmo de uma política fiscal de orçamento equilibrado, em que  $dG = dT$  ( $dT =$  variação na arrecadação de impostos), cujo multiplicador é igual a 1.<sup>9</sup> O déficit público não traria, portanto, qualquer benefício em termos de crescimento econômico, tendo, ao contrário, um impacto negativo sobre o bem estar da sociedade, representado pelo ônus da dívida a ser paga pelas gerações futuras. Daí a recomendação de uma PF de permanente equilíbrio orçamentário.

### 5.3. O modelo de gestão da dívida pública dos anos 1990-2000

O enfoque novo-clássico da PF e da dívida pública tornou-se hegemônico nos meios acadêmicos e políticos nos anos 1990-2000, embora os dados fiscais desse período não mostrem (ainda) uma prática generalizada de orçamentos equilibrados. Essa distância entre a teoria e a prática se dá, especialmente, nos países que já tinham um elevado estoque de dívida pública em mercado, pressionando as despesas financeiras do setor público – caso em que se enquadrava a maioria dos países em desenvolvimento no período (entre eles, o Brasil). Nestes casos, a busca do equilíbrio orçamentário deve passar por uma etapa intermediária, na qual o controle do estoque da dívida pública ( $D$ ), medido em relação ao PIB ( $Y$ ), tornou-se o objetivo central a curto prazo. Contudo, sendo as despesas financeiras um tipo de gasto incomprimível a curto prazo, por refletir compromissos financeiros assumidos anteriormente, o ônus do controle do déficit público e da relação  $D/Y$  recaiu inteiramente sobre as contas *primárias* (não-financeiras) do governo: era necessário gerar superávits primários para compensar, pelo menos em parte, as despesas com juros da dívida pública e, assim, controlar, simultaneamente, o déficit e a relação  $D/Y$ .

Em suma, no novo modelo, a PF e a gestão da dívida pública visam apenas garantir a solvência do governo, e não mais os tradicionais objetivos macroeconômicos da política fiscal, definidos em termos de taxas de crescimento do PIB e de taxas de inflação. Esses objetivos, supõe-se, seriam alcançados indiretamente, à medida que o controle da relação  $D/Y$  sinalize aos detentores ou potenciais compradores de títulos públicos a garantia de solvência do setor público. Isto permitiria à economia operar com taxas de juros mais baixas, favorecendo o crescimento do produto agregado.

Embora a solvência do setor público seja, inegavelmente, uma condição essencial ao bom funcionamento do mercado de ativos financeiros e, por conseguinte, à própria sustentação da capacidade de crescimento da economia, o atual modelo de gestão fiscal não parece ser o mais adequado para atingir estes objetivos, porque trata a PF de forma “autista”, isolada da realidade que a cerca e condiciona seus resultados. São, basicamente, dois os problemas do modelo autista dos anos 1990-2000:

- a) identifica o superávit primário do governo como um potente instrumento de controle da relação  $D/Y$ , através do controle de  $D$ , negligenciando seus efeitos sobre  $Y$ , bem como os efeitos da política monetária, que determina a taxa básica de juros, sobre  $D$ ;

---

<sup>9</sup> Neste caso,  $dY = dG + dC$ , sendo  $dC = c \cdot dYD$  ( $c =$  propensão marginal a consumir;  $YD =$  renda disponível). Então  $dYD = dY - dT$ , sendo, de imediato,  $dY = dG$ . Se  $dT = dG$ , então:  $dYD = 0 \therefore dC = 0$  e  $dY = dG$ .

- b) identifica o *estoque* da dívida (em relação ao PIB) como indicador do grau de solvência do governo, quando, em verdade, o que “mede” esta condição, para o governo ou qualquer outro devedor, é a relação entre seus *fluxos* de receita e despesa financeira, que não necessariamente acompanha a relação  $D/Y$ .

Essas questões são discutidas a seguir.

## 6. Crítica ao modelo ‘autista’ dos anos 1990-2000

As relações entre o déficit nominal do setor público (DN), o estoque da dívida pública (D), o superávit primário do governo (SP) e o crescimento econômico ( $dY/Y$ ) podem ser demonstradas como se segue:<sup>10</sup>

$$[11] \quad DN = J - SP = dB + dH = dD, \text{ onde:}$$

$J$  = despesas com juros da dívida pública;

$dB$  = variação líquida no estoque de dívida pública remunerada (títulos);

$dH$  = variação líquida no estoque de base monetária (financiamento monetário do déficit);

$dD$  = variação líquida na dívida total do governo.

Estabilizar a relação  $D/Y$  em um nível  $k$  qualquer ( $k = D_0/Y_0$ ) requer  $dD/D_0 = dY/Y_0$ . De acordo com as condições acima:

$$[12] \quad dD/D_0 = DN/D_0 = (J - SP)/(kY_0) = (1/k).(j - s), \text{ onde:}$$

$j = J/Y_0$  e  $s = SP/Y_0$ .

Fazendo-se  $dY/Y_0 = g$  (taxa de crescimento nominal do PIB), a condição de estabilidade de  $k$  se cumpre quando:

$$[13] \quad (1/k).(j - s) = g \quad \therefore k = (j - s)/g$$

Na expressão [13], de acordo com o modelo em análise, tem-se: a)  $k$  = constante que define o objetivo principal da gestão da dívida; b)  $j$  e  $g$  são variáveis exógenas; c)  $s$  é a variável de ajuste. Para que  $k$  seja mantido constante,  $s$  deve ser elevado para compensar, proporcionalmente, qualquer aumento em  $j$  e qualquer redução em  $g$ . Lembrando que

$$[14] \quad j = r.(B/Y),$$

aumentos em  $j$  podem ocorrer em função de aumentos em  $r$ , aumentos em  $B$  ou de queda em  $Y$ . Essas três variáveis são exógenas para a PF:  $B$  reflete decisões passadas,  $r$  reflete a orientação da política monetária a cada período e  $Y$  reflete uma infinidade de fatores, entre eles, a PF e a política monetária. Assim, a magnitude necessária de  $s$  para estabilizar a relação  $k$  depende da forma como vem sendo gerida a política monetária:  $s$  será tanto maior, quanto mais restritiva for esta política. Quanto à  $Y$  e  $g$ , a taxa  $s$  requerida será maior, quanto mais recessivo for o ambiente macroeconômico.

O modelo requer, portanto, uma atuação *pró-cíclica* da política fiscal, que aprofunda as tendências recessivas ou expansivas da economia. Além disto ser a antítese do papel estabilizador que, normalmente, se espera da atuação do governo na economia, sua eficácia pode ser nula em relação ao objetivo que persegue, especialmente em ambientes econômicos recessivos: lembrando que  $s$  depende da arrecadação  $T$ ; que  $T$  acompanha os movimentos em  $Y$  ( $T = t.Y$ ); que, nas fases recessivas, a única forma de aumentar  $T$  é elevando a carga tributária  $t$ ; e que  $Y$  responde negativamente a aumentos em  $s$ , a medida pode tornar-se rapidamente inócua para reduzir  $D/Y$ , já que a redução inicial em  $D$  tende a ser acompanhada de redução em  $Y$  e, portanto, em  $s$ .

<sup>10</sup> Essas relações são demonstradas, com mais detalhe, em Hermann (2002).

O problema reside no fato de que, em [13],  $g$  não é independente de  $s$ : o aumento inicial em  $s$  pode implicar queda em  $g$ , anulando o esforço inicial de redução em  $k$ . Além disso, se a política monetária não estiver coordenada com o esforço de ajuste fiscal, este pode tornar-se uma luta inglória na presença de uma política monetária restritiva que eleve  $r$  e/ou  $B$ . Essa análise demonstra que o caminho virtuoso para o controle ou mesmo a redução da relação  $k$  não é o aumento “ex ante” do superávit primário do governo, mas sim seu aumento “ex post”, promovido pelo crescimento econômico. Isto, por sua vez, requer uma política de juros baixos ou, pelo menos, descendentes, que contribui, diretamente, para o controle de  $k$ , reduzindo  $j$  e, possivelmente, aumentando  $g$ .

Quanto ao uso da relação  $D/Y$  com o indicador de solvência do setor público, há uma confusão entre estoque e fluxo. Como demonstrou Minsky (1982) em seu conhecido modelo de fragilidade financeira, a solvência de qualquer devedor depende de duas condições básicas:

- a) da relação entre o fluxo de despesas financeiras assumidas e seu fluxo de receita líquida (após os gastos não financeiros);
- b) de sua capacidade de refinanciamento no mercado, isto é, de obtenção de novos créditos, em complemento ou em substituição à receita líquida, que lhe permitam manter os pagamentos devidos.

Em economias com sistemas de crédito bem organizados e desenvolvidos, o equilíbrio financeiro de um devedor não se define por sua capacidade de *liquidar totalmente* suas dívidas, mas sim de honrar, sistematicamente, os compromissos financeiros assumidos, dentro dos prazos previstos. Isto pode ser alcançado com recursos próprios ou de terceiros. Ou seja, sendo  $GF$  as despesas financeiras do governo a condição requerida é:

$$[15] \quad GF \leq SP + dNB + dH,$$

onde  $SP$  representa os recursos próprios do governo (após as despesas não-financeiras) e  $dNB$  e  $dH$  representam os recursos de terceiros (respectivamente, do mercado ou do banco central), sendo  $dNB =$  venda de *novos* títulos públicos no mercado. As despesas financeiras do governo compõem-se de amortizações ( $A$ ) e juros ( $J$ ) da dívida pública:

$$[16] \quad GF = A + J,$$

onde:  $A = a.B$ ,  $0 < a < 1$ , e  $J = r.B$ . Assim, a condição [15] fica:

$$[16] \quad (a + r).B \leq SP + dNB + dH$$

Em [16], apenas um dos condicionantes da solvência do setor público depende da gestão da política fiscal: o termo  $SP$ . Todos os demais são determinados pela política monetária, que determina  $dB$ ,  $dH$  e  $r$ , e pela forma de administração da dívida pública, que  $r$  e o coeficiente de amortização,  $a$ . Tal como observado anteriormente, isto demonstra que a coordenação entre a política monetária e a fiscal é condição necessária à boa administração da dívida pública: na presença de juros ascendentes, por exemplo, o esforço de aumento em  $s$  (via  $SP$ ) pode tornar-se inócuo.

Essa abordagem “de fluxos” para a solvência do governo traz vantagens analíticas em relação à “de estoque”, que enfatiza a relação  $D/Y$ :

- a) é mais realista, avaliando a questão a partir das variáveis que realmente definem a capacidade de pagamento da dívida pública a cada período – entre estas, vale notar, o estoque total  $D$  é substituído pela parcela  $B$ , de dívida remunerada;
- b) explicita claramente a influência da política monetária neste processo;
- c) permite estabelecer uma condição de solvência sem ambigüidades, porque não requer a escolha arbitrária de um “valor ótimo” para as variáveis envolvidas, como é o caso no enfoque da relação  $D/Y$ : todas as variáveis de [16] são passíveis de quantificação, permitindo uma avaliação técnica da situação financeira do governo;

- d) explicita uma variável crucial, que é omitida na relação  $D/Y$ : o prazo médio da dívida, inversamente relacionado ao coeficiente de amortização  $a$ .

O coeficiente de amortização traz (de volta) à tona a importância da gestão cotidiana da dívida, enfatizada no modelo keynesiano, cuja função é administrar o *trade off* entre alongamento do prazo, que reduz o coeficiente  $a$ , e aumento do custo da dívida, medido por  $r$ . Levando-se em conta esse aspecto, conclui-se que a relação  $D/Y$  informa muito pouco sobre a real capacidade de pagamento do governo, já que, dependendo do “mix” de títulos de diferentes prazos que compõem o estoque  $B$ , um mesmo estoque total de dívida pública  $D$  pode representar graus distintos de solvência do governo.

## 7. Considerações Finais

No que tange às experiências concretas de PF e gestão da dívida pública no pós-guerra, pode-se identificar, grosso modo, três períodos distintos, de acordo com o modelo teórico dominante:

- Do pós-guerra até fins dos anos 1970: neste período, de dominância keynesiana, o objetivo central da gestão da dívida pública era o de obter uma “boa administração” da dívida – e não sua eliminação – de modo a manter baixo o custo de financiamento da PF, baseada em déficits.
- Década de 1980: caracteriza-se, em diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento, por um esforço de ajuste fiscal de caráter conjuntural, visando à redução do déficit orçamentário, por meio de cortes nos gastos públicos e/ou de aumentos nas alíquotas de impostos. Em termos de dívida pública, o objetivo era a redução de seu ritmo de crescimento em relação ao PIB.
- Da década de 1990 em diante: período de clara dominância do enfoque novo-clássico, marcado pela busca (nem sempre bem sucedida) de orçamentos fiscais equilibrados “ex ante”. Quanto à dívida pública, o objetivo passa a ser, inicialmente, a estabilização da relação dívida/PIB ( $D/Y$ ) e, posteriormente, sua gradual redução.

O fato é que, a partir dos anos 1970, assiste-se a um processo lento e contínuo de “queda moral” da PF keynesiana, que vem sendo substituída por um novo modelo, no qual a PF visa apenas o equilíbrio financeiro do próprio setor público. Trata-se de uma postura “autista”, que expressa o seu desligamento da realidade de diversas formas:

- Neste enfoque, o governo tornou-se um agente econômico cuja função principal é cuidar de si mesmo, ignorando os efeitos colaterais danosos que podem advir da busca de seu permanente equilíbrio financeiro.
- A orientação da PF e da gestão da dívida pública são as mesmas em qualquer contexto macroeconômico.
- Supõe-se que a busca do orçamento equilibrado ou, antes que isto seja possível, a demonstração de solvência financeira do governo através da geração de superávits primários “adequados” caracterizem uma PF “neutra” em termos macroeconômicos – na realidade, como vimos, esses objetivos tornam a PF pró-cíclica, aprofundando as fases recessivas da economia, quando, idealmente, deveria atenuá-las.

## Referências Bibliográficas

- BARRO, R. J. (1974). “Are Government Bonds Net Wealth?”. *Journal of Political Economy*, 81, pp. 1095-1117.
- CARVALHO, F. J. Cardim de (1992). *Mr. Keynes and the Post-Keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar.



- CARVALHO, F. J. Cardim de (1999). “Políticas Econômicas para Economias Monetárias”, in G. T. Lima, J. Sicsú e L. F. R. de Paula, *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, Cap. 12, pp. 258-283.
- DAVIDSON, P. (1978). *Money and the Real World*. London: MacMillan.
- FRIEDMAN, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. The University of Chicago Press.
- FRIEDMAN, M. (1968). “The Role of Monetary Policy”. *American Economic Review*, March.
- FROYEN, R. T. (2001). *Macroeconomia*. Rio de Janeiro: Saraiva.
- GIAMBIAGI, F., A. VILLELA, J. HERMANN e L. B. de CASTRO (Orgs.), *Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2004*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.
- HERMANN, J. (1988). “O processo multiplicador: uma visão alternativa”. *Anais do XVI Encontro Nacional de Economia da ANPEC*. Belo Horizonte: Dezembro.
- HERMANN, J. (2002). “A Macroeconomia da Dívida Pública: notas sobre o debate atual e a experiência brasileira recente (1999-2002)”. *Cadernos Adenauer*, Ano III, nº 04. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, Novembro, pp. 41-70.
- KEYNES, John M. (1979). “A Treatise on Money”, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 5-6. London: MacMillan.
- KEYNES, John M. (1984). “A Teoria Geral do Emprego”, in T. Szmrecsányi (org.) e F. Fernandes (Coord.), *Keynes*. São Paulo: Ática. Publicação original: “The General Theory of Employment”. *Quarterly Journal of Economics*, February, 1937.
- KEYNES, John M. (1985). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- KREGEL, Jan (1980). “Markets and Institutions as Features of a Capitalistic Production System”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, Vol. 3, nº 1, pp. 32-48.
- KREGEL, J. (1991). “Budget Déficits, Stabilisation Policy and Liquidity Preference: Keynes’s Post-War Policy Proposals”, in F. Vicarelli, *Keynes’s Relevance Today*. London: MacMillan, Cap. 3, pp. 28-50.
- LUCAS, R. e SARGENT, T. (ed.) (1981). *Rational Expectations and Econometric Practice*. Minneapolis: University of Minnesota Press.
- MINSKY, P. H. (1975). *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press.
- MINSKY, P. H. (1982). “The Financial Fragility Hypothesis: an Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, in H. P. Minsky, *Can It Happen Again? Essays on Stability and Finance*. New York: M. E. Sharpe, Inc, pp. 59-70.
- MINSKY, P. H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press.
- OKUN, A. (1967). “Monetary Policy, Debt Management, and Interest Rates: a Quantitative Appraisal”, in D. D. Hester e J. Tobin (eds.), *Financial Markets and Economic Activity*. New York: John Wiley & Sons, Inc. .