



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
Instituto de Economia

**FLÁVIO ARANTES DOS SANTOS**

**A POLÍTICA FISCAL NO DEBATE CONTEMPORÂNEO: UMA ANÁLISE  
CRÍTICA SOB A PERSPECTIVA DA MACROECONOMIA DA DEMANDA  
EFETIVA**

Campinas, 2022



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
Instituto de Economia

**FLÁVIO ARANTES DOS SANTOS**

**A POLÍTICA FISCAL NO DEBATE CONTEMPORÂNEO: UMA ANÁLISE  
CRÍTICA SOB A PERSPECTIVA DA MACROECONOMIA DA DEMANDA  
EFETIVA**

*Tese apresentada ao Instituto de Economia  
da Universidade Estadual de Campinas  
como parte dos requisitos exigidos para a  
obtenção do título de Doutor em Ciências  
Econômicas, na Área de Teoria Econômica*

Orientador: Francisco Luiz Cazeiro Lopreato  
Coorientador: Geraldo Biasoto Junior

ESTE TRABALHO CORRESPONDE À VERSÃO FINAL  
DA DISSERTAÇÃO/TESE DEFENDIDA PELO ALUNO  
FLÁVIO ARANTES DOS SANTOS, E ORIENTADA  
PELO PROF. DR. FRANCISCO LUIZ CAZEIRO  
LOPREATO

Campinas  
2022

Ficha catalográfica  
Universidade Estadual de Campinas  
Biblioteca do Instituto de Economia  
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

Santos, Flávio Arantes dos, 1984-  
Sa59p A política fiscal no debate contemporâneo : uma análise crítica sob a perspectiva da macroeconomia da demanda efetiva / Flávio Arantes dos Santos. – Campinas, SP : [s.n.], 2022.

Orientador: Francisco Luiz Cazeiro Lopreato.  
Coorientador: Geraldo Biasoto Junior.  
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Política tributária. 2. Macroeconomia. 3. Demanda (Teoria econômica). 4. Nova síntese neoclássica. I. Lopreato, Francisco Luiz Cazeiro, 1952-. II. Biasoto Junior, Geraldo, 1961-. III. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. IV. Título.

Informações Complementares

**Título em outro idioma:** Fiscal policy in current debate : a critical appraisal under the perspective of effective demand macroeconomics

**Palavras-chave em inglês:**

Fiscal policy  
Macroeconomics  
Demand (Economic theory)  
New neoclassical synthesis

**Área de concentração:** Teoria Econômica

**Titulação:** Doutor em Ciências Econômicas

**Banca examinadora:**

Francisco Luiz Cazeiro Lopreato [Orientador]  
Carlos Pinkusfeld Monteiro Barros  
Kaio Sousa Mascarenhas Pimentel  
Simone Silva de Deos  
Pedro Linhares Rossi

**Data de defesa:** 30-11-2022

**Programa de Pós-Graduação:** Ciências Econômicas

**Identificação e informações acadêmicas do(a) aluno(a)**

- ORCID do autor: <https://orcid.org/0000-0003-3863-1304>  
- Currículo Lattes do autor: <http://lattes.cnpq.br/6592880473208114>

**FLÁVIO ARANTES DOS SANTOS**

**A POLÍTICA FISCAL NO DEBATE CONTEMPORÂNEO: UMA ANÁLISE  
CRÍTICA SOB A PERSPECTIVA DA MACROECONOMIA DA DEMANDA  
EFETIVA**

**Prof. Dr. Francisco Luiz Cazeiro Lopreato – orientador**

Defendida em 30/11/2022

**COMISSÃO JULGADORA**

**Prof. Dr. Francisco Luiz Cazeiro Lopreato – PRESIDENTE**  
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

**Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Barros**  
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

**Prof. Dr. Kaio Sousa Mascarenhas Pimentel**  
Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional (IPPUR/UFRJ)

**Profa. Dra. Simone Silva de Deos**  
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

**Prof. Dr. Pedro Linhares Rossi**  
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

A Ata de Defesa, assinada pelos membros da Comissão Examinadora, consta no processo de vida acadêmica do aluno.

## **AGRADECIMENTOS**

Essa tese representa apenas uma parte de um longo período de estudos, descobertas, desafios, intempéries e alegrias da minha vida. Não há como resgatar e agradecer tudo o que aconteceu no caminho até que ela estivesse “pronta”.

Agradeço a todos que me foram constantes durante o processo e aos que dele participaram de maneira pontual. Não o faço nominalmente aqui porque já tentei fazê-lo durante a trajetória. Espero que tenha tido êxito.

Termino essa etapa acadêmica mais experiente e mais convicto de que é preciso inquietude para mudar as coisas, paz para tentar e paixão para se comprometer.

A vida não me foi linear e não parece que o será daqui em diante. Mas tive sorte. E muita.

The whole conduct of life was made into a sort of parody of the accountant's nightmare. Instead of using their vastly increased material and technical resources to build a wonder-city, they built slums; and they thought it right and advisable to build slums because slums, on the test of private enterprise, 'paid', whereas the wonder-city would, they thought, have been an act of foolish extravagance, which would, in the imbecile idiom of the financial fashion, have 'mortgaged the future', though how the construction today of great and glorious works can impoverish the future no man can see until his mind is beset by false analogies from an irrelevant accountancy.

(John M. Keynes, 1933, CW, Vol. XXI, p. 241)

## RESUMO

Esta tese é composta por quatro artigos que analisam criticamente a política fiscal no pensamento dominante a partir de uma perspectiva alternativa, a da macroeconomia da demanda efetiva. No primeiro capítulo é argumentado que, uma vez que o NCM descarta o Estado da dinâmica econômica, não há qualquer papel para política fiscal a não ser a de garantir o controle das contas públicas pela ótica estritamente financeira. Já o segundo capítulo mostra a visão alternativa, em que o Estado é integrado ao sistema econômico e, sendo assim, possui papéis estruturais para garantir o emprego e a renda no longo prazo. O terceiro, por sua vez, mostra como o modelo de condução de política macroeconômica no Brasil seguiu o ideário do NCM desde o Plano Real até o primeiro mandato do presidente Lula, sendo flexibilizado nos últimos anos desse período, onde houve mais ativismo da política fiscal. Por fim, no quarto capítulo mostramos a insuficiência do NCM em captar as relações entre o Estado e o capitalismo financeirizado e a inadequação dos indicadores utilizados para a avaliação da política fiscal.

## **ABSTRACT**

This thesis is composed of four articles that critically analyze fiscal policy in mainstream macroeconomics from an alternative perspective, based on the macroeconomics of effective demand. In the first chapter it is argued that, since the NCM excludes the State from the economic dynamics, there is no role for fiscal policy other than to guarantee the control of public accounts in a strictly financial manner. The second chapter shows the alternative view, in which the State is integrated into the economic system and, therefore, has structural roles to guarantee employment and income in the long term. The third, in turn, shows how the model for conducting macroeconomic policy in Brazil followed the NCM ideology from the Real Plan to the end of first term of President Lula mandate, when it was giving more activism to fiscal policy. Finally, in the fourth chapter, we show the insufficiency of the NCM in capturing the relationship between the State and financialized capitalism and the inadequacy of the indicators used to assess fiscal policy.

## Sumário

Introdução.....	11
Capítulo 1 .....	15
A Fundamentação Teórica da Política Fiscal no Novo Consenso em Macroeconomia.....	15
Introdução.....	15
1.1 – Revisitando o modelo do NCM e o papel da política fiscal .....	20
1.2 – O Equilíbrio no mercado de fatores e a oferta intertemporal .....	28
1.2.1 – Os pressupostos microeconômicos da oferta .....	28
1.2.2 – O equilíbrio a partir da taxa natural de desemprego e a oferta agregada .....	38
1.3 – Equivalência Ricardiana e a negação da política fiscal no ajuste da demanda agregada .....	47
1.4 – Dominância Fiscal, Teoria Fiscal do Nível de Preços e o Controle Orçamentário Intertemporal .....	54
Considerações Finais .....	65
Bibliografia .....	68
Capítulo 2 .....	74
Macroeconomia da Demanda Efetiva e Política Fiscal .....	74
Introdução.....	74
2.1 – Definindo a Macroeconomia da Demanda Efetiva .....	78
2.1.1 – O Ponto, o Conceito e o anúncio do Princípio.....	81
2.1.2 – O Princípio da Demanda Efetiva e sua Atemporalidade .....	99
2.2 – A Política Fiscal segundo Macroeconomia da Demanda Efetiva.....	111
2.2.1 – A Estrutura de Longo Prazo .....	114
2.2.2 – O Financiamento e o Curto Prazo.....	127
2.3 – Considerações finais.....	137
Bibliografia .....	138
Capítulo 3 .....	143
O Novo Consenso em Macroeconomia no Brasil: a Política Fiscal do Plano Real ao Segundo Governo Lula .....	143
Introdução.....	145
3.1 Política Macroeconômica e o Papel da Política Fiscal.....	145
3.2 Mudança no Regime Fiscal Brasileiro.....	151
3.3 A Política Fiscal no Novo Regime de Política Macroeconômica.....	156
3.4 O Primeiro Governo Lula e o Aprofundamento do Regime Fiscal .....	159

3.5 Segundo Governo Lula e as Mudanças na Condução da Política Fiscal .....	163
Considerações Finais .....	168
Referências.....	170
Capítulo 4 .....	175
A Política Fiscal no Contexto da Financeirização: Teoria Insuficiente e Indicadores Inadequados ....	175
Introdução.....	176
4.1 A Política Fiscal no Pensamento Dominante e os Indicadores Fiscais .....	177
4.2 A Crítica ao NCM Pela Ótica de uma Economia Monetária da Produção .....	181
4.3 Contas Públicas e Política Fiscal no Brasil: Instrumentos Inadequados, Teorias Insuficientes. ....	184
4.3.1 A Capacidade das Medidas de Déficit em Aferir os Impactos Reais e Financeiros .....	185
4.3.2 Reservas Internacionais e Custos Fiscais .....	188
4.3.2 Intervenções do Estado nos mercados financeiros.....	190
4.4 O financiamento do investimento e os custos fiscais .....	193
4.5 O peso do crédito e dos subsídios na execução do Tesouro Nacional .....	195
4.6 Estado e dívida: um gestor financeiro travestido de gestor fiscal .....	196
Considerações finais.....	201
Bibliografia .....	202
Considerações Finais à guisa de conclusão .....	205
Bibliografia geral .....	207

## Introdução

Uma vasta literatura explora o que se convencionou chamar de Novo Consenso em Macroeconomia (NCM) sem, contudo, discutir alguns de seus pressupostos teóricos fundamentais, que embasam o modelo padrão de condução da política macroeconômica dessa corrente. Em especial, boa parte da literatura entende como dada a participação governo na economia e não se atenta para o fato de que a participação do Estado é, desde o início, negada no modelo *mainstream*<sup>1</sup>. Devido a essa negação, é uma consequência lógica da linha de raciocínio tomada pelo NCM que o setor público não tenha função para atuar na macroeconomia a não ser garantindo as finanças públicas “saudáveis”. Para além dessa função financeira, o Estado só ganha algum destaque quando ocorrem choques na demanda agregada ou, ainda, quando os *policymakers* a ele recorrem para salvar a economia de alguma situação de exceção (como nas crises como as de 1929 e 2008 ou na pandemia iniciada em 2020).

O fato é que o *mainstream* se baseia em pressupostos irrealistas sobre o comportamento econômico e a visão alternativa, que aqui defendemos, ainda não teve a oportunidade de aplicar, na prática, a completude das propostas elaboradas a partir do arcabouço da macroeconomia da demanda efetiva. Assim, apesar de alguns episódios localizados como, por exemplo, as políticas de emprego público de alguns países específicos, ou daqueles em que o sistema de proteção social é historicamente bem estruturado, uma posição mais consensuada sobre o que o significa colocar o setor público dentro do modelo de política macroeconômica ainda é incipiente. Há certa carência de prescrições de como o Estado deve se ajustar aos ciclos, de qual deve ser sua resposta a eventos econômicos específicos, ainda, imprevisibilidade significativa das consequências de cada decisão tomada. Feliz ou infelizmente, essa é uma característica geral da disciplina econômica, seja por conta da economia enquanto ciência social em que não é possível fazer experimentos sociais controlados em laboratórios (apesar das técnicas avançadas na modelagem), seja por causa dos experimentos teóricos contra factuais.

Por ora, nos resta então usar dados disponíveis e argumentos teóricos para tentar colocar o setor público no protagonismo macroeconômico e apresentar ao debate os elementos de uma visão alternativa àquela que nas últimas décadas tem sido a principal guia das políticas econômicas mundo afora. O modo de condução da economia a partir do arcabouço do NCM tem se mostrado, repetidas

---

<sup>1</sup> Chamamos de *mainstream* a corrente de pensamento macroeconômico que tem dominado o debate público e de formulação de políticas desde os anos 1980 até os dias atuais. Essa perspectiva, que abriga os novos clássicos e novos keynesianos, entre outros, têm uma convergência de entendimento sobre alguns pontos básicos da dinâmica econômica, como a necessidade de papel reduzido para a atuação do Estado na economia e, como consequência, a construção de uma agenda econômica pró mercado, a utilização da política monetária como a principal política macroeconômica e, ainda, a busca pela estabilidade inflacionária como grande objetivo econômico, entre outros pormenores que derivam destes pontos. Aqui usaremos *mainstream*, pensamento dominante, pensamento convencional e NCM como termos intercambiáveis.

vezes, equivocado frente ao comportamento econômico da maior parte dos países economicamente relevantes, principalmente daqueles que, recentemente, ainda não conseguiram se recuperar totalmente dos efeitos deletérios da crise de 2008 e foram, novamente, solapados por uma crise ainda maior, a partir de 2020, devido impactos socio-sanitários da pandemia de COVID-19.

Nesse sentido, a proposta desse trabalho é dupla. Por um lado, mostramos o porquê, para o NCM, o setor público se incumbe basicamente de garantir determinados resultados para a suas contas, colocando como papel para a política fiscal a obtenção de determinado nível ou meta para indicadores fiscais específicos. Por outro lado, apresentamos os elementos de uma visão alternativa de política fiscal, que dão ao Estado maior protagonismo na condução da política macroeconômica e colocam o setor público como agente dinâmico do processo econômico.

Para cumprir com os objetivos do trabalho, a tese é dividida em quatro capítulos, sendo os dois últimos artigos já publicados durante o período de doutoramento. O primeiro capítulo tem como principal objetivo apresentar uma interpretação da fundamentação teórica da política fiscal no NCM. Partimos da constatação de que essa política não é entendida como ferramenta de estabilização macroeconômica, como variável de ajuste de demanda agregada, e fazemos um caminho retroativo, mostrando que, dados os pressupostos que embasam o modelo do NCM, não há outro papel para a política fiscal a não ser a de uma constante ou um choque exógeno. Sendo a política fiscal assim entendida é inerente que, para o NCM, o setor público deva se concentrar apenas na busca pelo equilíbrio de suas contas, na gestão financeira das receitas e despesas públicas, se preocupando com a famigerada “sustentabilidade” das contas públicas, e que qualquer ação fiscal divergente do previsto tenha como resultados o *crowding out* dos gastos privados e/ou a inflação.

O segundo capítulo tem como principal objetivo apresentar as grandes linhas de uma proposta de política fiscal fundamentada teoricamente na abordagem da macroeconomia da demanda efetiva. Partimos da posição antagônica que esta abordagem representa em relação aos pressupostos basilares do NCM para argumentar que a presença do setor público é central na determinação do gasto agregado e, como consequência, do emprego e da renda da economia. Na macroeconomia da demanda efetiva o Estado é integrado ao modelo econômico e a política fiscal é sua principal ferramenta de atuação. Sendo o setor público assim entendido, mostramos e defendemos que, ao contrário da posição do NCM, a política fiscal deve ser usada de maneira ativa e perene, para manter um patamar de gastos agregados condizentes com os objetivos macroeconômicos almejados socialmente, e não apenas para a gestão financeira das contas públicas.

Já o terceiro capítulo é o artigo publicado na *Revista de Economia Contemporânea*, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, em que argumentamos que a política fiscal no Brasil, a partir do Plano Real, seguiu a lógica do NCM. Na nossa interpretação, desde o Plano criaram-se as bases para uma mudança do regime fiscal brasileiro em que a política fiscal deve preocupar-se com a

sustentabilidade das contas públicas, garantindo aos agentes um ambiente estável para tomada de decisão. Esse regime é consolidado a partir da crise cambial de 1999, quando o país adota o tripé de câmbio flexível, metas de inflação e geração de superavit primário. O governo Lula aprofunda a condução da política fiscal nesses moldes até 2006, quando promove mudanças na sua base teórica e na sua condução. Desde então até o final do segundo governo Lula, embora mantenha características da fase anterior, a política fiscal sofreu alterações, com o Estado agindo de maneira mais direta na economia. Depois de contar com o “aval” da crise mundial de 2008, o ativismo do governo voltou a enfrentar resistência teórica por parte de críticos fortemente ligados às ideias do NCM.

Por fim, o quarto e último capítulo é o artigo publicado na *Revista Economia e Sociedade*, da Universidade Estadual de Campinas, em que problematizamos a concepção de política fiscal no NCM a partir da insuficiência dessa corrente em captar as relações entre o Estado e o capitalismo financeirizado e a inadequação dos indicadores utilizados para a avaliação da política fiscal. Nossa argumentação é de que em um padrão de acumulação de material em que a gestão de ativos e a valorização da riqueza financeira dominam os movimentos dos fluxos econômicos “reais”, a política fiscal, muito além de lidar com o fluxo de caixa (receitas tributárias e despesas reais), se depara com a gestão dos estoques, seus movimentos e remunerações ao longo do tempo. Usando o caso da economia brasileira, demonstramos que as ações de natureza financeira e patrimonial que o Estado brasileiro é compelido a realizar impactam o resultado fiscal de maneira mais significativa que os efeitos das receitas e despesas públicas, de maneira que, os indicadores-síntese utilizados, para avaliação do comportamento fiscal do governo não expressam a dinâmica real das contas públicas e seu impacto sobre a economia.

Aos quatro capítulos, seguem-se alguns breves comentários à guisa de conclusão do trabalho. Antes, contudo, de passarmos à discussão proposta em cada um dos capítulos, é necessário fazer algumas considerações sobre a forma, o conteúdo e a ordem cronológica em que foram escritos.

O terceiro capítulo foi o primeiro a ser escrito e, ao mesmo tempo em que se coloca como uma espécie de resumo das preocupações que sempre permearam a minha trajetória acadêmica, representa um estágio ainda inicial da maturidade crítica. É fruto da pesquisa que se iniciou ainda em minha iniciação científica, em meados dos anos 2000, com a roupagem teórica desenvolvida no mestrado defendido em 2011, sendo, portanto, fruto dos meus primeiros anos do doutoramento. A linguagem de lá até o fim desta tese teve algumas mudanças significativas, decorrência do próprio processo de desenvolvimento da capacidade crítica que o doutorado nos proporciona.

O quarto capítulo, segundo a ser escrito, o foi no bojo de uma edição especial da *Revista Economia e Sociedade* (volume 26), que teve como objetivo discutir o “capitalismo financeirizado” ao mesmo tempo em que homenageava o professor Titular do Instituto de Economia da Unicamp, José Carlos Braga, por suas contribuições profícuas sobre o entendimento do capitalismo contemporâneo

e ideias originais a respeito da financeirização. Desta forma, submetemos o artigo à publicação na tentativa de mostrar a lógica por trás da condução da política fiscal, do modo como o NCM a concebe, tento como pano de fundo a perspectiva da financeirização da riqueza e como objeto de análise a situação brasileira. É nesse artigo que germinam as primeiras críticas da política fiscal a partir da macroeconomia da demanda efetiva, tratada no capítulo primeiro da tese e último a ser escrito. Assim, muito do que era apenas um esboço em 2017, quando o artigo foi publicado, tomou formas mais consistentes em 2022, quando a tese foi finalizada.

Em virtude da conjuntura em que ambos foram escritos, os dois últimos capítulos da tese possuem elementos que se repetem entre si e nos dois primeiros, de modo que, aos leitores, agora avisados, nos escusamos pela sensação de repetição do assunto e da argumentação que eventualmente possam sentir numa leitura completa do trabalho aqui apresentado. Além disso, precisamos ainda ressaltar que, em virtude de serem trabalhos já publicados e, a despeito de acatarmos as considerações feitas pela banca no processo de defesa, não é possível realizar alterações significativas no conteúdo de ambos. Nesse sentido, restringimos as correções apenas a questões de forma, como eventuais erros de ortografia, concordância e pontuação. Entretanto, ao passo que agradecemos os apontamentos realizados pela banca, que muito enriqueceu nossa compreensão, nos comprometemos em incorporá-los em trabalhos futuros.

# Capítulo 1

## A Fundamentação Teórica da Política Fiscal no Novo Consenso em Macroeconomia

### Introdução

O capítulo tem como principal objetivo apresentar uma interpretação da fundamentação teórica da política fiscal no Novo Consenso em Macroeconomia (NCM). Partimos da constatação de que essa política não é entendida como ferramenta de estabilização macroeconômica, como variável de ajuste de demanda agregada, e fazemos um caminho retroativo, mostrando que, dados os pressupostos que embasam o modelo do NCM, não há outro papel para a política fiscal a não ser a de uma constante ou um choque exógeno. Sendo a política fiscal assim entendida é inerente que, para o NCM, o setor público deva se concentrar apenas na gestão financeira de suas contas e que qualquer ação fiscal diferente do previsto tenha como resultados o *crowding out* dos gastos privados e/ou a inflação.

O argumento é de que a abordagem teórica adotada pelo NCM tomou como dadas as hipóteses da taxa de natural de desemprego, da equivalência ricardiana e da dominância fiscal, desenvolvidas entre o final dos anos 1960 e meados dos 1980, e as colocou como alicerce de um modelo de política de estabilização macroeconômica em que o governo não deve atuar por meio da política fiscal. O NCM não nega a existência do setor público e sua influência sobre as variáveis macroeconômicas, mas, alicerçado numa visão da superioridade da política monetária, considera que as ações fiscais estão determinadas em uma dimensão institucional fora da política macroeconômica e que lá devem permanecer sem causar distúrbios no modelo de estabilização. O ideário novo-clássico, de que agentes com expectativas racionais otimizam suas escolhas de maneira intertemporal, com a proposição novo-keynesiana de concorrência imperfeita e rigidezes de preços e salários, que sintetizam a visão do NCM, apenas sedimentam a política fiscal como dado exógeno.

Na abordagem do NCM há uma clivagem entre a influência do Estado nas condições estruturais da economia, que determinam a oferta agregada, e o impacto das ações fiscais na conjuntura macroeconômica, via demanda agregada. Em termos concretos, por um lado, o NCM reconhece (i) que o Estado oferece bens e serviços a famílias e firmas; (ii) que estas maximizam suas decisões levando em consideração a utilidade desses bens e serviços; e (iii) que estes impactam nas condições de emprego, produção e oferta agregadas. Por outro lado, a abordagem do NCM assume que as ações do governo estão dadas na demanda agregada por meio do gasto público e da sua capacidade de financiamento, que fecham uma estrutura orçamentária (pré)determinada, em uma esfera institucional alheia à política macroeconômica. Uma vez determinado o orçamento público (que

define a participação do Estado na economia), cabe à política monetária o papel da condução da política macroeconômica.

Essa clivagem, de maneira geral, é herdada da perspectiva monetarista e aprofundada pela novo-clássica, notadamente pela vertente dos ciclos reais de negócios. No primeiro caso, os trabalhos Milton Friedman (1956, 1978, 1981 e 1992) são as principais referências, uma vez que o autor assume que as ações do governo são determinadas em uma esfera institucional alheia à da política macroeconômica e as toma como dadas. Já no segundo caso, os novos clássicos dão atenção, em sua maioria, aos efeitos dos choques reais causados pelas ações do governo no ciclo econômico<sup>1</sup>. À exceção das discussões levantadas a partir trabalhos de Robert Barro, Thomas Sargent e Neil Wallace, praticamente não há consideração sobre os aspectos macroeconômicos da influência das ações do setor público na demanda agregada. Não por menos são esses os autores que dão dois dos pilares sobre os quais o NCM sustenta sua interpretação a respeito da atuação macroeconômica do governo – Barro (1974) com a hipótese da equivalência ricardiana e Sargent e Wallace (1981) com a da dominância fiscal<sup>2</sup>. O terceiro pilar, que fecha a interpretação sobre o papel do setor público nas bases do modelo do NCM, remonta aos desenvolvimentos da proposição inicial de Friedman (1968, 1977), de naturalizar a taxa de desemprego.

O ponto fundamental para a clivagem do papel do setor público é justamente esse último, que define o equilíbrio macroeconômico a partir da hipótese da existência de uma taxa de desemprego para a qual o desemprego corrente converge no longo prazo. Na definição utilizada pelo NCM, não é apenas uma taxa natural, mas uma taxa de desemprego que não acelera a inflação (*non-accelerating inflation rate of unemployment* – NAIRU). Nesse cenário, o equilíbrio macroeconômico ocorre quando a demanda agregada está no nível do produto agregado gerado a partir da NAIRU que, em última instância, depende das condições de equilíbrio no mercado de trabalho. Dadas a NAIRU e o produto (natural/potencial) agregado a ela atrelado, a demanda agregada é desdobrada entre setor público e privado. Toda vez que o setor público demanda uma parcela desse produto além daquela pré-determinada no orçamento, ele compete pela parcela do setor privado. Toda ação fiscal assim executada é entendida como choque de demanda no modelo do NCM e gera dois resultados principais: *crowding out* dos gastos privados e/ou inflação.

---

<sup>1</sup> Seguindo a tradição dos ciclos reais de negócios, a política fiscal, juntamente com a mudança na produtividade e as variações nos custos de produção estão entre os choques (reais) mais comuns ao modelo do NCM e impactam também o produto potencial da economia (Plosser, 1989; Goodfriend e King, 1997; Snowdon e Vane, 2005).

<sup>2</sup> Consideramos que os trabalhos de Eric Leeper (Leeper, 1991), Christopher Sims (Sims, 1994) e Michael Woodford (1994; 1995), pioneiros na discussão do que veio a ser conhecida como Teoria Fiscal do Nível de Preços, são desdobramentos das discussões seminais de Barro (1974) e Sargent e Wallace (1981).

Em paralelo à NAIRU, a proposição da Equivalência Ricardiana confirma o *crowding out*: numa economia em que os agentes são ricardianos, qualquer ação do setor público na demanda será compensada pela variação no gasto privado (interno ou externo) no sentido oposto, deixando inalterada a demanda agregada. No modelo de política macroeconômica do NCM, em que a taxa de juros de referência da economia é ajustada para que o produto corrente atinja o produto potencial e a inflação alcance a meta estabelecida<sup>3</sup>, a hipótese do *crowding out* dos gastos privados é reforçada pelo efeito do aumento da taxa de juros, como resposta da política monetária às mudanças no produto corrente e/ou às variações da inflação.

Como o modelo de política macroeconômica se baseia na política monetária, o regime macroeconômico não pode estar sob “*dominância fiscal*”, isto é, o Banco Central (autoridade monetária) não pode ser “obrigado” pela autoridade fiscal a financiar de maneira inflacionária o excesso de gastos sobre a arrecadação e a emissão de títulos públicos. Tal como na proposição original da dominância fiscal (Sargent e Wallace, 1981), o governo deve definir a emissão de títulos e a tributação necessárias para financiar suas ações, levando em consideração a estratégia estabelecida para política monetária e tendo em vista um resultado orçamentário com ela condizente. Isso implica que o orçamento público se torna a variável de controle para que as ações fiscais não gerem *crowding out* e/ou inflação e a política monetária consiga ser eficiente nos seus objetivos.

Dessa forma, o NCM toma como dadas as ações do Estado e a discussão de política fiscal se reduz à execução financeira (gestão de fluxos e estoques) do setor público dentro de um espaço econômico pré-determinado. Nessa abordagem, a restrição orçamentária do governo, identidade que apresenta os gastos agregados e as fontes de financiamento do setor público, deve validar as expectativas dos agentes e não ser fonte de nenhum choque de demanda, presente ou esperado. Como consequência, o NCM herda a discussão de política fiscal dos novos clássicos e dos novos keynesianos que, basicamente, se concentra na defesa da necessidade de equilíbrio das contas públicas de maneira intertemporal. Na prática, esse equilíbrio implica a execução de um controle orçamentário que garanta níveis e, principalmente, trajetórias para o resultado primário e para o endividamento público que validem as expectativas dos agentes<sup>4</sup>.

Para cumprir com o objetivo proposto, o capítulo é composto por cinco seções, além dessa introdução. A primeira retoma o modelo de política macroeconômica adotada pelo NCM, que

---

<sup>3</sup> O equilíbrio geral no modelo do NCM parte de um equilíbrio dado do lado da oferta agregada condizente com a NAIRU, como veremos na sequência.

<sup>4</sup> O orçamento público é o instrumento que mostra aos agentes econômicos a atuação do governo na economia, uma vez que é nele que estão previstos os gastos públicos e as formas do seu financiamento. As ações previstas no orçamento influenciam as utilidades e balizam as decisões de maximização dos agentes. Por esse motivo, o acompanhamento da execução orçamentária é fator chave para a perspectiva do NCM. Como veremos na sequência, a adoção de regras para o comportamento do setor público é a consequência última dessa rationale.

se baseia na política monetária buscando estabilidade dos preços e do produto, para mostrar que a política fiscal é interpretada como uma constante ou um choque exógeno. Como há vasta literatura que discute o modelo do NCM e como é amplamente conhecido, nos concentramos em apresentá-lo a partir dos primeiros trabalhos que tratam da sua estruturação e mostrar como ele surge em resposta às limitações do modelo *mainstream* que o precedeu, o IS/LM.

A segunda seção mostra que a construção do modelo padrão do NCM parte de um equilíbrio macroeconômico gerado pelo lado da oferta agregada, em que o produto agregado está relacionado a uma taxa natural de desemprego. Na versão utilizada atualmente, não é apenas uma taxa natural para a qual o desemprego corrente converge, mas também uma taxa de desemprego que não acelera a inflação (NAIRU). A NAIRU é determinada a partir das condições de maximização dos consumidores (trabalhadores) e das empresas e todo o processo de equilíbrio no mercado de trabalho é determinado exclusivamente via setor privado. Por meio do seu gasto e do seu financiamento já determinados de maneira exógena (previamente no orçamento), o setor público apenas influencia as condições de maximização dos agentes e não apresenta nenhum papel na dinâmica posterior.

A terceira seção argumenta que a hipótese da equivalência ricardiana é o pilar do NCM sobre as consequências da atuação do setor público na demanda agregada. A equivalência ricardiana é a hipótese teórica para a defesa de que, se o governo demanda uma parcela do produto além daquela determinada *a priori* pelo equilíbrio gerado a partir das condições de oferta agregada, suas ações serão fonte de *crowding out* dos gastos privados e/ou de inflação. Isso significa que, na perspectiva do NCM, o governo não pode ter uma participação na demanda agregada além daquela que já está prevista no orçamento público, que foi usada para a tomada de decisão prévia dos agentes e que fornece as condições do equilíbrio pelo lado da oferta. Além disso, qualquer ação do setor público com impacto líquido na demanda agregada causa instabilidades no modelo, comprometendo a atuação da política monetária no processo de ajuste macroeconômico.

A quarta seção discute as implicações da política fiscal sobre a inflação a partir da hipótese da dominância fiscal e da Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP). Para que o modelo do NCM seja eficiente na sua proposta de a política monetária ser o principal instrumento de controle da inflação, o regime macroeconômico não pode estar sob dominância fiscal ou não pode ter uma política fiscal não-Ricardiana, segundo a abordagem da TFNP. No primeiro caso, para que a política monetária consiga seus objetivos, a autoridade monetária precisa ser independente e limitar as ações da autoridade fiscal com relação ao financiamento do orçamento público, principalmente no tocante ao financiamento dos déficits via emissão monetária. No segundo caso, a autoridade fiscal deve estabelecer um plano de financiamento de longo prazo em que os superávits primários esperados compensem os eventuais déficits correntes, evitando que a dívida pública seja instrumento de pressão inflacionária. Enquanto na dominância fiscal o déficit público gera inflação porque, no limite, é

financiado por meio de emissão monetária, na TFNP a dívida acumulada por conta dos déficits gera um efeito riqueza nos detentores dos títulos que, *ceteris paribus*, pressionam a demanda agregada e desencadeiam o aumento dos preços. A consequência de ambas as interpretações é de que a autoridade fiscal deve se comprometer com sua gestão orçamentária e financeira de maneira intertemporal para evitar que os déficits sejam gatilhos à inflação. De maneira prática isso significa que o principal papel da política fiscal no NCM deve ser com relação ao nível e à trajetória do endividamento público e com o resultado primário como a variável de ajuste, de maneira que as contas públicas não causem choques que desestabilizem o modelo e, por consequência, dificultem a ação da política monetária.

A quinta seção coloca algumas considerações finais para concluir o capítulo. O fechamento é de que, tendo em vista as bases sobre as quais o modelo padrão do NCM está estabelecido, bem como a proposta de política macroeconômica que ele carrega, é inerente ao modelo e à proposta do NCM que não haja papel para a política fiscal na dinâmica de ajuste macroeconômico e que ela, de fato, seja limitada ao ajuste orçamentário e controle financeiro do setor público de maneira intertemporal. Em uma perspectiva em que o Estado tem um papel determinado fora da dinâmica macroeconômica é praticamente impossível repensar as ações do setor público para que tenham efeitos reais e positivos ao longo do ciclo econômico e que suas ações não fiquem restritas à ótica fiscalista<sup>5</sup> de ajuste das contas públicas. Para que isso aconteça, é preciso reformular as bases de referência do modelo macroeconômico em questão o que, no limite, significa repensar o Estado e a política fiscal sob outra perspectiva. Os elementos de uma perspectiva alternativa serão discutidos no capítulo 2 desse trabalho.

Antes de passar à discussão propriamente, é preciso ressaltar que o capítulo se propõe, como um todo, a explicar os pressupostos presentes no modelo padrão do NCM de maneira simplificada para justificar como a política fiscal é concebida nessa perspectiva. A intenção é capturar os argumentos comuns às principais referências bibliográficas apresentando e interpretando as ideias gerais, uma vez que a discussão sobre o setor público no ajuste macroeconômico não faz parte da agenda de pesquisa do NCM. Para demonstrar nosso argumento, sempre serão escolhidas as equações mais simples que dão suporte à configuração do modelo padrão do NCM e a argumentação é a partir do discurso intuitivo, sem entrar em digressões sobre a modelagem e/ou sobre as propriedades ou demonstrações algébricas das relações. Discussões relacionadas estritamente à modelagem e às

---

<sup>5</sup> Chamamos de fiscalista a perspectiva que analisa apenas os resultados das contas públicas, sem dar a devida atenção para a sua composição e, mais ainda, sem discutir os efeitos econômicos das políticas tributárias e de gasto público executadas por determinado governo. Entendemos que é uma perspectiva que, mesmo quando analisa os componentes da receita ou da despesa pública, o faz tendo em vista a ótica contábil como um objetivo em si, olvidando das questões de economia política por trás da atuação do setor público.

propriedades algébricas poderão ser buscadas na literatura indicada ao longo do capítulo e sobre as quais aqui se faz referência.

## 1.1 – Revisitando o modelo do NCM e o papel da política fiscal

Desde a crítica monetarista dos anos 1960 a política monetária foi escolhida pelo pensamento *mainstream* como a política de ajuste macroeconômico e a política fiscal foi rebaixada enquanto tal<sup>6</sup>. Esse rebaixamento significou retirar as variáveis fiscais como variáveis independentes, que determinam as equações macroeconômicas básicas da oferta e da demanda agregada, e as colocar como constante ou choque exógeno no modelo de referência do NCM. Como há vasta literatura que trata do modelo básico do NCM<sup>7</sup>, tornando-o amplamente conhecido no debate contemporâneo sobre política macroeconômica, e como já o discutimos em outras ocasiões<sup>8</sup>, retomamos aqui sua formulação elementar para demonstrar como as variáveis de política fiscal estão definidas<sup>9</sup>. Para isso, visitamos os primeiros trabalhos que exploram essa formulação e mostramos, de maneira geral, que ela parte do modelo *mainstream* de política macroeconômica que o precedeu, o IS/LM.

Os trabalhos fundamentais, que sistematizam o NCM como uma síntese do pensamento *mainstream* em macroeconomia e dão origem ao seu modelo padrão são, basicamente, os de Goodfriend e King (1997), McCallum e Nelson (1999), Clarida, Galí e Gertler (1999), McCallum (2001) e Meyer (2001)<sup>10</sup>. O pioneirismo de Goodfriend e King (1997) está em demonstrar a convergência metodológica entre os autores *mainstream*, que combina a hipótese das expectativas racionais e da otimização intertemporal dos agentes, oriunda dos Novos Clássicos, à formação de preço e à determinação do produto, dos Novos Keynesianos, bem como às decisões de consumo, investimento e oferta dos fatores de produção, dos autores da vertente novo-clássica dos Ciclos Reais de Negócios<sup>11</sup>.

<sup>6</sup> Ver Santos (2011) e referências lá contidas para uma visão geral desse movimento.

<sup>7</sup> Além dos autores citados na sequência deste capítulo, ver Carlin e Soskice (2006; 2015) e referências.

<sup>8</sup> Santos (2011), Arantes e Lopreato (2017) e Arantes e Macedo e Silva (2020).

<sup>9</sup> A intenção nessa seção é discutir apenas um aspecto do modelo do NCM, qual seja, a maneira como a política fiscal entra na formulação básica da política de estabilização econômica ou de ajuste da demanda agregada. Deixaremos de lado, por hora, críticas mais amplas à eficiência do modelo frente ao que ele se propõe para focar numa interpretação do porquê a política fiscal entra como um choque ou uma constante na abordagem do NCM. Uma discussão ampla sobre a ineficiência do modelo frente às suas propostas pode ser encontrada em Santos (2011) e nas referências lá contidas.

<sup>10</sup> Esses trabalhos são apresentações sistematizadas de modelos de política macroeconômica que estão mais próximos ao modelo básico do NCM. Em sua maior parte, contudo, são desenvolvimentos posteriores aos modelos de ajuste da demanda agregada que derivam as condições macroeconômicas a partir de relações microeconômicas, seguindo a tradição de Calvo (1983). Além disso, essa bibliografia faz uso dos *insights* trazidos a partir de trabalhos como os de King, Plosser e Rebelo (1988), Kimball (1995), King e Wolman (1995), Yun (1996), Woodford (1996) e Bernanke, Gertler e Gilchrist (1999), que são as referências para a derivação passo a passo do modelo agregado.

<sup>11</sup> De acordo com Goodfriend e King (1997, p.278), que usam o termo Nova Síntese Neoclássica (New Neoclassical Synthesis – NNS) ao invés de NCM: “The models of the New Neoclassical Synthesis are complex since they involve

Goodfriend e King (1997) também reconhecem a contribuição do monetarismo na configuração do NCM, principalmente no aspecto da formulação teórica que embasa as proposições normativas de política monetária<sup>12</sup>.

Os demais trabalhos já tratam de uma estrutura mais próxima à que se tornou conhecida como o modelo básico do NCM, onde existe uma curva IS (demanda agregada), uma curva de Phillips (oferta agregada) e uma regra de Taylor (política macro). McCallum e Nelson (1999) e Clarida, Galí e Gertler (1999), por exemplo, partem do modelo IS/LM tradicional, modificando-o para derivar as relações macroeconômicas a partir de equações comportamentais que definem as estratégias de otimização das firmas e das famílias no nível microeconômico. Nos modelos apresentados por cada um dos trabalhos, as principais modificações com relação ao modelo IS/LM estão na inclusão do papel das expectativas sobre o comportamento futuro das variáveis influenciando seus valores correntes e a variabilidade de preços no processo de ajuste<sup>13</sup>.

No caso de McCallum e Nelson (1999), o modelo é do tipo *IS/LM – AS* com uma regra de política monetária. Nessa proposta, as curvas IS/LM formam a demanda agregada, com a curva IS modificada para captar as expectativas do produto do período seguinte na determinação do produto corrente e com a distinção entre taxa nominal de juros, como argumento da LM, e taxa real de juros, como argumento da IS. Já a função de oferta agregada (AS) sugerida pelos autores para um período  $t$  depende do produto em  $t - 1$  e da diferença entre o nível de preços em  $t$  e o nível de preços esperado em  $t - 1$  para  $t$ <sup>14</sup>. É um modelo, portanto, que leva em consideração tanto as expectativas dos agentes sobre o comportamento futuro das variáveis quanto as rigidezes (captadas pelas variáveis defasadas) do processo de ajuste (Calvo, 1983). Quanto à política monetária, McCallum e Nelson (1999) são indiferentes quanto a uma regra para o controle dos agregados monetários ou uma regra de ajuste da taxa nominal de juros, uma vez que o essencial, na visão dos autores, é que o modelo tenha uma âncora nominal para que o nível de preços seja determinado<sup>15</sup>.

---

intertemporal optimization, rational expectations, monopolistic competition, costly price adjustment and dynamic price setting, and an important role for monetary policy”.

<sup>12</sup> O NCM bebe da fonte monetarista nos princípios para a condução da política macroeconômica, no comprometimento com os pressupostos neoclássicos no longo prazo e na identificação das fontes de variações cíclicas num ambiente de rigidez de preços no curto prazo (Kimball, 1995; King e Wolman, 1996; Goodfriend e King, 1997).

<sup>13</sup> O que contrasta com a ausência de expectativas e a rigidez de preços, características dos modelos IS/LM.

<sup>14</sup> A curva de oferta agregada (AS) não é motivo de preocupação para os autores, que têm como objetivo principal demonstrar que as equações IS e LM conjuntamente são insuficientes para formar um modelo macroeconômico completo e que a curva IS precisa ser alterada para levar em consideração as expectativas. Segundo os autores, não há consenso sobre a curva mais apropriada para representar a oferta agregada o que os fazem optar por uma AS exógena. Ver McCallum e Nelson (1999, p. 297, nota 6; e p. 307, equação 37).

<sup>15</sup> É um modelo do tipo IS/LM-AS com a função IS na versão expectacional. Sobre a necessidade de uma âncora nominal para a determinação de preços, ver Calvo (1983) e a discussão em McCallum e Nelson (1999, p. 308ss).

Clarida, Galí e Gertler (1999), por outro lado, colocam os princípios do modelo IS/LM dentro de uma dinâmica de equilíbrio geral e aproximam o debate teórico/acadêmico do modo de condução da política macroeconômica realizada pelo *Federal Reserve System* (Fed), em que a política monetária segue uma regra de Taylor (1993) para atingir metas de inflação (King e Wolman, 1996; Bernanke e Mishkin, 1997). Indo além de McCallum e Nelson (1999), Clarida, Galí e Gertler (1999) reconhecem que não só as variáveis correntes são influenciadas pelas expectativas com relação aos seus valores futuros, mas o comportamento macroeconômico como um todo depende tanto da situação corrente quanto futura da política monetária<sup>16</sup>. Clarida, Galí e Gertler (1999) ainda colocam a discussão em termos de hiato de produto (relação entre produto corrente e produto potencial da economia) atual e esperado, acrescentam uma curva de Phillips para a relação entre hiato de produto e inflação e descartam a necessidade de uma curva LM, por conta da regra de alteração na taxa nominal de juros como instrumento de política monetária<sup>17</sup>. De fato, conceitualmente, a LM não deixa de existir, pois é uma relação macroeconômica em que a *oferta de* e a *demanda por* liquidez estão em equilíbrio no mercado de ativos. A diferença é que a LM expressa a oferta de moeda definida de maneira exógena em regimes com metas para o controle dos agregados monetários (*money-targeting regimes*) enquanto deixa de ser referência da oferta de moeda nos regimes de metas de inflação (*inflation-targeting regimes*). Nestes últimos, a oferta monetária é determinada endogenamente a partir da definição da taxa nominal de juros<sup>18</sup> (Romer, 2000; Carlin e Soskice, 2006).

Na realidade, Clarida, Galí e Gertler (1999) fazem uma análise detalhada das possibilidades de atuação da política monetária a partir da maximização de uma função objetivo do Banco Central (BC) que leva em consideração o hiato de produto e a discrepância da inflação corrente frente à meta estabelecida e demonstram que, dentre as possibilidades de atuação da política monetária, aquela que gera melhores resultados<sup>19</sup> são as regras de alteração na taxa nominal de juros, de referência da economia, utilizada com comprometimento pelo BC. O modelo proposto pelos autores se fecha, então, com uma curva IS expectacional, com uma curva de Phillips baseada em diferenças (do hiato de produto e da inflação corrente frente à meta) e com uma regra de Taylor.

---

<sup>16</sup> A distinção não é apenas com relação ao valor esperado para as variáveis macroeconômicas influenciando seus valores correntes, mas também com relação à trajetória da condução da política macroeconômica, que depende do comprometimento das autoridades responsáveis com a regra estabelecida.

<sup>17</sup> "With the nominal rate as the policy instrument, it is not necessary to specify a money market equilibrium condition (i.e., an LM curve)" (Clarida, Galí e Gertler, 1999, p. 1667).

<sup>18</sup> "The familiar 'LM' schedule... serves only to determine the quantity of money given the price level, real income, and the nominal interest rate" (Kerr e King, 1996, p.50).

<sup>19</sup> Resultado que minimiza os desvios quadráticos da inflação corrente frente à meta e do produto corrente frente ao produto potencial, de acordo com a função objetivo do BC. Ver Clarida, Galí e Gertler (1999, p. 1668) e Carlin e Soskice (2006).

Esse é justamente o modelo de onde partem Meyer (2001) e McCallum (2001), que já o apresentam da maneira que estamos acostumados a encontrar na maioria dos trabalhos a respeito<sup>20</sup>:

$$\hat{y}_t = a_0 + a_1\hat{y}_{t-1} + a_2E_t(\hat{y}_{t+1}) - a_3(i_t - E_t(\pi_{t+1})) + s_1 \quad (1)$$

$$\pi_t = b_1\pi_{t-1} + b_2E_t(\pi_{t+1}) + b_3\hat{y}_t + s_2 \quad (2)$$

$$i_t = r^* + c_1(\pi_t - \pi^T) + c_2\hat{y}_t + s_3 \quad (3)$$

em que  $\hat{y}_t$  é hiato de produto  $\hat{y}_t = y_t - y_t^p$ , sendo  $y_t$  o produto corrente e  $y_t^p$  o produto potencial;  $E_t$  opera as expectativas;  $\pi_t$  e  $\pi^T$  são a inflação corrente e a meta, respectivamente;  $i_t$  é a taxa nominal de juros controlada pelo BC e  $r^*$  é a taxa real de juros, de equilíbrio;  $a_0$  uma constante e  $a_3 < 0$ ;  $b_1 + b_2 = 1$ ,  $b_2 > 0$ ,  $b_3 > 0$ ;  $c_1 > 1$ ,  $c_2 > 0$ ; e  $s_1$ ,  $s_2$  e  $s_3$ , são choques aleatórios<sup>21</sup>.

A equação (1) é uma curva IS dinâmica, que representa a demanda agregada, e em que o hiato de produto corrente depende da taxa real de juros *ex ante*, do hiato de produto passado e da expectativa para o hiato futuro. Já a equação (2), que representa a curva de oferta do modelo, é uma curva de Phillips com a inflação corrente como função do hiato de produto corrente (equilíbrio corrente no mercado de bens frente ao potencial), da inflação passada (que capta os efeitos da rigidez de preços) e da expectativa de inflação para o período seguinte. A equação (3), por seu turno, é uma regra Taylor que relaciona a taxa nominal de juros ao hiato de produto corrente e à diferença entre a inflação corrente e aquela estabelecida como meta pelo BC. As incógnitas são o produto e a inflação correntes e a taxa nominal de juros. No equilíbrio de longo prazo o produto é igual ao produto potencial da economia e a inflação à meta estabelecida e, para que esses resultados sejam atingidos, a variável de ajuste é a taxa nominal de juros<sup>22</sup>.

O modelo reconhece que a variação da taxa nominal de juros tem impactos reais e persistentes ao longo do tempo sobre o produto e a inflação ao mesmo tempo em que se sustenta na capacidade da autoridade monetária fornecer as condições para que os agentes ancorem suas expectativas. O resultado é a soberania da política monetária no processo de ajuste macroeconômico.

<sup>20</sup> Modelo baseado em Meyer (2001), McCallum (2001) e Carlin e Soskice (2006) para uma economia fechada. A partir dessa representação é possível expandir o modelo para uma economia aberta e discutir a dinâmica macroeconômica interna levando em consideração a influência da taxa de câmbio, como o faz Arestis (2007), por exemplo.

<sup>21</sup> Segundo McCallum (2001)  $s_1$  é um choque de demanda fruto de mudanças nas preferências dos agentes ("*taste shock*"),  $s_2$  é um choque de preços oriundo de mudanças nos custos ("*cost push shock*") e  $s_3$  é uma mudança não esperada na política ("*policy shock*").

<sup>22</sup> "...policy is adjusted in response to the deviations of output and inflation from their respective objectives – full employment and price stability" (Meyer, 2001; p. 2-3).

Os impactos da política monetária sobre as variáveis reais ocorrem basicamente por conta do processo de ajuste gradual dos preços da economia<sup>23</sup> (Calvo, 1983), que garante certo *trade-off* entre inflação e produto no curto prazo<sup>24</sup> e por meio das expectativas sobre o comportamento da inflação. No primeiro caso, o processo é iterativo e simultâneo e a lógica é de que, ao ajustar a taxa nominal de juros ( $i_t$ ) o BC altera a taxa real de juros *ex ante* ( $a_3 (i_t - E_t(\pi_{t+1}))$ ) e afeta os componentes da demanda agregada que, por pressuposto, são sensíveis a ela, como consumo e investimento. Variações na demanda dessa forma têm impactos no nível de produto ( $y_t$ ) e, por consequência, no hiato de produto ( $\hat{y}_t$ ). Por meio da curva de Phillips, as variações do hiato de produto modificam a inflação corrente, fechando o mecanismo de transmissão da política monetária via demanda agregada (Fontana, 2009a; Santos, 2011).

No segundo caso, como a curva de Phillips expressa a inflação corrente em termos da expectativa sobre seu comportamento futuro, se o BC se comprometer e agir para que no longo prazo a inflação seja igual à meta estabelecida ( $\pi_t = \pi^T$ ), os agentes ancoram suas expectativas sobre a inflação (futura) na inflação corrente ( $\pi_t$ ) tornando o valor esperado para inflação futura ( $E_t(\pi_{t+1})$ ) menos importante na determinação da inflação corrente. Quanto mais forte esse canal expectacional, menores os custos em termos de produto para a política monetária garantir a estabilidade dos preços no longo prazo. Além disso, mais ativo pode ser o BC em estabilizar o produto no curto prazo, pois menores são os custos em termos de inflação quando esta se distancia, no curto prazo, da sua meta esperada (Posen, 2008; Fontana 2009a).

Na perspectiva do NCM, uma política monetária comprometida com a busca pelo produto potencial da economia e pela meta de inflação, bem como pela eliminação da variabilidade de seus valores correntes, aumenta a eficiência das transações econômicas, reduz a distorção nos preços relativos, fornece uma âncora nominal para a economia, aumenta a transparência na execução da política macroeconômica e implica maior previsibilidade sobre o comportamento futuro das variáveis econômicas, gerando um ambiente previsível para a tomada de decisão dos agentes (Taylor, 1980; King e Wolman, 1996; Bernanke e Mishkin, 1997; Goodfriend e King, 1997; Meyer, 2001).

---

<sup>23</sup> “NNS models offer policy advice based on the idea that price stickiness implies that aggregate demand is a key determinant of real economic activity in the short run. NNS models imply that monetary policy exerts a powerful influence on real activity. This has both positive and normative implications. From a positive point of view, the central conclusion is that economic fluctuations cannot be interpreted or understood independently of monetary policy (...). From a normative perspective the NNS says that aggregate demand must be managed by monetary policy in order to deliver efficient macroeconomic outcomes. In other words, the NNS creates an urgent demand for monetary policy advice.” (Goodfriend e King, 1997, p. 255-256).

<sup>24</sup> O modelo é compatível com rigidez de preços no curto prazo e flexibilidade total no longo prazo por conta da condição  $b_1 + b_2 = 1$ , que garante uma curva de Phillips vertical, ou próxima de vertical, no longo prazo (Goodfriend e King, 1997; Clarida, Galí e Gertler, 1999). Segundo Meyer (2001, p. 3) “...the Phillips curve pins down the degree to which prices are sticky in the short run, allowing scope for both short-run movements in actual output relative to potential and for stabilization policy, while providing a mechanism that ensures a transition to the long-run classic equilibrium.”

Enquanto a política monetária é a protagonista no modelo do NCM, a política fiscal não tem papel ativo no processo de estabilização econômica:

“Fiscal policy – captured in the simple three-equation system by the fiscal-policy parameters in the aggregate demand relationship (...) – is *just one of the things that the policy-maker reacts to, along with any other ‘shocks’ hitting the economy.* The main functions of aggregate macroeconomic policy – the control of inflation in the medium term and, subject to that, stabilization of both inflation and output – are assigned to the monetary authority and to monetary policy” (Allsopp e Vines, 2005, p. 493 – ênfases adicionadas).

Em outros termos, a política fiscal não é variável de ajuste da demanda agregada, pois as ações do setor público são captadas pela constante  $a_0$ , pelo parâmetro  $a_3$  ou pelo choque exógeno  $s_1$ , a depender de como a curva IS é construída. Para chegar nesses resultados e assim definir a política fiscal, dois caminhos podem ser seguidos. No primeiro deles, levam-se em consideração as relações macroeconômicas que definem o produto agregado de uma economia como o ponto de partida para a derivação da curva IS. Nesse caso, é possível determinar as ações de política fiscal enquanto  $a_0$  e enquanto determinante de  $a_3$  de uma forma simples e intuitiva, retomando a equação clássica da demanda agregada para uma economia fechada:

$$y^d = c_A(y, T, z) + I(r, A) + g$$

onde  $y^d$  é a demanda agregada,  $c_A$  o consumo agregado,  $I$  o investimento total,  $g$  os gastos públicos,  $y$  a renda agregada,  $T$  a arrecadação tributária total,  $z$  a riqueza dos agentes privados e  $A$  os determinantes autônomos do investimento, todos em termos reais. Os gastos públicos são autônomos nesse tipo de representação e a atenção é voltada para os determinantes do consumo e do investimento agregado.

No caso mais simples, o consumo agregado  $c_A$  é especificado a partir de um componente autônomo  $c_0$  e da renda disponível após o pagamento dos tributos,  $c(y - T)$ :

$$c_A = c_0 + c(y - T)$$

Em que  $c$  é a propensão marginal a consumir da renda disponível.

Se, por simplicidade<sup>25</sup>, a tributação é uma proporção da renda agregada,  $T = ty$ , a função consumo é definida como:

---

<sup>25</sup> Alterar o tipo de tributação não traz mudanças qualitativas na análise do modelo (McCallum e Nelson, 1999; Clarida, Galí e Gertler, 1999).

$$c_A = c_0 + c(1 - t)y$$

No caso do investimento agregado, a forma mais simples e comum de expressá-lo é por meio de uma função linear do tipo:

$$I = A - ar$$

em que  $a$  é a sensibilidade do investimento à taxa real de juros,  $r$ .

Como no equilíbrio  $y^d = y$  o produto agregado é dado por:

$$y = c_0 + c(1 - t)y + A - ar + g$$

rearranjando a equação para isolar o produto e considerando o multiplicador do gasto autônomo como  $k = \frac{1}{[1 - c(1 - t)]}$  temos:

$$y = k(c_0 + A + g) - kar$$

com  $a_0 = k(c_0 + A + g)$  e  $a_3 = ka$ , o produto agregado fica:

$$y = a_0 + a_3r \quad (4)$$

A equação (4) é uma versão simplificada da curva IS apresentada pela equação (1), ou seja, substituindo o produto corrente pelo hiato de produto e acrescentando o papel das expectativas e a inflação como determinantes do hiato de produto é possível derivar (1) a partir de (4), como o fazem, por exemplo, Carlin e Soskice (2006; 2015). Dessa forma,  $a_0$  e  $a_3$  são equivalentes nas duas equações e  $a_0$  capta a política fiscal entendida pelo lado do gasto público enquanto  $a_3$  a capta pelo lado da arrecadação. Alterações no gasto público e na carga tributária são determinadas fora do modelo, em outra esfera institucional, como mostraremos mais adiante, e são, portanto, *parâmetros dados* da curva IS.

Partindo agora de uma fundamentação microeconômica da curva IS, outra forma de expressar a política fiscal no modelo básico do NCM é por meio de  $s_1$ . Clarida, Galí e Gertler (1999)

apresentam o caminho para essa determinação ao derivar a curva IS a partir de uma função de consumo de Euler<sup>26</sup> log-linearizada<sup>27</sup>, oriunda das decisões de consumo ótimo das famílias:

$$c_t = -a_3(i_t - E_t(\pi_{t+1})) + a_2E_t(c_{t+1}) \quad (5)$$

que indica que o consumo no período  $t$  depende da expectativa de consumo no período seguinte e da taxa real de juros *ex ante*.

Abstraindo o papel do investimento<sup>28</sup> a condição de equilíbrio é:

$$y_t = c_t + g_t \quad (6)$$

de maneira que a equação de consumo pode ser escrita como:

$$y_t - g_t = -a_3(i_t - E_t(\pi_{t+1})) + a_2E_t(y_{t+1} - g_{t+1})$$

como hiato de produto  $\hat{y}_t$  é a diferença entre produto corrente  $y_t$  e o produto potencial da economia  $y_t^p$ ,  $\hat{y}_t = y_t - y_t^p$ , temos que:

$$\hat{y}_t + y_t^p = -a_3(i_t - E_t(\pi_{t+1})) + a_2E_t(\hat{y}_{t+1} + y_{t+1}^p - g_{t+1}) + g_t$$

de modo que:

$$\hat{y}_t = -a_3(i_t - E_t(\pi_{t+1})) + a_2E_t(\hat{y}_{t+1}) + s_1 \quad (7)$$

onde

$$s_1 = E_t\{\Delta\hat{y}_{t+1}^p - \Delta g_{t+1}\}$$

---

<sup>26</sup> De maneira geral a equação de consumo de Euler indica que um indivíduo maximiza a utilidade do seu consumo de maneira intertemporal de acordo com sua restrição orçamentária esperada ao longo do tempo e sujeita a um fator de desconto que representa sua preferência intertemporal, ou seja, leva em consideração a hipótese da renda permanente de Friedman (1957). A maior parte da bibliografia aqui apresentada, que discute o modelo básico do NCM, parte de uma função de consumo de Euler. Para a derivação da equação de Euler, ver Hall (1978).

<sup>27</sup> Para uma descrição detalhada do processo de linearização como o utilizado aqui e em Clarida, Galí e Gertler (1999), ver Zietz (2006).

<sup>28</sup> A abstração do investimento agregado nessa derivação é feita puramente por conveniência, sem afetar as conclusões qualitativas dos resultados, como o fazem McCallum e Nelson (1999), Clarida, Galí e Gertler (1999) e McCallum (2001). Para Clarida, Galí e Gertler (1999, p. 1666) a justificativa é que "...output demand still depends inversely on the real rate and positively on expected future output."

sendo  $s_1$  um distúrbio aleatório que obedece:

$$s_1 = \mu s_{t-1} + \hat{s}_t$$

com  $\mu \leq 0$  e  $\hat{s}_t$  uma variável aleatória independente e identicamente distribuída com média zero e variância  $\sigma_t^2$ .

A equação (7) define uma curva IS equivalente à equação (1) e, nessa representação,  $s_1$  capta a política fiscal apenas como uma variação nos gastos públicos, que representa um dos choques de demanda aos quais a economia está sujeita<sup>29</sup>. Essa representação não capta de maneira direta a política fiscal entendida como variação na arrecadação do governo. A carga tributária está considerada na restrição orçamentária dos agentes, a partir da qual suas escolhas são maximizadas e a função de consumo intertemporal da economia é derivada.

Têm-se assim duas formas básicas de derivar a curva IS mostrando como a política fiscal está determinada no modelo do NCM. Na versão *macrofundamentada*, a política fiscal se apresenta como uma variável dada ( $a_0$ ) e como determinante de um dos parâmetros ( $a_3$ ) da curva IS. Já na derivação *microfundamentada*, a política fiscal é um choque de demanda ( $s_1$ ). Em ambos os casos, variações nos gastos do governo e na arrecadação pública têm impactos no modelo, mas os determinantes dessas variações são exógenos – a política fiscal é desconsiderada do processo de ajuste macroeconômico e, assim, excluída da própria dinâmica macroeconômica.

Essa é a primeira parte da clivagem que os autores do NCM fazem com relação à atuação do setor público: a política fiscal está fora do processo dinâmico, de determinação do produto por meio da demanda agregada, mas é considerada na determinação das condições estruturais da oferta ao influenciar a tomada de decisão dos agentes. O argumento é de que o produto agregado na ótica do NCM é dado pelo equilíbrio do lado da oferta, seguindo a tradição neoclássica de que esse produto, uma vez determinado, se desdobra em demanda agregada e o equilíbrio macroeconômico é atingido.

## 1.2 – O Equilíbrio no mercado de fatores e a oferta intertemporal

### 1.2.1 – Os pressupostos microeconômicos da oferta

---

<sup>29</sup> Assim, “[t]he disturbance [ $s_1$ ] is a function of expected changes in government purchases relative to expected changes in potential output... Since [ $s_1$ ] shifts the IS curve, it is interpretable as a demand shock” (Clarida, Galí e Gertler, 1999, p. 1666). Como a esperança de  $s_1$  é zero, no longo prazo, os gastos públicos não afetam o produto (McCallum, 2001).

Um dos pressupostos-chave que justificam a política fiscal ser colocada como um dado ou um choque exógeno no modelo do NCM é a determinação do equilíbrio macroeconômico a partir da oferta agregada. A lógica dessa determinação parte da abordagem novo-clássica, notadamente da vertente dos ciclos reais de negócios (King, Plosser e Rebelo, 1988; Kimball, 1995; Goodfriend e King, 1997) e de suas premissas sobre a função de produção de um agente representativo e a oferta agregada gerada a partir do comportamento desse agente (Plosser, 1989). Uma vez determinada a oferta, o produto automaticamente se desdobra em demanda privada (consumo e investimento) ou demanda do setor público (Phelps, 1994; Clarida, Galí e Gertler, 1999; Romer, 2000; Bozani e Drydakis, 2011).

A nomenclatura difere conforme a referência utilizada, mas o pressuposto geral é de que existe um agente representativo (Lucas e Stokey, 1983; Plosser, 1989; Woodford, 1996; Goodfriend e King, 1997) que atua ora como produtor (firma) ora como consumidor (trabalhador) nas decisões econômicas. Para distinguir os papéis que esse agente assume no agregado, também são utilizados os termos *família representativa* ou *consumidor representativo*, pra tratar do consumo, e *firma representativa* para tratar da produção e, conseqüentemente, da oferta (Barro, 1981; King Plosser e Rebelo, 1988; Kimball, 1995). Além disso, a literatura também utiliza “consumidores individuais” e “firmas individuais” que possuem comportamentos uniformizados – outra maneira de expressar o “representativo” nos modelos – para agregar suas decisões e derivar as funções de oferta e de demanda agregadas (Yun, 1996; McCallum e Nelson, 1999; Bernanke, Gertler e Gilchrist 1999; Clarida, Galí e Gertler, 1999; McCallum, 2001). São esses dois últimos conceitos que serão utilizados aqui.

Do ponto de vista da oferta, o modelo se baseia nas interações entre as firmas e os trabalhadores no mercado de trabalho. O equilíbrio nesse mercado fornece o nível de emprego na economia e, por consequência, o nível de produção e de oferta agregada. Assim, para determinar o ponto de equilíbrio no mercado de trabalho, o modelo parte da interação entre as decisões de produção da firma individual e das decisões de consumo e oferta de mão de obra dos trabalhadores/ consumidores.

Do lado das firmas, o modelo macroeconômico é construído a partir das decisões individuais de firmas que produzem um único bem final, idêntico entre elas (King, Plosser e Rebelo, 1988; Bernanke, Gertler e Gilchrist, 1999), ou a partir de firmas que produzem bens diferenciados entre si, sobre os quais detêm o monopólio da produção, da oferta e da determinação dos preços (Woodford, 1996; Yun, 1996). Em qualquer um dos casos a função de produção da firma<sup>30</sup> é do tipo:

---

<sup>30</sup>A variável  $y_t$  está sendo usada de maneira indistinta tanto para a produção de uma firma individual quanto para o produto agregado. O intuito é apenas evitar excesso de notação. A representação para a firma individual poderia ser, por exemplo,  $y_t^i$  sendo  $i = 1, 2 \dots j$  cada uma das  $j$  firmas da economia e em nada mudaria qualitativamente o argumento. Tomamos o cuidado de indicar quando se trata da firma individual e quando de trata do produto agregado.

$$y_t = f(n_t, k_t) \quad (8)$$

em que  $y_t$  é o produto da firma,  $n_t$  é o montante de trabalho empregado na produção e  $k_t$  o estoque de capital<sup>31</sup>.

A equação (8) possui retornos constantes de escala (King, Plosser e Rebello, 1988; King e Wolman, 1996; McGrattan, 1997; Goodfriend e King, 1997) e o estoque de capital pode ser constante (Woodford, 1995; Goodfriend e King, 1997; Rotemberg e Woodford, 1997) ou pode crescer a uma taxa contínua (McCallum e Nelson, 1999), de maneira que seu comportamento é determinado exogenamente ao modelo<sup>32</sup>. Considerando que as firmas conseguem determinar seus preços por atuarem em mercados em competição monopolística e ajustá-los ao longo do tempo de acordo com os pressupostos de Calvo (1983), elas minimizam seus custos e maximizam o lucro igualando o produto marginal do capital à taxa real de juros ( $r_t$ ) e o produto marginal do trabalho à taxa de salários reais<sup>33</sup> ( $w_t$ ) (Barro, 1989; King e Wolman, 1996, Goodfriend e King, 1997; McGrattan, 1997; McCallum e Nelson, 1999).

Do ponto de vista da oferta de trabalho, o modelo inicia a discussão a partir das decisões dos consumidores ou famílias (*households*) que possuem comportamentos semelhantes entre si e maximizam uma função utilidade<sup>34</sup> do tipo:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \beta^{t-1} u(c_t, m_t) \quad (9)$$

Em que  $c_t$  é o consumo,  $m_t$  os saldos monetários reais no período  $t$  e  $0 \leq \beta \leq 1$  é o fator de desconto intertemporal da função de utilidade  $u$ .

---

<sup>31</sup> Pressupõe-se que a função é bem comportada e que satisfaça as condições de Inada.

<sup>32</sup> "...we adopt the strategy that in a theoretical analysis, one would assume a constant or steadily growing capital stock, while in an empirical application, the behavior of log investment is approximated by a random walk. This strategy implies that in both theoretical and empirical analysis, movements in capital will not be explained endogenously, and investment is assumed to have a constant expected growth rate..." (McCallum e Nelson, 1999, p. 299).

<sup>33</sup> "Firms produce output with capital and labor services. Since they are monopolistically competitive, their factor demands are based on cost minimization at a demand-determined output level. A necessary condition for cost minimization is that the value marginal product of every factor is equated to its rental price" (Goodfriend e King, 1997, p. 258).

<sup>34</sup> Usando a metáfora clássica para o agente representativo, Plosser (1989, p. 54) afirma que: "Robinson Crusoe's choice problem is to maximize his lifetime utility subject to the production technology and a sequence of resource constraints, a problem that can be viewed in the familiar framework of constrained optimization".

A equação (9) é a representação mais simples e presente na maior parte dos casos de maximização da utilidade desde a discussão novo-clássica<sup>35</sup>. Nela o consumo é maximizado de acordo com a expectativa de renda permanente (Friedman, 1957) do agente ao longo de sua vida, que, por sua vez, pode ser considerada infinita<sup>36</sup> (Woodford, 1996; Yun, 1996).

Autores como Calvo (1983), McCallum (1984), Woodford (1995) e McCallum e Nelson (1999) consideram  $m_t$  na função de maximização de utilidade do consumidor porque são eles os meios de troca da economia, que facilitam as transações relacionadas à aquisição de todos os demais bens e serviços que estão representados conjuntamente<sup>37</sup> em  $c_t$ . Nesses casos, o consumidor está maximizando a utilidade de transformar a renda que recebe em consumo no período  $t$  versus o não consumo imediato e levando em consideração a variação dos preços entre os períodos<sup>38</sup>. Outro motivo para a existência de  $m_t$  como argumento da função utilidade do consumidor deve-se ao fato de que os trabalhos mais diretamente relacionados ao NCM também estão preocupados em provar a neutralidade da moeda no longo prazo e a consequente definição de um modelo com política monetária sem a necessidade do controle direto dos agregados monetários (Woodford, 1994; 1995; Kimball, 1995; Clarida, Galí e Gertler, 1999; Meyer, 2001).

Embasando a decisão de consumo individual, entretanto, está uma série de outros *trade-offs* a que o agente se depara, tais como a oferta de trabalho ( $n_t$ ) frente à remuneração da mão de obra ( $w_t$ ) e tendo em vista o benefício marginal do lazer; os choques nas preferências individuais ao longo do tempo, que afetam  $u(c_t, m_t)$ ; a riqueza ( $z_t$ ) gerada pela posse de ativos (como títulos públicos) além dos saldos monetários reais, dado o não consumo imediato; o nível de preços, que influencia o salário real; e outros usos dos recursos, como o gasto em capital ( $k_t$ ). Esses *trade-offs* estão implícita (Barro, 1981; 1989; 1990; Woodford, 1994; 1995; 1998) ou explicitamente (Lucas e Stokey, 1983; King, Plosser e Rebelo, 1988; Plosser, 1989; Kimball, 1995; McGrattan, 1997; McCallum, 2001) definidos na função de utilidade do consumidor, a depender de como o modelo é gerado.

A adição desses diversos *trade-offs* na função de utilidade intertemporal que o consumidor maximiza apenas torna os modelos mais complexos matematicamente sem adicionar, em

---

<sup>35</sup> Como em Calvo (1983), Lucas e Stokey (1983), McCallum (1984), McGrattan (1997), McCallum e Nelson (1999) e referências. De acordo com Calvo (1983, p. 384): "...household sector is composed of a set of Sidrauski-Brock dynastic families whose (instantaneous) utilities depend on consumption and real money balances, and make their optimal plans under perfect foresight."

<sup>36</sup> Ou seja, utilizam como pressuposto o agente ricardiano, como ficará mais claro na sequência. "A simple economic environment to consider is an economy populated by many identical agents (households) that live forever. The utility of each agent is some function of the consumption and leisure they expect to enjoy over their (infinite) lifetimes" (Plosser, 1989, p. 54).

<sup>37</sup> "The economy also contains a continuum of differentiated goods that are produced by monopolistically competitive firms. These differentiated goods are aggregated to produce a single composite good..." (Yun, 1996).

<sup>38</sup> "The appearance of real money balances as an argument of the utility function is, as usual, to be understood as representing the convenience value of carrying out transactions using money; the underlying reasons why this is so are not modeled" (Woodford, 1995, p. 6).

termos qualitativos, diferenças significativas com relação à equação (7) aqui colocada. Dados os *trade-offs* prévios e a função de maximização de utilidade conforme (7), cada um dos consumidores oferta de maneira inelástica uma unidade de seu trabalho a cada período e adquire uma parcela infinitesimal do que é produzido (Woodford, 1996; McCallum e Nelson, 1999) equivalente ao salário real ( $w_t$ ) pago pelas firmas (Barro, 1981; McCallum e Nelson, 1999) pela sua contratação. Desconsiderando, apenas por simplificação, que exista inflação na economia, o consumidor representativo está sujeito, a cada  $t = 1, 2, 3 \dots$ , à seguinte restrição orçamentária:

$$y_t - w_t(n_t - 1) = c_t + m_t + \tau_t \quad (10)$$

em que  $y_t$  é a demanda de cada agente;  $n_t$  é o trabalho empregado na produção;  $w_t$  o salário real, de modo que  $w_t(n_t - 1)$  é o pagamento líquido do trabalho contratado;  $c_t$  é o consumo;  $m_t$  são os saldos reais mantidos no fim do período  $t$ ; e  $\tau_t$  são os tributos líquidos das transferências (Calvo, 1983; McCallum, 2001).

O consumidor representativo enfrenta o problema de maximizar (9) escolhendo as trajetórias de  $c_t$ ,  $m_t$  e  $n_t$  sujeito à restrição colocada por (10) e aos valores de  $w_t$  e  $\tau_t$ , que são definidos de maneira exógena<sup>39</sup>. Para fechar os pressupostos e justificar a existência do setor público na economia, os modelos determinam uma restrição orçamentária para o governo do tipo:

$$g_t - \tau_t = m_t \quad (11)$$

com o  $g_t$ ,  $\tau_t$  e  $m_t$  determinados de “maneira exógena pela política” (McCallum, 2001, p. 148 – tradução livre).

Esse é o modo como a política fiscal é representada nas equações de maximização dos agentes. Ela entra no modelo como uma restrição à demanda do consumidor (dada por  $\tau_t$ ) e fechando o orçamento público como em (11). Alguns autores, como Yun (1996), McCallum e Nelson (1999), Bernanke, Gertler e Gilchrist (1999) e McCallum (2001), reconhecem que a oferta monetária nominal, parcela determinante dos saldos monetários reais, é uma responsabilidade do governo executada pela autoridade monetária. Ela entra, portanto, na decisão de maximização dos agentes, mas não via política fiscal. No caso dos títulos públicos, quando estão representados na função de maximização de utilidade dos consumidores, a lógica é praticamente a mesma: estão definidos na restrição orçamentária do agente, como opção de alocação dos recursos reais e como fonte de financiamento

---

<sup>39</sup> “The basic line of reasoning is that in an economy with many agents, each can take the government's spending and taxing policies as given in their choice problem. The only additional restriction is that aggregate behavior satisfies the government's budget constraint” (Plosser, 1989, p. 66-67).

do próprio setor público para suprir a insuficiência de recursos advindos da arrecadação<sup>40</sup> e, mais uma vez, com determinações exógenas (Kimball, 1995; Yun, 1996; McCallum e Nelson, 1999).

Portanto, dentro da *rationale* que leva à construção do modelo de política macroeconômica do NCM, o Estado, via política fiscal, aparece marginalmente; o setor público é colocado de maneira *ad hoc*. Isso porque se reconhece a atuação do Estado na economia, via tributação e gasto público, mas não há qualquer detalhamento sobre os determinantes dessa atuação e, tampouco, uma análise da sua dinâmica de maneira integrada à do setor privado. McCallum e Nelson (1999), por exemplo, além de elaborarem o modelo partindo das condições de maximização dos agentes tais quais as apresentadas acima, também incluem momentaneamente o gasto público agregado na determinação da curva IS, quando esses gastos são considerados fatores “não negligenciáveis” (sic) nas flutuações cíclicas da economia. Entretanto, mesmo assim os considerando, os autores descartam os gastos públicos na representação subsequente do modelo porque “[i]n many applications... one might wish to abstract from government spending” (McCallum e Nelson, 1999, p. 304) sem, contudo apresentar nenhuma explicação adicional<sup>41</sup>. Em trabalho posterior, McCallum (2001) considera a diferença entre o gasto público corrente e a sua expectativa no futuro ( $(g_t - E_t g_{t+1})$ ) determinando o produto corrente, mas pressupõe que a esperança dessa diferença é zero ( $E(g_t - E_t g_{t+1}) = 0$ ), retirando, novamente, a participação do setor público da dinâmica da curva IS e, por consequência, a política fiscal do modelo de ajuste macroeconômico do NCM.

A discussão que existe sobre o setor público, em sua maioria, remete aos pressupostos novo-clássicos, como em Barro (1981, 1989 e 1990) e Lucas e Stokey (1983). À exceção de Woodford (1996), que toma como pressuposto que, no agregado, o setor público tem o mesmo tipo de comportamento de maximização da sua produção e oferta do que o setor privado e termina a discussão nesse ponto, na perspectiva do NCM (i) não há discussão sobre uma possível função de produção do setor público, (ii) o governo não está presente na função de produção das firmas individuais (como insumo ou com um  $k_t$  público, por exemplo) e (iii) tampouco há destaque para o papel do setor público na função de utilidade dos consumidores. O governo influencia negativamente as condições de maximização da utilidade dos agentes ao tributar e positivamente ao fornecer bens e serviços públicos, mas o que determina essas ações são fatos exógenos ao modelo<sup>42</sup>. De modo geral,

<sup>40</sup> “Since tax receipts in a given period will not, in general, be optimally set equal to government consumption in that period, the theory of optimal taxation becomes, in this reinterpretation, a theory of the optimal use of public debt as well” (Lucas e Stokey, 1983, p. 56).

<sup>41</sup> A mesma lógica vale também para a construção da curva LM no modelo de McCallum e Nelson (1999), uma vez que os autores reconhecem que o governo é quem emite a moeda usada nas transações e que determinam os saldos monetários reais, mas assumem “no government spending” (id., p. 304) na sequência.

<sup>42</sup> Lucas e Stokey (1983, p. 58), por exemplo, se propõem a discutir os impactos da política fiscal na determinação do equilíbrio geral, mas a partir de uma política fiscal dada: “... it is convenient to begin with the study of fiscal policies in a simple barter economy. In this section, we describe one such economy, and characterize the equilibrium behavior of prices and quantities in the economy for a given fiscal policy”.

o setor público é encontrado na restrição orçamentária que limita as escolhas do consumidor, seja por meio dos tributos cobrados, dos gastos executados ou dos títulos públicos oferecidos, todos de maneira *ad hoc*.

Barro (1981; 1989; 1990), desenvolvendo os argumentos presentes em Bailey (1971) é quem mais tempo dispense para justificar a ausência do setor público da discussão, ainda que de uma perspectiva novo-clássica, e não do NCM propriamente. De acordo com o autor, o Estado está presente na vida dos agentes econômicos ao fornecer bens e serviços públicos que impactam na utilidade do consumo das famílias ou que podem ser insumos às empresas<sup>43</sup>. Na maior parte das vezes, esses bens e serviços se relacionam às áreas “tradicionais” em que o setor privado não atua, tais como o provimento da justiça, da força policial e da defesa nacional, o *enforcement* das leis gerais e dos contratos privados, o oferecimento de alguns segmentos da educação, da infraestrutura de transportes e de saneamento e o fornecimento de parques públicos, entre outros (Friedman, 1956; 1978). Entretanto, nem sempre esses são os casos, de maneira que, na prática, é difícil ou improvável encontrar um bem ou serviço fornecido pelo setor público que se atenha estritamente à definição clássica de bem público, ou seja, de ter um consumo não-rival e não-excludente (Samuelson, 1954). Na maior parte dos casos existe algum grau de substituição entre o bem ou serviço fornecido pelo governo e o fornecido pelo setor privado (Bailey, 1971; Barro, 1981).

Do ponto de vista da modelagem da oferta da economia, Barro (1990) argumenta que os bens oferecidos e os serviços prestados pelo setor público podem ser produzidos pelo setor privado, adquiridos pelo governo e por este fornecidos à sociedade de maneira geral<sup>44</sup>. Segundo o autor:

“We could model public services as the output from the government production function. Then the inputs to this function would be the government-owned stock of capital, labor services from public employees and materials that government buys from the private sector. Instead, *we simplify matters by neglecting production in public service*. We do this – *as do macromodels generally* – by pretending that governments buys only final goods and services on the commodity market. In effect government subcontracts all of its production to the private sector. *In this setup, public investment, public owned capital, and government employment are always zero. Ultimately the introduction of governmental production would affect the main results only if public sector technology or management capability differed from that of the private sector*. Otherwise it will not matter whether

---

<sup>43</sup> “... we proceed as if there were only one type of governmental activity. This activity yields utility directly and also provides services to producers” (Barro, 1990, p. 285).

<sup>44</sup> Bailey (1971) argumenta que a tradição dos modelos macroeconômicos é de colocar o setor público à parte da dinâmica, desconsiderando seus impactos na economia. Para o autor, contudo, o governo pode ser considerado dentro dos modelos como alguma combinação (“*a combined*”) do comportamento das firmas com o comportamento das famílias, agindo da mesma que ambas. Segundo o autor: “Whether this procedure is strictly correct depends on how households and business firms react to the government: in a world of accurate knowledge and foresight, it is correct.” (Bailey, 1971, p. 152).

the government buys final goods, as we assume or instead buys capital and labor to produce things itself” (Barro, 1990, 284 – ênfases adicionadas).

Apesar da hipótese levantada por Barro (1990) não ser mencionada na literatura que trata diretamente do modelo do NCM, ela justifica a ausência do setor público na formação da oferta agregada ao mesmo tempo em que, implicitamente, admite a existência de um orçamento público que precisa ser financiado (via tributação ou emissão de dívida) para garantir os gastos que o Estado executa (provimento de bens e serviços à população). Como não há discussão sobre o setor público nos autores do NCM, mesmo na possibilidade que Barro (1990) coloca, toda a discussão sobre a oferta (tanto das firmas individuais quanto da oferta agregada da economia) leva em consideração apenas o setor privado – o que fica ainda mais evidente quando a perspectiva dos novos keynesianos discute o processo de ajuste macroeconômico e o equilíbrio no mercado de trabalho<sup>45</sup>.

Do ponto de vista do consumidor, Barro (1989) argumenta que a atuação do governo pode ser modelada para impactar diretamente a utilidade do consumo privado uma vez que o gasto público pode concorrer com o gasto privado. Nesse caso, a função de utilidade (9) a ser maximizada pelo agente deve levar em consideração o seu consumo efetivo  $c_t^*$ , que leva em consideração a participação do setor público e pode ser expresso segundo a equação:

$$c_t^* = c_t + \alpha g_t \quad (12)$$

Em que  $c_t$  é o consumo privado real,  $g_t$  é o gasto público real, todos *per capita* e  $0 \leq \alpha \leq 1$  é o parâmetro que mostra a sensibilidade do consumo efetivo à variação do gasto público o que, em outros termos, mede o grau de substituição entre o consumo privado  $c_t$  e o gasto público  $g_t$  para um mesmo nível de consumo efetivo  $c_t^*$ .

O provimento de bens e serviços por meio do gasto público indica que o consumo efetivo per capita  $c_t^*$  excede o consumo privado real de cada agente  $c_t$  numa proporção  $\alpha$ , adicionando utilidade na função de maximização do agente. A função de utilidade (9), portanto, numa versão ampliada para expressar a influência que os bens e serviços fornecidos pelo governo exercem sobre consumo privado, levaria em consideração  $c_t^*$  ao invés de  $c_t$  como argumento para a maximização<sup>46</sup>.

Levando em consideração que os agentes maximizam sua utilidade em  $t$  segundo sua renda permanente (Friedman, 1957), Barro (1981) argumenta que é conveniente pensar num gasto público  $\bar{g}$  que equivalha ao valor presente esperado para todo o  $g_t$  executado ao longo do tempo, descontado à taxa de juros de referência. Desconsiderando, por ora, o papel do financiamento público

<sup>45</sup> Como em Phelps (1994), por exemplo.

<sup>46</sup> Ver Woodford (2001), que constrói o modelo a partir dessa consideração e com  $\alpha = 1$ .

via emissão de títulos, o  $\bar{g}$  deve ser financiado por um fluxo uniforme de tributação  $\tau^*$  que equivalha ao valor presente esperado para os fluxos de  $\tau_t$  ao longo do tempo, também descontados à taxa de juros de referência. Para maximizar sua utilidade, o agente leva em consideração uma provisão de  $\bar{g}$  ao longo do tempo que satisfaça suas condições de consumo em cada período  $t$  específico e uma tributação  $\tau^*$  que condicione o cálculo de sua renda disponível permanente<sup>47</sup>. Assim, existe um fluxo de  $c_t^*$  que o consumidor espera realizar em cada período  $t$  a partir do  $\bar{g}$  e da sua renda disponível em  $t$ . Dado  $\bar{g}$  e o  $c_t^*$  esperado, um aumento no gasto público  $g_t$  gera uma substituição do consumo privado  $c_t$ . Quanto maior o  $\alpha$ , mais próximo  $g_t$  é de um gasto privado, ou seja, se  $\alpha = 1$  o gasto público substitui totalmente o gasto privado e, se  $\alpha = 0$ , há apenas gasto privado no consumo total e, por consequência, na utilidade do agente (Barro, 1981, p. 1091ss).

Apesar da discussão sobre a concorrência entre gasto público e privado estar frequentemente presente a partir da ótica da demanda agregada, principalmente porque, como veremos na sequência, esse é o pressuposto para a hipótese do *crowding out* dos gastos privados que os gastos públicos podem gerar num produto agregado já determinado, ela também se aplica na ótica da oferta agregada. Utilizando a lógica de Barro (1981), como visto acima, a justificativa parte justamente do fato de que os bens e serviços públicos providos aos agentes privados são considerados na maximização da função utilidade de cada consumidor. Como a equação (9) indica, o consumidor leva em consideração o quanto vai consumir ao longo do tempo frente à restrição imposta por (10). Mas, se o governo fornece bens e serviços que rendem utilidade, como em (12), isso significa que o consumidor escolhe seu consumo efetivo frente à sua restrição orçamentária, que leva em consideração a carga tributária estabelecida, e frente ao que vai consumir por meio do provimento via setor público. Não se trata de transferências diretas do governo ao setor privado, que poderiam ser descontadas do valor da tributação (gerando uma tributação líquida de transferências, que frequentemente é o que  $\tau_t$  significa) e influenciar a restrição orçamentária do consumidor, mas sim consumo efetivo, que gera utilidade. Tendo em vista a possibilidade de o consumo efetivo ser maior ou igual ao consumo privado e poder resultar em uma utilidade maior, os consumidores privados podem, enquanto trabalhadores, determinar o quanto de mão de obra vão ofertar para um determinado nível de consumo efetivo levado em consideração no cálculo da sua utilidade. A depender de  $w_t$ ,  $\tau_t$ ,  $g_t$  e  $\alpha$ , a oferta de mão de obra privada pode ser simplesmente nula se o setor público fornecer todos os bens e serviços de consumo ( $c_t^* = \alpha g_t$ ) ou se  $\sum_{t=1}^{\infty} \beta^{t-1} u(c_t^* = c_t + \alpha g_t; m_t) < \sum_{t=1}^{\infty} \beta^{t-1} u(c_t^* = \alpha g_t; m_t)$ . Ou seja, dadas as taxas de salários e a participação do setor público na economia (via tributação e gasto público), o trabalhador pode não ofertar mão de obra que vai lhe

---

<sup>47</sup> "In calculating its permanent income, the representative household figures in the anticipated present value of its share of taxes-net-of-transfers" (Barro, 1981, p. 1089).

render consumo privado se o que ele recebe do governo fornecer uma utilidade maior. Nessa possibilidade teórica, se não há oferta mão de obra, a função de produção (8) deve ser modificada para abrigar outro tipo de insumo que não a mão de obra privada  $n_t$ . Essa possibilidade, contudo, não é levantada em Barro (1981) e tampouco na literatura do NCM.

Barro (1981; 1989; 1990) é então o autor que coloca de maneira explícita como o setor público pode ser considerado na função de produção das firmas e na função de maximização de utilidade dos consumidores. Como o autor ressalta, pelo lado das firmas, o governo pode simplesmente comprar o que é vendido no mercado e fornecer aos consumidores. Pelo lado dos consumidores, o fornecimento de bens e serviços por parte do setor público influencia no seu consumo efetivo. Na lógica dos novos clássicos e dos novos keynesianos, essa atuação do governo ocorre por meio de um financiamento dado, na maior parte dos modelos, por uma determinada composição entre arrecadação tributária e emissão de títulos da dívida pública. Entretanto, o motivo pelo qual o Estado demanda das firmas, o quanto ele demanda e porque ele demanda não estão em discussão. Em outros termos, o tamanho do orçamento público e sua função na economia não são objeto de estudo nessa modelagem. Firms e consumidores individuais tomam decisões de maximização tendo em vista a existência de um Estado *ad hoc* e a agregação macroeconômica dessas decisões ocorre sem levar em consideração a dinâmica do setor público. O modelo de referência do NCM parte dessa ausência de discussão, com  $g_t$  e  $\tau_t$  dados exogenamente, e analisa as relações macroeconômicas a partir daí. Se  $g_t$  e/ou  $\tau_t$  mudam ao longo do ciclo econômico, a alteração é interpretada como um distúrbio, um choque ou uma mudança de parâmetros, como demonstrado na seção 1.1.

Colocadas as condições de maximização das firmas e dos consumidores, que levam em consideração a existência do setor público e a restrição que ele impõe, as decisões individuais são agregadas de maneira que o modelo passa a analisar o equilíbrio geral da economia (Kimball, 1995; Yun, 1996; Woodford, 1996):

“One key element is the intertemporal optimization approach to consumption and labor supply. Another is the similar intertemporal analysis of investment and labor demand, arising from the profit-maximizing decisions of firms. Plans of households and firms are then combined into a general equilibrium, in which quantities and prices are simultaneously determined” (Goodfriend e King, 1997, p. 242).

Dessa forma, as decisões de produção que dão origem à oferta agregada ocorrem através da interação entre as firmas e os consumidores, no mercado de trabalho. Do equilíbrio no mercado de trabalho tem-se o nível de produção e, por consequência, do agregado da produção de todas as firmas, o produto agregado. A peculiaridade, na perspectiva do NCM, é que o equilíbrio no mercado de trabalho tem como pilar a existência de um tipo de taxa natural de desemprego da economia, dada por conta das rigidezes de preços e salários e das fricções no processo de ajuste, para a qual o

desemprego corrente converge ao longo do tempo. O conceito relevante para a taxa de desemprego de equilíbrio de longo prazo nessa perspectiva é o da NAIRU, mas a lógica para a discussão tanto da taxa de desemprego quanto da política macroeconômica a ser adotada surge do debate a respeito da curva de Phillips, ocorrido durante os anos 1960 e 1970.

### 1.2.2 – O equilíbrio a partir da taxa natural de desemprego e a oferta agregada

O pressuposto básico da taxa natural de desemprego remonta às formulações de Friedman (1968) e Phelps (1967) e é essencial para separar o lado “real” do lado monetário da economia e garantir que os níveis de produto e de emprego dependam apenas de fatores reais<sup>48</sup>. No caso do desemprego, a taxa natural está relacionada à estrutura de salários reais da economia<sup>49</sup>:

*“At any moment of time, there is some level of unemployment which has the property that it is consistent with equilibrium in the structure of real wage rates. At that level of unemployment, real wage rates are tending on the average to rise at a ‘normal’ secular rate, i.e., at a rate that can be indefinitely maintained so long as capital formation, technological improvements, etc., remain on their long-run trends. A lower level of unemployment is an indication that there is an excess demand for labor that will produce upward pressure on real wage rates. A higher level of unemployment is an indication that there is an excess supply of labor that will produce downward pressure on real wage rates.”* (Friedman, 1968, p. 9, ênfases adicionadas).

Segundo o autor, a taxa de salários reais que garante o equilíbrio no mercado de trabalho seria aquela consistente com a trajetória da produtividade ao longo do tempo e que, por definição, depende das características estruturais (Friedman, 1966) ou reais (Friedman, 1975; 1977) do mercado de trabalho. Tendo em vista o salário real em vigência, a taxa natural de desemprego seria aquela que:

*“...would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations, provided there is imbedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity markets, including market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the cost of gathering information about job vacancies and labor availabilities, the cost of mobility and so on”* (Friedman, 1968, p. 8).

A definição de Friedman (1968) para a taxa natural possui elementos – as fricções no mercado de bens e no mercado de trabalho – que determinam um valor positivo para o desemprego.

<sup>48</sup> Além disso, a hipótese da existência de uma taxa natural (tanto para o desemprego quanto, por consequência, para o produto) tem implicações significativas para as propostas de política macroeconômica desde Friedman (1968) até o modelo proposto pelo NCM.

<sup>49</sup> Na tradição teórica advinda de Milton Friedman e depois “radicalizada” por Robert Lucas, apenas os preços e os salários reais determinam os níveis de produção e de emprego e os mercados estão a todo o momento determinando esses preços e salários da economia (Tobin, 1995). O NCM é herdeiro dessa tradição para o comportamento de longo prazo da economia.

Isso significa que, apesar de a taxa indicar o equilíbrio no mercado de trabalho em algum período  $t$  específico, ela pode mudar ao longo do tempo e admite que possa haver divergências entre a quantidade de trabalhadores ofertando mão de obra e as vagas disponibilizadas pelas firmas (Phelps, 1967; Tobin, 1997; Silva, 2011) – em outros termos, pode haver desemprego friccional (Sawyer, 1997) ou mesmo involuntário nas taxas reais de salários vigentes. Apesar de a maioria dos trabalhos tratar como “*a market-clearing concept*”<sup>50</sup>, o próprio Friedman (1975) atenta para o fato de que o conceito da taxa natural de desemprego não garante o *market clearing* no mercado de trabalho:

“The term ‘the natural rate’ has been misunderstood. It does not refer to some irreducible minimum of unemployment. It refers rather to that rate of employment which is consistent with the existing real conditions in the labour market. It can be lowered by removing obstacles in the labour market, by reducing friction. It can be raised by introducing additional obstacles. The purpose of the concept is to separate the monetary from the non-monetary aspects of the employment situation – precisely the same purpose that Wicksell had in using the word ‘natural’ in connection with the rate of interest.” (Friedman, 1975, p. 9)

Dessa forma, mesmo que Friedman (1968) utilize do arcabouço walrasiano na definição, a taxa natural de desemprego pode ser interpretada como o resultado das “imperfections, frictions and rigidities either in the labor or in the commodity market that prevented a Walrasian general equilibrium in the economy” (Silva, 2011, p.2) e, como consequência, o desemprego em determinado momento seria nada mais que “a non-market-clearing position in the labor market” (idem)<sup>51</sup>. A naturalização da taxa de desemprego em Friedman (1968) ocorre, portanto, concomitantemente com uma naturalização das imperfeições ou rigidezes dos mercados em geral (Silva, 2011).

Esse ponto da argumentação é fundamental para separar a visão dos Novos Clássicos, que dão os pressupostos microeconômicos dos agentes, da visão dos Novos Keynesianos, que definem a noção de equilíbrio nos mercados e propõem a política macroeconômica no modelo do NCM. Enquanto os Novos Clássicos se distanciam de Friedman (1968, 1975)<sup>52</sup> no sentido de que, para os primeiros, os mercados se ajustam continuamente de modo a levar a economia a um equilíbrio geral (walrasiano), as imperfeições, fricções e rigidezes, presentes na argumentação de Friedman (1968; 1975), são pontos de partida da abordagem dos Novos Keynesianos. Para estes últimos, o

<sup>50</sup> Ver, por exemplo, Cross (1995), Ball e Mankiw (2002), os trabalhos de Espinosa-Vega e Russell (1997), Snowdon e Vane (2005) e Bozani e Drydakis (2011) e as referências neles contidas.

<sup>51</sup> Segundo a interpretação de Silva (2011), Friedman (1968) pode ter usado o sistema de equilíbrio geral walrasiano como instrumento de retórica para os leitores da *American Economic Review*. Já James Tobin, em entrevista para Snowdon e Vane (2005, p. 154-155), é enfático ao dizer que não se trata de uma taxa de equilíbrio no sentido walrasiano: “I mean, why would Walrasian equations have any unemployment at all in their solution? [laughter]. That identification of the natural rate doesn’t make any sense, and it’s certainly not true.” Ver também Tobin (1997) e De Vroey (2001).

<sup>52</sup> “Friedman was a short step away from the New Classical doctrine that markets are continuously clearing and grinding out optimal moving equilibria solving the Walrasian equations. That leads to the conclusion that actual unemployment, whatever it is, is natural or ‘full’” (Tobin, 1997, p. 7).

reconhecimento de que os mercados não estão em *market clearing* contínuo justifica a necessidade de execução de políticas macroeconômicas que ajustem a economia ao longo do tempo.

Entretanto, há de se destacar que, na definição da taxa natural de desemprego, Friedman (1968) tem como uma de suas motivações a defesa do argumento da ineficiência da política monetária em buscar alguma taxa específica de desemprego que seja diferente da natural<sup>53</sup>. Para o autor, uma política que busque o pleno emprego ou que tente atingir uma taxa de desemprego menor que a natural tem como resultado o aumento da inflação ao longo do tempo e, se mantida a política, há uma aceleração inflacionária<sup>54</sup> (Friedman, 1966; 1968a; 1975; 1977). Em sendo ineficiente para influenciar variáveis reais no longo prazo, a política monetária deve garantir uma regra para o crescimento dos agregados monetários conforme o crescimento da economia e tendo como objetivo a garantia da estabilidade da inflação ao longo do tempo (Friedman, 1968; 1977).

Já no caso dos Novos Keynesianos e, por consequência, do NCM, como o pressuposto é de que não há ajuste automático nos mercados, a política monetária deve ser utilizada para ajustar o produto corrente ao produto potencial da economia, o que está intimamente atrelado a alterações na taxa corrente de desemprego<sup>55</sup>. Como visto na seção 1.1, na perspectiva do NCM, a política monetária influencia as variáveis reais e, por meio da regra de Taylor, é utilizada para ajustar o hiato de produto e controlar a inflação. Há, portanto, certo paralelo entre as proposições de Friedman (1968; 1977) e a política macroeconômica adotada pelo NCM. Entretanto, além da diferença no mecanismo de condução da política monetária<sup>56</sup> a “taxa natural” de desemprego do NCM é a NAIRU, que guarda algumas diferenças com relação à taxa natural de Friedman (1968).

---

<sup>53</sup> “Friedman makes an analogy between his ‘natural rate of unemployment’ and Wicksell’s ‘natural rate of interest’, saying that in the same way that monetary policy could not peg the rate of interest of an economy, it could not peg the rate of unemployment, too” (Silva 2011, p. 4). Para mais detalhes, ver também Friedman (1968, p.10-11).

<sup>54</sup>É a hipótese aceleracionista, também colocada por Phelps (1967). De acordo com Friedman, (1966; p. 61): “If you try, through monetary measures, to keep unemployment below this natural level, you are committed to a path of perpetual inflation at an ever-increasing rate”. Ainda segundo o autor, “I did not say that full employment led to inflation. I said that a full employment policy led to inflation. That is quite a different thing. A full employment policy is likely to mean that you do not have full employment, because a full employment policy tends to be an open invitation to everybody to try to push up wage rates here, there, and elsewhere. The rises in wage rates lead to unemployment. In trying to counter the unemployment, the Government is likely to increase the money supply and this tends to produce inflation” (Friedman, 1968b; p. 39).

<sup>55</sup> Como será reiterado mais a frente nessa seção, a função de produção como na equação (8) e a curva de Phillips como em (2) é que fazem essa ligação.

<sup>56</sup> A política monetária defendida por Milton Friedman em diversos trabalhos se baseia no conceito de moeda exógena e é aquela em que há controle dos agregados monetários de acordo com a variação da renda nominal da economia. Já o NCM se pauta na discussão da moeda endógena e a política monetária é executada por meio do ajuste da taxa nominal de juros de referência da economia, tal como a equação (3) do modelo apresentado na seção 1.1 deste trabalho. Para detalhes sobre a mudança na operação da política monetária, ver Santos (2011).

O conceito da NAIRU surge em Modigliani e Papademos (1975) como NIRU (“*noninflationary rate of unemployment*”), numa tentativa de compatibilizar ambos os lados do debate sobre a existência de um *trade-off* explorável entre inflação e desemprego. O debate basicamente colocava os keynesianos da síntese neoclássica de um lado e os monetaristas, de outro. Para os keynesianos, a curva de Phillips tem um formato achatado no intervalo de taxas altas de desemprego, o que permite a redução do desemprego com poucos custos em termos de inflação. Para os monetaristas, a curva de Phillips possui um formato bastante íngreme, o que implica aumento significativo da inflação para poucos ganhos em termos de redução do desemprego (Espinosa-Vega e Russell, 1997; Snowdon e Vane, 2005; Bozani e Drydakis, 2011). Assim, enquanto keynesianos defendiam a exploração do *trade-off* para reduzir o desemprego, os monetaristas propunham a não exploração do *trade-off*, sob o risco da aceleração inflacionária<sup>57</sup>. A partir desse debate e tendo em vista as altas taxas de desemprego e de inflação nos EUA pós-1974, Modigliani e Papademos (1975, p. 142) definem a NIRU como:

“... a rate such that, as long as unemployment is above it, inflation can be expected to decline – except perhaps from an initially low rate. The existence of NIRU is implied by both the ‘vertical’ and the ‘non-vertical’ schools of the Phillips curve.”

Na definição de Modigliani e Papademos (1975), a NIRU seria o resultado da intersecção entre a curva de Phillips negativamente inclinada dos keynesianos ortodoxos com a taxa natural (curva de Phillips vertical) do Friedman (1968) (Espinosa-Vega e Russell, 1997; Bozani e Drydakis, 2011). Assim, apesar de permitir *trade-off* entre inflação e desemprego para uma região específica da curva de Phillips no curto prazo, a NIRU se coloca como restrição a esse *trade-off* no longo prazo (Modigliani e Papademos, 1975; Tobin, 1980):

“Inflation accelerates at high employment rates because tight markets systematically and repeatedly generate wage and price increases. At low utilization rates, inflation decelerates, but probably at an asymmetrically slow pace. At the Phelps-Friedman natural rate of unemployment, the degrees of resource utilization and market tightness generate no net wage and price pressure up or down and are consistent with accustomed and expected paths, whether stable process or any other inflation rate. The consensus viewed accepted the notion of a non-accelerating inflation rate of unemployment (NAIRU) as a practical constraint on policy” (Tobin, 1980, p. 24-25).

A NIRU, rebatizada por Tobin (1980) como NAIRU, representa um equilíbrio macroeconômico de longo prazo em que não há pressões inflacionárias nos mercados e compatibiliza

---

<sup>57</sup> Com a “radicalização” da proposição da curva de Phillips vertical, proposta a partir da incorporação das expectativas racionais, Lucas (1972; 1973) admite que o aumento inflacionário é imediato sem qualquer impacto na taxa de desemprego corrente da economia e que mudanças na taxa de desemprego corrente só ocorrem por políticas não previstas pelos agentes.

as duas “*sub-hipóteses*” (Blanchard, 2018) da taxa natural de Friedman (1968): a primeira, de que a tentativa de manter a taxa de desemprego acima da “natural” leva à aceleração da inflação (*hipótese aceleracionista*) e a segunda de que, quando atingida a taxa natural/NAIRU, a taxa de desemprego não pode ser alterada por meio das políticas de demanda agregada (*hipótese da dependência de fatores reais* ou da *independência com relação à política macroeconômica*<sup>58</sup>) (Snowdon e Vane, 2005; Blanchard, 2018). Nesse sentido, Tobin (1997) é quem define a complexidade do tipo de equilíbrio que a NAIRU representa no mercado de trabalho:

“The NAIRU does not assume a Walrasian equilibrium, in which markets, in particular labor markets, are being cleared by existing prices and wages. Instead it assumes an economy in which at any time most markets are characterized by excess demand or excess supply at prevailing prices. Applied to labor markets, excess demand means a preponderance of job vacancies over unemployment, and excess supply means the opposite. The distribution of markets, weighted by the number of workers or jobs in them, depends systematically on the strength of aggregate demand relative to potential GDP. That is, the weighted number of excess demand markets, relative to excess supply markets, will be greater the higher is aggregate demand. The NAIRU is the unemployment rate at which the inflation increasing effects of the excess-demand markets just balances the inflation-decreasing impacts of the excess-supply markets”. (Tobin, 1997, p.8)

E, ainda segundo o autor, a NAIRU:

“...is the rate of unemployment that generates no change in the average wage change. At the NAIRU the excess-demand and excess-supply markets’ components of wage change average to zero.” (Tobin, 1997, p. 12)

Tobin (1995; 1997) ainda distingue a taxa natural da NAIRU a partir da diferença entre o equilíbrio na economia como um todo e o equilíbrio entre os mercados. Para o autor, a NAIRU é o resultado macroeconômico das pressões de aumento ou de redução da inflação que ocorrem no nível microeconômico, entre mercados que não estão em equilíbrio e, por isso, não poderia ser modelada a partir de um único agente representativo (Tobin, 1997, p. 8ss). Como Sawyer (1997) também afirma, a NAIRU é um conceito que existe apenas no nível macroeconômico, ao contrário da taxa natural. Entretanto, para a discussão do modelo e das propostas de política do NCM, talvez a diferença mais relevante entre os dois conceitos seja a explicitada por King (1999, p. 90):

---

<sup>58</sup> Apesar de ser utilizada pelos novos keynesianos como referência para o desemprego, Espinosa-Vega e Russel (1997) atentam para o fato de que a NAIRU é vista de maneira diferente pelos monetaristas: “In the minds of many Keynesians, the NAIRU theory successfully reformulated the natural rate hypothesis as a relatively minor qualification of Keynesian theories about the usefulness of the Phillips curve as a guide to monetary (or fiscal) policy. From the monetarist perspective, however, the NAIRU was simply another name for the natural rate. The NAIRU theory, moreover, was based on a fundamental misunderstanding of the natural rate hypothesis — a hypothesis that demonstrated the ineffectiveness of government demand-management policy” (Espinosa-Vega e Russel, 1997, p. 13).

“...the natural rate of unemployment and the NAIRU are quite different concepts. The former describes a real equilibrium determined by the structural characteristics of the labour and product markets – the grinding out of Friedman’s Walrasian general equilibrium system (modified, if necessary, by non-Walrasian features of labour markets such as imperfect competition, search behaviour and efficiency wages). It exists independently of the inflation rate. In contrast, the latter, as well as being affected by these structural characteristics, is also affected by the gradual adjustment of the economy to past economic shocks that determine the path of inflation. Because it is defined as the unemployment rate at which there is no immediate pressure for a change in the inflation rate, it is a reduced form – not a structural – variable.”

A distinção colocada por King (1999) ajuda a justificar a política macroeconômica do NCM porque, além de ser definida pela configuração do equilíbrio no mercado de trabalho, a NAIRU admite a influência e a persistência dos choques que ocorrem na economia e se exime de qualquer conotação normativa a respeito de um equilíbrio “natural”, imutável ou alcançável ao longo do tempo unicamente pelas forças reais (ou naturais) do mercado (Tobin, 1995; 1997; Sawyer, 1997; King 1999; Espinosa-Veja e Russel, 1997; Stockhammer, 2008). Choques do lado da oferta e choques ou políticas macroeconômicas do lado da demanda agregada influenciam a taxa de desemprego corrente e esta, por sua vez, impacta na determinação da NAIRU, num efeito que ficou conhecido na literatura por *histerese*<sup>59</sup> ou persistência da taxa de desemprego corrente<sup>60</sup>.

A NAIRU ajuda na conexão entre a base microeconômica do modelo do NCM, ou seja, da noção de equilíbrio no mercado de trabalho, com a análise macroeconômica, na definição do produto potencial (oferta agregada) da economia e no papel de guia para a política macroeconômica e suas metas. Como, por definição, a NAIRU é a taxa de desemprego que não acelera a inflação, a inflação corrente pode ser expressa em função da diferença entre a taxa de desemprego corrente e a “meta” (NAIRU), que é justamente o que faz a curva de Phillips do modelo do NCM:

$$\pi_t = b_1\pi_{t-1} + b_2E_t(\pi_{t+1}) + b_3f(\hat{u}_t) + s_2 \quad (2.1)$$

Em que  $\hat{u}_t = u_t - u_t^N$  é o hiato de desemprego, sendo  $u_t$  o desemprego corrente e  $u_t^N$  a NAIRU.

<sup>59</sup> “This is usually understood to entail: (1) that changes in unemployment tend to persist even when there has apparently been enough time for the economy to adjust to an initial negative shock; and (2) that more than one level of unemployment is consistent with stable inflation. Thus, while an increase in unemployment initially reduces the inflation rate, the latter subsequently tends to stabilize, while unemployment persists at the higher level: there isn’t just one NAIRU” (Stirati, 2001, p. 448).

<sup>60</sup> Para uma discussão mais detalhada sobre a persistência dos efeitos da taxa de desemprego corrente sobre a determinação da NAIRU no longo prazo, ver Blanchard e Summers (1986; 1988), Layard, Nickell e Jackman (1991), Ball (1999), Stirati (2001), Skott (2005), Blanchard (2018) entre outros.

A equação (2.1) é equivalente à equação (2), uma vez que está definida em termos do hiato do desemprego ao invés do hiato de produto<sup>61</sup>. A equivalência decorre da proposição de Lucas (1972; 1973), que se utiliza da lei de Okun (1962) – relação negativa entre produto e desemprego – para estabelecer a mudança dos preços como função da taxa de desemprego corrente versus a taxa de desemprego natural da economia. O modelo do NCM compatibiliza a curva de Phillips aumentada pelas expectativas (*expectations-augmented Phillips curve*) de Lucas (1973) com a NAIRU, ao invés da taxa natural de desemprego; e com as variáveis em defasagem<sup>62</sup>, ao invés de utilizar apenas variáveis esperadas, influenciando seus valores correntes<sup>63</sup>. Dessa forma, a equivalência entre (2) e (2.1) implica que a taxa de desemprego corrente determina o produto corrente e a NAIRU determina o produto potencial da economia. Além da relação com o hiato de produto, a relação da NAIRU com a inflação corrente e esperada também acaba se tornando um guia para a política monetária (Bozani e Drydakis, 2011), pois o hiato de desemprego é indicativo de variação da inflação futura e a taxa de inflação estável relacionada à NAIRU é indicativa da meta de inflação a ser perseguida pela política monetária.

A partir dessas relações, o modelo do NCM normatiza que o BC deve agir para minimizar os desvios da inflação com relação à meta e do produto (desemprego) com relação ao produto potencial (NAIRU), baseado na argumentação de que os desvios dos valores correntes com relação às suas metas geram um custo social, reduzindo o bem estar coletivo (Phelps, 1967; Barro e Gordon, 1983; Clarida, Galí e Gertler, 1999; Snowdon e Vane, 2005). Esse custo<sup>64</sup> social pode ser expresso na forma de uma função de perda (“*loss function*”) que o BC enfrenta a cada  $t$ , do tipo:

$$L_t = \frac{1}{2} [(\pi_t - \pi^T)^2 + \varphi(y_t - y_t^p)^2] \quad (13)$$

Sendo  $\varphi$  o parâmetro que fornece o peso relativo dado à estabilização do produto num regime de metas inflacionárias. Ou seja, num regime estrito de metas de inflação,  $\varphi = 0$ , e a meta inflacionária é buscada a todo custo, sem preocupações em termos dos custos ou perdas em termos de produto (desemprego) que podem ocorrer. Entretanto, não parece ser esse o caso dos regimes

<sup>61</sup> Lembrando que o termo correspondente à inflação passada determinando a inflação corrente na curva de Phillips está captando a rigidez de preços ao longo do tempo (Meyer, 2001).

<sup>62</sup> Ver também Barro e Gordon (1983), que colocam a curva de Phillips como o reflexo da maximização dos agentes em mercados descentralizados e a taxa de desemprego como *proxy* do comportamento geral da economia.

<sup>63</sup> Para a derivação passo a passo da curva de Phillips conforme (2.1) ver Snowdon e Vane (2005), seção 5.3.3. Ver também Bozani e Drydakis (2011), além do próprio Lucas (1972a; 1973).

<sup>64</sup> “The policymaker’s (and society’s) objective for each period is summarized by a cost... which depends on that period’s values for the unemployment rate and inflation. We assume a simple quadratic form...” (Barro e Gordon, 1983, p. 593).

estabelecidos pelos BCs das economias relevantes, de modo que, na prática,  $\varphi > 0$  (Svensson, 1997a; Snowdon e Vane, 2005).

A literatura do NCM utiliza as decisões dos agentes individuais como ferramenta para derivar as relações macroeconômicas do modelo e, para expressar o objetivo da política macroeconômica, ela...

“...takes a pragmatic approach to this issue by simply assuming that the objective of monetary policy is to minimize the squared deviations of output and inflation from their respective target levels.” (Clarida, Galí e Gertler, 1999, p. 1669)

Clarida, Galí e Gertler (1999) justificam que essa abordagem pragmática se deve ao fato de que, na prática, os modelos não conseguem captar de maneira apurada o impacto das expectativas sobre a variabilidade da inflação nas decisões de consumo intertemporal (DeLong, 1997) e que aqueles que usam o (ou um único) agente representativo não captam os verdadeiros impactos no bem estar de cada grupo específico de agente econômico quando há mudanças (ou expectativa de mudanças) na inflação ou na taxa de desemprego<sup>65</sup>. Apesar de Woodford (1998) e Rotemberg e Woodford (1999) fazerem o esforço de demonstrar que a equação (13) deriva das relações comportamentais dos agentes, é possível explicar os objetivos da política macroeconômica a partir da noção de equilíbrio sobre a qual se baseia a NAIRU. Como a NAIRU depende de um equilíbrio (*balance*) agregado e dinâmico entre mercados com excesso de oferta e mercados com excesso de demanda, a taxa de inflação e de desemprego resultante desse equilíbrio indica a trajetória de estabilidade para a economia, mesmo com os fluxos e a mudanças de configurações entre os mercados (Tobin, 1995; 1997)

A partir do equilíbrio gerado pela NAIRU, portanto, os objetivos do produto e da inflação são determinados. No caso do produto, a meta é justamente o produto potencial da economia, definido como:

“...what market economy, without rationing and other quantitative controls, with households and businesses making most of the decisions affecting prices and resources allocations, can produce” (Tobin, 1997, p. 1).

Essa definição é diferente da usada pela maior parte dos trabalhos do NCM, mas é a mais coerente com o pressuposto da NAIRU e do equilíbrio que ela representa do lado da oferta agregada. Geralmente os trabalhos colocam o produto potencial como sinônimo de produto natural e significando aquele produto que seria alcançado na ausência de fricções ou rigidezes no ajuste de

---

<sup>65</sup> A abordagem do agente representativo é razoável para estabelecer as relações comportamentais, mas insuficiente para guiar as análises de bem estar agregado (Clarida, Galí e Gertler, 1999).

preços e salários da economia<sup>66</sup> (Goodfriend e King, 1997; Clarida, Galí e Gertler, 1999; McCallum e Nelson, 1999; McCallum, 2001; Meyer, 2001; Snowdon e Vane, 2005). Mas, a rigor, os dois conceitos não são idênticos por pelo menos dois motivos. O primeiro é pela transposição da lógica da definição de desemprego natural de Friedman (1968), que já considera as imperfeições e rigidezes nos mercados de bens e de trabalho, para a definição de produto natural<sup>67</sup>. O segundo é o de usar a mesma lógica que diferencia a taxa natural de desemprego da NAIRU, como em King (1999). O produto potencial depende então das condições estruturais, reais e institucionais e dos choques (reais e monetários) a que está sujeito, o que já leva em consideração todas as imperfeições que existem nos mercados, como as rigidezes de preços e salários, ao contrário do conceito de “natural” utilizado pelos autores do NCM.

No caso da inflação, a meta é definida, a rigor, por aquela taxa em que expectativa de inflação futura é suficientemente positiva para que o custo marginal de seu aumento compense o ganho marginal da redução do desemprego (Barro e Gordon, 1983). Entretanto, na prática dos modelos a meta de inflação é uma questão bastante efêmera:

“What should be the target rate of inflation is perhaps an even more ephemeral question, as is the issue of what should be the relative weight assigned to output and inflation losses. In the U.S., policy-makers argue that ‘price stability’ should be the ultimate goal. But they define price stability as the inflation rate at which inflation is no longer a public concern” (Clarida, Galí e Gertler, 1999, p. 1669).

Nesse sentido, a maior parte dos autores define como inflação de equilíbrio ou estável aquela taxa em que a inflação corrente é igual à esperada ou, em outros termos, quando a inflação futura é corretamente antecipada, o que, novamente, é determinada a partir do conceito da taxa natural de desemprego ou da NAIRU<sup>68</sup> (Barro e Gordon, 1983; Cross, 1995; Tobin, 1997; Snowdon e Vane, 2005).

Usando o modelo padrão do NCM, McCallum (2011) demonstra que a meta para a inflação é parte da premissa de que, no longo prazo, o hiato do produto é zero e que, conhecendo a taxa de juros real da economia, o BC consegue ajustar a taxa de juros de referência para garantir a meta de inflação estável – a meta inflacionária seria então endogenamente determinada. Na prática, entretanto, argumenta-se que uma taxa de inflação entre um e três por cento para os países ricos satisfaça a definição proposta (Bernanke e Mishkin, 1997; Clarida, Galí e Gertler, 1999; Snowdon e

<sup>66</sup> “The target level of output is typically taken to be the natural level of output, based on the idea that this is the level of output that would obtain absent any wage and price frictions” (Clarida, Galí e Gertler, 1999, p. 1669).

<sup>67</sup> “Notice also that, while Friedman referred to unemployment, he clearly had in mind output more generally” (Blanchard, 2018, p. 98).

<sup>68</sup> A argumentação vem da definição de equilíbrio de Phelps (1967, p. 255): “The quantity  $u^*$  [taxa natural de desemprego na notação do autor] measures the ‘equilibrium’ unemployment ratio, for it is the unemployment rate at which the actual rate of inflation equals the expected rate of inflation so that the expected inflation rate remains unchanged.”

Vane, 2005). Como no modelo do NCM a curva de Phillips é especificada para que a inflação corrente dependa da expectativa para a inflação futura, dada a inflação passada (inércia) e dado o hiato de produto, a estratégia também utilizada pelos BCs é de fazer com que os agentes ancorem as expectativas de inflação futura na meta estabelecida, de modo que a inflação corrente convirja para a meta.

Tendo então definido o produto e a inflação de equilíbrio no longo prazo, a dinâmica do modelo do NCM é aquela discutida na seção 1.1, em que o BC ajusta a taxa de juros para estabilizar a inflação na meta e o produto corrente no nível do produto potencial<sup>69</sup> (Goodfriend e King, 1997; Clarida, Galí e Gertler, 1999).

Utilizando da mesma *rationale* neoclássica, o NCM admite que, a partir do equilíbrio gerado pela NAIRU, do lado da oferta, o produto agregado automaticamente se desdobra em demanda agregada<sup>70</sup> (Barro e Gordon, 1983; Goodfriend e King, 1997; Clarida Galí e Gertler, 1999; Romer, 2000) e, uma vez que a economia se encontre no equilíbrio, qualquer demanda acima do produto potencial causa desequilíbrios macroeconômicos. Na situação em que a resposta ao aumento de demanda, independentemente da sua origem, não altera as quantidades ofertadas, o ajuste ocorre via preços, gerando inflação. Na situação em que não há resposta via preços e a demanda adicional tem origem em um aumento dos gastos públicos, o resultado é o *crowding out* dos gastos privados. Em quaisquer que sejam os motivos que levem o produto corrente e/ou a inflação corrente a se distanciarem de seus valores de equilíbrio, o BC corrige as trajetórias por meio da política monetária (regra de Taylor).

### 1.3 – Equivalência Ricardiana e a negação da política fiscal no ajuste da demanda agregada

A existência da NAIRU como base do equilíbrio do modelo reitera a ausência do setor público como objeto de estudo do NCM desde suas bases microeconômicas e ajuda a excluir a participação da política fiscal na dinâmica do ajuste macroeconômico. Além de negligenciar uma discussão microeconômica mais aprofundada com relação ao papel do setor público na determinação da oferta da economia, a perspectiva do NCM nega a política fiscal duplamente no que cabe à política de ajuste macroeconômico. Em primeiro lugar, quando a economia não está no equilíbrio de longo prazo, ou seja, quando há hiato de produto e/ou quando a inflação está fora da meta estabelecida.

---

<sup>69</sup> Apesar de não haver indicadores diretamente observáveis sobre o peso relativo de cada um dos objetivos econômicos (Clarida Galí e Gertler, 1999) e tampouco consenso sobre a magnitude desses pesos entre os formuladores de políticas (Blinder, 1997), a experiência histórica tem favorecido o controle inflacionário como o principal ou primeiro objetivo da política monetária, como a adoção do regime de metas de inflação tem confirmado em várias economias mundo afora (Bernanke e Mishkin, 1997).

<sup>70</sup> "...the models underlying the derivation of a NAIRU have not only ignored the role of aggregate demand but have also (implicitly) invoked Say's Law that 'supply creates' its own demand" (Saywer, 1997, p. 2).

Como discutido previamente, é a política monetária que ajusta a economia ao longo do tempo e a política fiscal é um choque ou um parâmetro dado do modelo. Nesse caso, se a política fiscal se alterar relativamente às suas condições iniciais, que foram utilizadas no processo de maximização dos agentes e, por consequência, na determinação dos parâmetros do modelo, ela se configura um choque externo e implica um processo de ajuste macroeconômico ainda mais custoso a ser enfrentado pela política monetária. Em segundo lugar, dada a participação do setor público nas condições estruturais ou iniciais da economia, ou seja, estabelecidos previamente o gasto público e o seu financiamento, uma vez alcançado o equilíbrio macroeconômico de longo prazo (dado pelo lado da oferta), a alteração da política fiscal causa *crowding out* dos gastos privados e/ou inflação<sup>71</sup>.

Apesar de não haver referências explícitas na literatura do NCM a qual seria o início ou as condições prévias ou estruturais às quais a economia está sujeita e sobre as quais os agentes econômicos tomam suas decisões de maximização, é possível considerar como tais aquelas presentes em um  $t$  qualquer, em que a NAIRU, o produto potencial, a meta de inflação e a participação do setor público<sup>72</sup> estão dadas. Sendo essas as condições, o ciclo econômico em que cabe o ajuste da demanda agregada por parte da política monetária pode ser definido como aquele que decorre entre o  $t$  inicial específico ( $t = 0$ ) e o equilíbrio de longo prazo, quando o produto corrente se iguala ao produto potencial e a inflação à meta estabelecida, e que não haja choques reais que mudem a tendência ou a trajetória de crescimento da economia. Choques que alteram o produto potencial e que tirem a economia de sua tendência de longo prazo podem ser considerados como causa do início de um novo ciclo econômico, como afirmam os autores da tradição dos Ciclos Reais de Negócios<sup>73</sup> (Lucas, 1977; Plosser, 1989; van Els, 1995).

Por definição, no início do ciclo, a participação do setor público na economia é dada através de seu gasto ( $g_t$ ) e de seu financiamento, seja este via tributação ( $\tau_t$ ), emissão monetária ( $m_t$ ) ou emissão de títulos públicos ( $b_t$ ), todos em termos reais. Durante o ciclo, o ajuste macroeconômico ocorre pelo canal da demanda agregada, por meio da variação da taxa de juros, alterando o consumo e/ou o investimento, e pelo canal das expectativas, alterando a influência da inflação esperada sobre a inflação corrente, como apresentado na seção 1.1 e discutido com mais detalhes e outros lugares<sup>74</sup>. Considerando o investimento dado ou com uma trajetória constante e exógena, como o faz a maior

<sup>71</sup> Bailey (1971), referência utilizada para a discussão que Barro (1974; 1981) coloca, desenvolve as condições para os eventuais de *crowding out* dos gastos privados a partir da economia em pleno emprego a partir de uma abordagem exaustiva sobre os multiplicadores do gasto público.

<sup>72</sup> Ou seja, o orçamento público está definido com os níveis de gastos e as fontes de financiamento.

<sup>73</sup> "Following Lucas (1977), rbc [real business cycles] theorists define the business cycle as the deviations of aggregate real output from trend, and business cycle regularities as the dynamic comovements of the cyclical of key economic aggregates" (van Els, 1995, p. 224). De acordo com Plosser (1989, p. 54) flutuações econômicas e ciclos de negócios são termos intercambiáveis e podem ser usados indistintamente.

<sup>74</sup> Como em Fontana (2009a) e Santos (2011).

parte dos trabalhos do NCM, o produto agregado corrente  $y_t$  é desdobrado então entre  $c_t$  e  $g_t$  (conforme a condição de equilíbrio indicada pela equação (6)). Como  $g_t$  é dado no início do ciclo, é inerente que o ajuste macroeconômico ocorra via  $c_t$  ao longo do tempo, ou seja, mantido tudo o mais constante, o ajuste da taxa de juros permite uma alteração em  $c_t$  de modo que o  $y_t$  convirja para o produto potencial  $y_t^P$  no longo prazo<sup>75</sup>. As alterações no consumo agregado são, pelos pressupostos do modelo do NCM, nada mais que o somatório das alterações nas decisões individuais de maximização intertemporal dos agentes, que ofertam e/ou demandam mais ou menos mão de obra conforme a variação da taxa de juros corrente (Bailey, 1971; Barro, 1981; Plosser, 1989). A partir dessas condições é natural considerar que qualquer variação em  $g_t$  durante o ciclo econômico muda os parâmetros do modelo (se configura um choque) e dificulta o processo de ajuste que havia sido estruturado inicialmente.

Pelo lado microeconômico, como discutido na seção 1.2.1, o consumidor individual, tudo o mais mantido constante, espera receber um montante  $\bar{g}$  de bens e serviços do setor público ao longo do tempo e, a partir dessa informação, estabelece suas decisões de consumo em cada  $t$  para manter seu consumo efetivo  $c_t^*$ . O  $\bar{g}$  é financiado por meio de uma combinação entre  $\tau^*$  e  $b^*$  que representam, respectivamente, o valor presente esperado para a tributação e emissão de dívida pública que garantam o provimento do gasto público  $g_t$  integrante do consumo efetivo  $c_t^*$  em cada  $t$  (equação (12)). Se o  $g_t$  é diferente do que o agente esperava receber naquele  $t$  específico, ele altera seu comportamento, ajustando o consumo corrente  $c_t$  em cada  $t$  de acordo com sua restrição orçamentária intertemporal, para garantir o  $c_t^*$ . O  $g_t$  diferente do esperado para o  $t$  em questão representa, assim, um choque que altera os parâmetros de tomada de decisão dos agentes. No modelo NCM, a consequência imediata dessa alteração nas decisões de consumo dos agentes, no agregado da demanda, é a substituição entre consumo privado e gasto público (que se alterou), uma vez que o produto agregado já está definido, a priori, pelas condições de equilíbrio estabelecidas do lado da oferta.

Como as alterações no gasto público desencadeiam um processo dinâmico que afeta tanto as condições de oferta como as de demanda, não é trivial isolar o impacto do  $g_t$  no momento  $t$  específico e, tampouco, nos períodos seguintes<sup>76</sup>. Para lidar com o dilema de se isolar o impacto da alteração em  $g_t$  ( $\Delta g_t$ ) no modelo há basicamente dois caminhos, ambos advindos da perspectiva dos

<sup>75</sup> Vide a equação de Euler (5) e a equação (7).

<sup>76</sup> "In these models shocks occur to either preferences, technologies/opportunities, or resources and endowments. Unfortunately, these shocks do not easily translate into either supply or demand disturbances. Each type of shock will generally affect both the supply and demand schedules in a particular market" (Plosser 1989, p. 57).

Novos Clássicos<sup>77</sup>. O primeiro caminho é mais amplo e não fornece uma resposta definitiva ao isolamento dos impactos de  $\Delta g_t$  na demanda ou na oferta, mas fornece uma das bases para justificar o comportamento da política fiscal como está definido no modelo do NCM. Esse caminho corresponde à tese desenvolvida por Lucas (1976) (a “crítica de Lucas”) de que, uma vez que as expectativas são endógenas, a mudança das variáveis disponíveis para a tomada de decisão dos agentes impacta em suas expectativas e essas, por sua vez, alteram os parâmetros do modelo, modificando toda a estrutura de decisão dos agentes e os resultados macroeconômicos esperados<sup>78</sup>. A partir da crítica de Lucas, o debate ocorrido durante os anos 1980 sobre o tipo de política macroeconômica a ser adotada enfraqueceu a defesa das políticas discricionárias e consolidou a necessidade do estabelecimento de regras para a atuação das autoridades governamentais, sejam elas de política monetária ou de política fiscal<sup>79</sup>. Dessa forma, como argumentado em Santos (2011), o modelo do NCM é construído a partir dos pressupostos das expectativas racionais (Lucas, 1972) e tem como política uma regra para atuação do BC (Taylor, 1993) que, ademais, deve se mostrar comprometido de maneira intertemporal com os objetivos estabelecidos (Rogoff, 1985; Lohmann, 1992).

O segundo caminho oferece uma resposta mais pragmática ao dilema da separação dos efeitos dinâmicos que a alteração do gasto público pode trazer para a economia, pois considera especificamente que, dados os parâmetros do modelo, os impactos de  $\Delta g_t$  sobre a demanda superam os impactos sobre a oferta<sup>80</sup>. Em outros termos, é o mesmo que considerar o efeito líquido do  $\Delta g_t$  sobre a demanda corrente, uma vez que a mudança em  $g_t$  que afeta a oferta é vista como um choque que altera a tendência de longo prazo da economia e pode ser considerada como o gatilho para o início de novo ciclo. Sendo assim, o impacto  $\Delta g_t$  apenas na demanda pode ser entendido de duas formas complementares. A primeira é justamente o choque imediato que um  $\Delta g_t$  representa, ou seja, a alteração no  $s_1$  das equações (1) ou (7). A segunda é pressupor que, quando o governo muda seu gasto

<sup>77</sup> Apenas para reiterar, os trabalhos que tratam diretamente do modelo do NCM já reconhecem como postas e consolidadas essas discussões e o esforço aqui é de levá-las para justificar como a política fiscal é entendida na perspectiva do NCM.

<sup>78</sup> Num modelo em que não há falhas de mercado, Plosser (1989) argumenta que as respostas dos agentes aos choques na economia são Pareto-Eficiente em qualquer ponto no tempo e que os agentes se baseiam em regras de decisão que dependem tanto dos choques correntes e futuros na produtividade quanto das ações presentes e esperadas por parte do governo.

<sup>79</sup> As regras para o comportamento da política macroeconômica ganham notoriedade a partir das proposições de Friedman (1968; 1977) e são reforçadas pela perspectiva Novo Clássica. Com relação ao debate dos anos 1980, ver Kydland e Prescott (1977), Barro e Gordon (1983) e Taylor (1993).

<sup>80</sup> Para determinar o equilíbrio do mercado de bens, Barro (1981; 1990) coloca a demanda agregada ( $y^d$ ) em função do consumo privado ( $c$ ) e do gasto do governo ( $g$ ). O  $g$  é autônomo e o  $c$  é influenciado negativamente por  $g$  (concorrência por um produto já dado pelas condições da oferta). No equilíbrio,  $y^d$  é igual à oferta agregada ( $y^s$ ) que, por sua vez, é positivamente influenciada por  $g$ , na medida em que  $g$  é insumo para a produção e/ou ajuda no ganho de produtividade dos agentes. O aumento em  $g$  causa um efeito substituição dada sua influência em  $c$ , mas também um efeito renda positivo por conta de seu impacto em  $y^s$ . Barro (1981), assim como Hall (1980), assume que o efeito substituição é maior, que o efeito renda, de modo que o efeito líquido de um aumento em  $g$  se dá na demanda.

em  $t$ , não há tempo suficiente para a alteração das condições da oferta para o(s) período(s) seguinte(s), de maneira que os impactos do novo  $g_t$  ocorrem apenas do lado da demanda. Em ambos os casos, o modelo do NCM se desestabiliza e a alteração do gasto público implica inflação e/ou *crowding out* dos gastos privados, a depender do montante, da duração do  $\Delta g_t$  (se permanente ou temporário), dos efeitos nas expectativas e da resposta de política monetária.

O mecanismo de transmissão básico que justifica esses efeitos no modelo do NCM é o de que um aumento não esperado em  $g_t$ , por exemplo, representa um aumento de  $s_1$  (choque de demanda) em qualquer  $t$  em questão, que amplia o hiato de produto ( $\hat{y}_t$ ) por conta do aumento inicial na demanda corrente ( $y_t$ ), conforme a equação (1). O aumento do hiato de produto, tudo o mais constante, eleva a inflação corrente  $\pi_t$ , como mostra a equação (2), fazendo com que a diferença entre  $\pi_t$  e a meta estabelecida  $\pi^T$  também aumente. Ambos os aumentos (de  $\hat{y}_t$  e da  $\pi_t$ ) são captados pela equação (3), o que faz com que a autoridade monetária, como resposta esperada de política, eleve a taxa de juros de referência  $i_t$  para trazer produto e inflação de volta aos seus valores iniciais<sup>81</sup>. O aumento em  $i_t$ , mantida inalterada a expectativa sobre a inflação futura ( $E_t(\pi_{t+1})$ ), eleva a taxa real de juros *ex-ante* ( $i_t - E_t(\pi_{t+1})$ ), reduzindo o consumo que, por pressuposto, reage inversamente à taxa de juros. Como o produto é dado pelo equilíbrio do lado da oferta e a condição de equilíbrio (6) implica que seja igual ao somatório do consumo privado com o gasto público, para um dado  $y_t$  o aumento em  $g_t$  gera o *crowding out* do  $c_t$ . Para trazer a economia de volta às condições iniciais, portanto, o aumento do  $g_t$  representou um aumento na taxa de juros e uma redução de igual magnitude do consumo privado. Se, além disso, o aumento do  $g_t$  elevar a expectativa para a inflação, de modo a aumentar a inflação corrente, o processo de ajuste pode ser ainda mais custoso em termos do aumento da taxa de juros por conta de uma maior variação do hiato de produto e da própria inflação. A mesma lógica vale, de maneira ainda mais clara, para o caso da economia se encontrar no equilíbrio de longo prazo, quando o produto potencial e a meta de inflação são atingidos: a economia já está em equilíbrio com o produto potencial se desdobrando em consumo privado e gasto público de equilíbrio e, caso ocorra um aumento dos gastos públicos, tudo o mais mantido constante, há uma redução do consumo privado para contrabalançar.

Esses resultados só são possíveis por conta dos pressupostos colocados para o comportamento dos agentes privados ao longo do tempo e da relação que esses agentes estabelecem com o governo, como expressos na seção 1.2.1. Em primeiro lugar, os agentes maximizam a utilidade

---

<sup>81</sup> Nesse exemplo, não é necessário considerar que os valores iniciais do produto corrente e/ou da inflação estejam nos seus valores de equilíbrio de longo prazo para que a lógica do mecanismo de transmissão se mantenha. O que está em questão é apenas o efeito desestabilizador de um aumento do gasto público sobre a demanda em um momento qualquer do ciclo. A lógica do ajuste macroeconômico ao longo do tempo se mantém a mesma: a política monetária altera a taxa de juros de referência para zerar o hiato de produto e atingir a meta inflacionária, se ajustando também aos choques externos, como o representado pela variação no  $g_t$ .

do consumo de maneira intertemporal, como em (9), de acordo com sua renda permanente, no mesmo sentido colocado por Friedman (1957). Isso significa que esperam realizar um consumo permanente (ou efetivo  $c^*$ ) de acordo com o valor presente do rendimento esperado (médio) ao longo da vida e, a partir daí, realizam suas decisões de alocação de riqueza de maneira intertemporal. Portanto, para cada  $t$  específico existe um valor presente esperado de rendimentos que satisfaz o consumo permanente e a alocação de riqueza dos agentes à taxa de desconto relevante e, como Modigliani (1966) coloca, os agentes podem poupar (ou seja, não consumir a partir da renda disponível) quando o valor dos rendimentos em  $t$  é maior do que o esperado para a renda permanente e “des-poupar” (se desfazer dos ativos para o consumo) quando o valor corrente é menor que o esperado. Na renda permanente os agentes já consideram a renda disponível para o consumo, ou seja, descontam o valor presente esperado da parcela da renda que será apropriada pelo governo e, a cada  $t$ , maximizam (9) sujeitos à sua restrição orçamentária intertemporal (10) e à restrição orçamentária do governo (11) que, agora, considera também os títulos públicos ( $b_t$ ) como opção de ativos para alocação da riqueza do consumidor e como fonte de financiamento para o governo<sup>82</sup>.

O passo fundamental para sedimentar o papel da política fiscal na construção do modelo e justificar que a alteração dos gastos públicos desencadeia um processo inflacionário e/ou de *crowding out* dos gastos privados no modelo do NCM é pressupor que os gastos do governo são financiados por um orçamento que está em equilíbrio intertemporal. Essa condição se soma ao reconhecimento de que os agentes valorizam a utilidade que o provimento de bens e serviços pelo governo traz para o consumo privado e que, assim sendo, os gastos públicos são em algum grau substituíveis ou intercambiáveis pelos gastos privados (Bailey, 1971; Barro, 1981; 1989b; 1990). Em conjunto, os três pressupostos são a base para a discussão iniciada por Barro (1974) e batizada por Buchanan (1976) como Equivalência Ricardiana, que diz respeito à indiferença com relação ao tipo de financiamento utilizado pelo governo para realizar seus gastos, pois os resultados macroeconômicos são os mesmos, dados os pressupostos. Essa reiteração é necessária porque os três pressupostos em conjunto configuram apenas uma das várias possibilidades de atuação do governo e de resposta dada pelo setor privado a essa atuação<sup>83</sup>. No limite, as diversas configurações possíveis entre a ação do governo e a reação do setor privado retomam a discussão sobre os multiplicadores fiscais, desenvolvida principalmente durante a síntese neoclássica e retomada com mais destaque no

---

<sup>82</sup> Nas palavras de Barro (1989, p. 1089), “in calculating its permanent income, the representative household figures in the anticipated present value of its share of taxes-net-of-transfers” e, para o caso em que a dívida pública é considerada como forma de financiamento, “... the expected present value of net real taxes equals the expected present value of real purchases plus the initial amount of real government debt. In particular, there is still a one-to-one relation between changes in the anticipated present values of real purchases and net real taxes.”

<sup>83</sup> Ver Bailey (1971) para algumas dessas interações.

*mainstream economics* por conta da crise econômica de 2008, após um longo período em que a modelagem dominante considerou predominantemente a hipótese da equivalência ricardiana ou, em outros termos, a hipótese de que os agentes são ricardianos e se preocupam tanto com a sua restrição orçamentária intertemporal quanto com a do governo, que nela impacta<sup>84</sup>.

Ao definir a equivalência ricardiana, Barro (1974; 1989a) segue a mesma linha de argumentação de Bailey (1971), Tobin (1971) e Blinder e Solow (1973) e propõe que, dada a trajetória dos gastos do governo, o financiamento de um déficit público pela emissão de dívida é equivalente ao financiamento do gasto corrente por meio de tributação<sup>85</sup>, de maneira que uma política fiscal expansionista baseada na redução dos tributos não teria efeitos sobre a demanda agregada, uma vez que os agentes consideram o valor presente dos tributos a que estão sujeitos no futuro. Para Barro (1974; 1989a), o corte de tributos no presente e a (correspondente) emissão de dívida para financiar o déficit público não gera efeito riqueza que induziria os agentes a aumentarem o gasto privado no presente, pois estes estão cientes de que, dada a restrição orçamentária intertemporal do governo, a redução do tributo corrente deverá ser compensada pelo aumento da tributação no futuro<sup>86</sup>:

“The Ricardian modification to the standard analysis begins with the observation that, for a given path of government spending, a deficit-financed cut in current taxes leads to higher future taxes that have the same present value as the initial cut. This result follows from the government's budget constraint, which equates total expenditures for each period (including interest payments) to revenues from taxation or other sources and the net issue of interest-bearing public debt (...) Therefore, the substitution of a budget deficit for current taxes (or any other rearrangement of the timing of taxes) has no impact on the aggregate demand for goods. In this sense, budget deficits and taxation have equivalent effects on the economy – hence the term, ‘Ricardian equivalence theorem’” (Barro, 1989a, p. 38-39).

Sendo os agentes ricardianos no modelo do NCM, um  $\Delta g_t$  que tente incentivar a demanda agregada não gera efeitos macroeconômicos expansivos, pois, independentemente da maneira como é financiado, os agentes entendem a restrição orçamentária intertemporal do governo e compensam o  $\Delta g_t$  por meio da variação do gasto privado e da alocação de riqueza ao longo do tempo<sup>87</sup>. Se o aumento do gasto público é permanente, o modelo pressupõe um aumento permanente no seu financiamento, o que impacta negativamente a renda permanente e o gasto privado, alterando as

<sup>84</sup> Ver a discussão de Santos (2011) e as referências lá contidas.

<sup>85</sup> Seja ela uma tributação imediata ou com a incidência distribuída ao longo do tempo (Barro, 1981).

<sup>86</sup> Na definição da equivalência ricardiana, Barro (1974; 1989a) usa o argumento do corte da tributação mantendo o gasto público constante para focar apenas no efeito substituição, na demanda agregada, do gasto privado por conta do déficit público. Dessa maneira, o autor desconsidera, por um momento, a discussão sobre o efeito renda do  $\Delta g_t$ , ou seja, o impacto de  $\Delta g_t$  sobre a oferta, na mesma linha da proposta que fazemos nessa seção e que é o caminho utilizado no modelo do NCM. O autor, contudo, discute o impacto dinâmico do  $\Delta g_t$  levando em consideração diferentes pressupostos e sensibilidades das respostas da oferta e da demanda em Barro (1981; 1989b; 1990).

<sup>87</sup> É uma variação do caso mais simples, apresentado por Bailey (1971), do multiplicador fiscal zero.

condições iniciais do ciclo econômico sobre as quais os agentes baseiam suas expectativas e tomam decisões. Se o aumento do gasto é temporário e não antecipado, o  $\Delta g_t$  age como um choque na economia e, como mostrado, o *crowding out* dos gastos privados é dado pela resposta da autoridade monetária ao aumentar a taxa de juros de referência, como prevê a regra de Taylor. No modelo do NCM um  $\Delta g_t$  sobre a demanda é, portanto, sempre compensado direta ou indiretamente por uma variação equivalente nos gastos privados<sup>88</sup>.

A construção do modelo a partir do equilíbrio do lado da oferta e com agentes ricardianos é fundamental para o NCM porque, ao mesmo tempo em que se reconhecem os efeitos da participação do governo influenciando as condições da oferta, também se exclui a atuação da política fiscal pelo lado da demanda, na dinâmica do ajuste macroeconômico, deixando todo o processo de determinação da oferta a cargo do setor privado e do ajuste da demanda a cargo da política monetária. Independentemente do tamanho do orçamento do setor público, uma vez determinado, o modelo do NCM requer que ele não mude para não distorcer as condições de maximização dos agentes e para não gerar choques de demanda. O pressuposto do orçamento público equilibrado de maneira intertemporal, e sem impacto expansivo sobre a demanda corrente, necessário para a hipótese da equivalência ricardiana, reforça que o governo está fora do ajuste macroeconômico e que a política fiscal não deve se alterar ao longo do ciclo para não causar distúrbios<sup>89</sup>. As hipóteses se retroalimentam para que o comportamento do setor público não desestabilize o modelo e a política monetária seja eficiente. Para que isso ocorra e feche o papel da política fiscal no modelo, o NCM ainda leva em consideração que o regime de política não pode estar sob dominância fiscal e, mesmo quando se relaxa o pressuposto da equivalência ricardiana, a autoridade fiscal deve compensar os efeitos desestabilizadores de um orçamento público eventualmente não equilibrado ao longo do tempo, como a discussão a seguir coloca.

#### 1.4 – Dominância Fiscal, Teoria Fiscal do Nível de Preços e o Controle Orçamentário Intertemporal

De modo geral, a discussão que embasa o papel que cabe à política fiscal no modelo do NCM está relacionada às diversas formas que as autoridades monetária e fiscal podem interagir entre si, num “jogo” que se repete ao longo do tempo e que envolve noções de cooperação e de independência das ações por parte de ambas. O tipo de medida adotada por cada uma das autoridades

---

<sup>88</sup> “To put the equivalence result another way, a decrease in the government's saving (that is, a current budget deficit) leads to an offsetting increase in desired private saving, and hence to no change in desired national saving” (Barro, 1989a, p. 39).

<sup>89</sup> Não por menos a esperança da variação do gasto público ao longo do tempo é zero no modelo do NCM, conforme a equação (7) (Clarida, Galí e Gertler ; 1999).

e a sua respectiva instrumentalização devem ser no sentido de permitir que a *política monetária* seja de algum modo *independente* para controlar a inflação e a *política fiscal* seja de alguma forma *cooperativa* com relação a esse objetivo. Essa configuração, mais propícia à estabilidade inflacionária buscada pelo modelo do NCM, pode ser caracterizada de várias maneiras, como na cooperação simples entre as políticas (Miller, 1981; Lucas, 1981b; Lucas e Stokey, 1983), no movimento de liderança das ações por parte da política monetária e na acomodação dessas ações e de seus resultados pela política fiscal<sup>90</sup> (Kirsanova, Steh e Vines, 2005; Resende, 2007), na criação de um regime que expurgue a dominância fiscal (Sargent e Wallace 1981; Canzoneri, Cumby e Diba, 2001) ou, ainda, na definição de um comportamento passivo (Leeper, 1991; Bai e Leeper, 2017) ou restrito da política fiscal na determinação do nível de preços (Sims, 1994; Cochrane, 1998; Woodford, 1995; 2001) conforme aponta a perspectiva da Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP). Para o objetivo aqui proposto, a discussão sobre a possibilidade ou não de o regime macroeconômico estar sob dominância fiscal e as proposições de política geradas a partir da TFNP são suficientes para demonstrar os movimentos esperados por parte da política fiscal dentro de uma política macroeconômica que busca o controle inflacionário dentro da perspectiva do NCM, uma vez que ambas abrangem as argumentações das duas outras possibilidades.

Sendo assim, a tese da dominância fiscal, atribuída ao trabalho de Sargent e Wallace (1981), indica que autoridade monetária não consegue controlar a inflação ao longo do tempo se estiver sujeita às ações da autoridade fiscal, mesmo numa economia monetarista, tal qual caracterizada por Friedman (1968), e mesmo com a política monetária sendo executada conforme as proposições deste autor. De acordo com Sargent e Wallace (1981), o controle inflacionário depende fundamentalmente da relação estabelecida entre as autoridades monetária e fiscal e da capacidade de absorção dos passivos públicos (dívida e moeda) por parte dos agentes privados. Mesmo que os movimentos da base monetária sejam a expressão do processo inflacionário, dada a relação direta e positiva entre moeda e preços na perspectiva monetarista, o controle da emissão monetária<sup>91</sup> não é o determinante último da inflação na abordagem de Sargent e Wallace (1981).

Para marcar a argumentação, os autores propõem dois regimes macroeconômicos, um em que a política monetária domina a fiscal e outro em que ocorre o oposto. No caso da “dominância monetária”, a autoridade monetária ajusta a taxa de crescimento da base monetária ao longo do tempo de maneira independente, determinando, assim, a capacidade de financiamento da autoridade

---

<sup>90</sup> Como seria esperada numa análise a partir da teoria dos jogos, por exemplo, em a política monetária se move primeiro (Kirsanova, Steh e Vines, 2005)

<sup>91</sup> Sargent (1982) argumenta que os exemplos mostrando as interações entre as autoridades monetária e fiscal expõem a fragilidade da proposição monetarista de que a política monetária por si consegue controlar a inflação e indica que o controle da base monetária apenas se torna uma variável de ajuste à configuração da política macroeconômica como um todo.

fiscal por meio de senhoriagem, ou seja, da receita do setor público advinda pela emissão de moeda. Dado o nível da tributação estabelecido na economia e a senhoriagem determinada pela política monetária, a autoridade fiscal deve ajustar o orçamento público de modo que os eventuais déficits devem ser financiados pela emissão de títulos de dívida pública, que rendem juros. Nesse cenário, segundo Sargent e Wallace (1981), a autoridade monetária pode controlar a inflação de maneira permanente, pois escolhe a trajetória de expansão monetária sem constrangimentos e conforme seus objetivos.

Na situação oposta ocorre a “dominância fiscal”, ou seja, a autoridade fiscal determina o orçamento público de maneira independente e, dada a arrecadação tributária e o nível dos gastos, os eventuais déficits públicos correntes ou esperados são financiados por meio da emissão de títulos de dívida e de senhoriagem. Nesse caso, a política monetária fica sujeita a compensar via emissão de moeda a parcela do déficit não coberta pelos títulos públicos. Mesmo que a política monetária ainda tenha algum controle sobre o processo inflacionário ao longo do tempo, ele é limitado por conta da restrição imposta pela capacidade do setor privado em absorver os títulos públicos. Quando se atinge um limite para o estoque de dívida pública no mercado, a única opção da política monetária é aumentar a emissão de moeda e tolerar inflação adicional.

Há ainda dois agravantes para o controle inflacionário se a economia se encontra numa situação de dominância fiscal, que se somam ao limite de dívida pública que o mercado está disposto a absorver. O primeiro ocorre se a taxa de juros que remunera os títulos públicos for maior que a taxa de crescimento da economia. Nesse caso, uma política de restrição de liquidez, requerida para o controle inflacionário, será relaxada em algum momento no presente ou no futuro, na medida em que a necessidade de financiamento aumentar por conta dos juros, que tornam a dívida pública uma parcela cada vez maior da atividade econômica. O segundo agravante é que, tomando decisões com base em expectativas racionais, os agentes preveem o relaxamento futuro de uma política monetária restritiva que tenta controlar a inflação no presente e antecipam o aumento dos preços, implicando uma inflação maior já no período corrente (Sargent e Wallace, 1981). Enquanto a política monetária tem controle temporário sobre o processo inflacionário no primeiro caso, ele é inexistente no segundo. Para controlar a inflação é necessário, então, que a dominância fiscal seja expurgada enquanto configuração da política macroeconômica, o que é obtido por meio de uma atitude resoluta da autoridade monetária, impondo disciplina à autoridade fiscal<sup>92</sup> (Sargent e Wallace, 1981; Sargent, 1982).

---

<sup>92</sup> “If the monetary authority is sufficiently powerful vis-à-vis the fiscal authority that it can announce and forever adhere to a  $k$  percent rule for the monetary base (with a small  $k$ ), then it can tell the fiscal authority the stream of seigniorage revenues that it can expect, and to which it must adjust the relation of its expenditure path to its path of explicit tax collections. That is, a  $k$  percent rule is a monetary mechanism for disciplining fiscal policy” (Sargent, 1982, p. 386).

As duas situações opostas da política macroeconômica apresentadas por Sargent e Wallace (1981) tem um paralelo estreito com a discussão sobre a decisão de portfólio dos agentes privados e de como o setor público honra ou garante os passivos que coloca no mercado, com a singularidade de que, ao contrário dos agentes privados, o governo é capaz de emitir a base monetária, o passivo último que garante os demais passivos da economia<sup>93</sup>. Sargent (1982) retoma a discussão de Bryant e Wallace (1980), Miller (1981) e Lucas (1981a; 1981b) sobre as garantias do setor público com relação aos seus passivos e define os regimes Ricardiano e não-Ricardiano. No regime Ricardiano, o setor público emite nova dívida juntamente com um plano para incrementar a tributação e garantir o pagamento dos juros e, eventualmente, do principal da dívida no futuro. Já no regime não-Ricardiano, o novo endividamento público não tem como garantia o aumento da arrecadação para cobrir a dívida assumida e, dessa forma, o governo admite implícita ou explicitamente que em algum momento fará uso da receita de senhoriagem para honrar seus passivos. Enquanto o regime Ricardiano<sup>94</sup> está relacionado à situação de dominância monetária, o regime não-Ricardiano se relaciona à dominância fiscal:

“If the government adjusts the primary deficit to limit debt accumulation, the central bank is not forced to inflate away the debt. Such a regime has been called monetary dominant (MD) or Ricardian. By contrast, under a fiscal dominant (FD) or non-Ricardian regime, primary deficits are set independently of real liabilities” (Tanner e Ramos, 2003, p.859).

Conforme a literatura empírica demonstra<sup>95</sup>, não necessariamente as economias assumem perfeitamente os casos extremos colocados e, além disso, frequentemente alteram a configuração das relações entre as autoridades fiscal e monetária ao longo do tempo. Isso significa que determinada economia não está num regime totalmente ricardiano ou numa situação de dominância fiscal o tempo todo, sendo possível, assim, a existência de alguma configuração entre os extremos dos regimes. Uma maneira de expressar essa possibilidade é por meio do estabelecimento de uma regra para o comportamento do setor público, derivada da restrição orçamentária intertemporal do governo, como o fazem, por exemplo, Aiyagari e Gertler (1985), Resende (2007) e Resende e Rebei (2008), entre outros. Expandindo a equação (11) para considerar os títulos públicos no financiamento

---

<sup>93</sup> “...in some monetary regimes it seems that the government is not entirely like a firm, in that it can create some entirely unbacked net government indebtedness in the form of fiat money or government debt that is valued by the market in spite of there being no plan to pay it off in the future by levying taxes” (Sargent, 1982, p. 383).

<sup>94</sup> “Note that according to Sargent’s definition, the term Ricardian refers to how government bonds are backed, and not to whether the Ricardian Equivalence Theorem regarding the irrelevance of government bonds holds. In this respect, it is possible for bonds to matter in the polar Ricardian regime, if the associated tax collections affect private budget constraints” (Aiyagari e Gertler, 1985, p. 20, nota 1).

<sup>95</sup> Ver, por exemplo, Blinder (1982), Bohn (1991, 1998), Canzoneri, Cumby e Diba (2001), Tanner e Ramos (2003), Blanchard (2004), Coates e Rivera (2004), Resende (2007), Resende e Rebei (2008) entre outros.

do governo, a restrição orçamentária dinâmica do setor público pode ser consolidada da seguinte forma<sup>96</sup>:

$$g_t + (i_{t-1} - 1) \frac{B_{t-1}}{P_t} = \tau_t + \frac{(M_t - M_{t-1})}{P_t} + \frac{(B_t - B_{t-1})}{P_t} \quad (14)$$

Que indica que as obrigações públicas reais, ou seja, os gastos correntes  $g_t$  e o serviço da dívida  $(i_{t-1} - 1) \frac{B_{t-1}}{P_t}$ , são financiados pela tributação real  $\tau_t$ , pela senhoriagem  $M_t$  e pela emissão de (nova) dívida pública  $B_t$ , e em que  $P_t$  é o nível de preços. Fazendo a iteração para frente (“*foward iteration*”), para expressar a restrição orçamentária intertemporal, a equação (14) toma a seguinte forma:

$$i_{t-1} \frac{B_{t-1}}{P_t} = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{\tau_{t+j}}{R_t^{(j)}} + \sum_{j=0}^{\infty} \frac{M_{t+j} - M_{t+j-1}}{P_{t+1} R_t^{(j)}} - \sum_{j=0}^{\infty} \frac{g_{t+j}}{R_t^{(j)}} \quad (15)$$

Em que  $R_t^{(j)} = \prod_{h=1}^j r_{t+h}$  é o fator de desconto utilizado pelos agentes no mercado, que leva em consideração  $h$  períodos à frente (Resende, 2007). Para simplificar a notação, a equação (15) pode ser expressa como:

$$i_{t-1} \frac{B_{t-1}}{P_t} = T_t + S_t - G_t \quad (16)$$

Em que  $T_t$ ,  $G_t$  e  $S_t$  são os valores presentes da tributação, dos gastos públicos e da senhoriagem, respectivamente.

A equação (16) é uma identidade que mostra o valor real do endividamento público a partir de seus condicionantes ao longo do tempo<sup>97</sup>. Considerando que a dívida será quitada em algum momento do futuro, a maneira como ela é financiada depende dos pressupostos estabelecidos para o comportamento das variáveis do lado direito da equação. Aiyagari e Gertler (1985), Kocherlakota e Phelan (1999) e Resende (2007), por exemplo, definem uma regra de atuação para a política fiscal em que ela se compromete a garantir a dívida pública no mesmo sentido levantado por Sargent e Wallace

<sup>96</sup> As equações (14) a (18) e a lógica para a derivação da regra para o comportamento da política fiscal são retiradas de Resende (2007, p. 5-6), que apresenta a formulação mais simples para o modelo de reação da política fiscal. A formulação proposta pelo autor, assim como a de Aiyagari e Gertler (1985) e de Kocherlakota e Phelan (1999), permite tanto a análise das situações de dominância fiscal ou monetária quanto a discussão a respeito da TFNP. Assim como esses três trabalhos, Woodford (1995; 2001), Christiano e Fitzgerald (2000) e Resende e Rebei (2008) também discutem o papel para o setor público conforme os pressupostos do modelo que apresentamos aqui na seção 1.2.

<sup>97</sup> As condições para que a igualdade expressa por (16) valha é de que, no limite, o governo execute toda sua receita e de que não entre numa condição Ponzi com relação aos seus passivos (Kocherlakota e Phelan, 1999; Resende, 2007). Isso significa que, no limite, o setor público consegue quitar os juros e o principal da dívida. Assim, “like the household's, the government's infinite-horizon budget constraint holds with equality if and only if the government's flow budget constraint holds with equality and the limiting condition  $[\lim_{j \rightarrow \infty} (M_{t+j} + B_{t+j}) / P_{t+j} R_{t+j}^{(j)} = 0]$  is satisfied” (Kocherlakota e Phelan, 1999, p. 18).

(1981) e Sargent (1982) e que, dessa forma, é levada em consideração na tomada de decisão dos agentes, como discutido aqui na seção 1.2. A regra pode ser expressa como:

$$\delta(i_{t-1} \frac{B_{t-1}}{P_t}) = T_t - G_t \quad (17)$$

Em que  $0 \leq \delta \leq 1$ .

A equação (17) indica que, dados o estoque nominal inicial da dívida, a sequência de preços e a taxa de juros ao longo do tempo, existe uma sequência de gastos públicos, tributação e dívida que satisfaz a igualdade para todo  $t$ , com  $t$  tendendo ao infinito. Ou, colocando de maneira simples, a regra para a política fiscal implica que uma parcela constante  $\delta$  da dívida é garantida (“backed”) por meio do valor presente esperado para os superávits primários correntes e futuros do governo (Resende, 2007, p. 5; Kocherlakota e Phelan, 1999, p. 19). Como a restrição orçamentária é satisfeita em todo  $t$ , segue que:

$$S_t = (1 - \delta)(i_{t-1} \frac{B_{t-1}}{P_t}) \quad (18)$$

O que indica que a regra para a política fiscal também implica que uma parcela  $(1 - \delta)$  da dívida corrente é garantida por meio da receita de senhoriagem. Quando  $\delta = 1$ , o regime é Ricardiano, ou se encontra na situação de dominância monetária. Isso significa que a autoridade fiscal se compromete a cobrir toda dívida nova colocada no mercado por meio do ajuste do fluxo de superávit primário ( $T_t - G_t$ ) ao longo do tempo, de modo a tornar seu valor presente igual ao valor presente da dívida em curso<sup>98</sup>. Já na situação em que  $\delta = 0$ , o regime é não-Ricardiano, ou está em dominância fiscal, e a autoridade monetária se compromete a acomodar todo o déficit público acumulado por meio das receitas advindas da senhoriagem, corrente ou futura (Aiyagari e Gertler, 1985; Leeper, 1991; Kocherlakota e Phelan, 1999, Resende, 2007).

O parâmetro  $\delta$  caracteriza, portanto, a relação de interdependência entre as autoridades fiscal e monetária e seu valor é resultado da interação entre as políticas ao longo do tempo, supondo, para isso, uma configuração institucional estável e sem referência particular a alguma configuração da política macroeconômica em qualquer  $t$  específico. O  $\delta$  apenas reflete como os governos honram a dívida assumida, seja via autoridade monetária ou fiscal e é um valor estimado e não um parâmetro estrutural do modelo<sup>99</sup> (Kocherlakota e Phelan, 1999; Resende, 2007; Resende e Rebei, 2008). Em

<sup>98</sup> “Whenever the monetary authority sells government bonds in the open market, the fiscal authority increases current or future taxes (and/or reduces current or future expenditures) to back the principal and interest payments on the newly issued debt” (Resende, 2007, p. 6).

<sup>99</sup> “This parameter should not be interpreted narrowly, as capturing a publicly announced policy commitment, or a commitment formally written in a country’s budget, constitution, or central bank organic law” (Resende, 2007, p. 7)

outros termos, o  $\delta$  indica como o governo lida com sua restrição orçamentária intertemporal, o que tem impacto imediato e direto sobre o nível de preços da economia e, por consequência, na capacidade da política monetária em controlar a inflação<sup>100</sup>.

Quanto mais próximo de um regime Ricardiano ( $\delta$  próximo de 1) está a política macroeconômica, menos distúrbio o déficit público corrente causa sobre o modelo e sobre a tomada de decisão dos agentes, uma vez que, de maneira intertemporal, o setor público está mantendo constante o valor presente real esperado para seus passivos, dado o valor presente esperado para os superávits primários futuros como implica (16). Com agentes econômicos também ricardianos e com o setor público mantendo um orçamento intertemporal equilibrado, uma maior participação do governo na economia traz as mesmas discussões sobre o processo decisório dos agentes e sobre o *crowding out* dos gastos privados como colocado na seção 1.3.

Entretanto, quando o regime macroeconômico é não-Ricardiano, existe uma complicação adicional ao controle inflacionário a ser executado segundo o modelo do NCM, que vai além da relação entre uma maior senhoriagem e a inflação relacionada a ela, tipicamente uma questão mais diretamente relacionada aos modelos monetaristas. A TFNP atenta especificamente para o caso que, independentemente da parcela de senhoriagem<sup>101</sup> prevista, um déficit público ou o aumento correlato da dívida pública causa um impacto direto sobre o nível de preços da economia, tornando a política fiscal a principal causa da inflação e deixando a política monetária ineficiente ou insuficiente em controlar o processo inflacionário.

De modo geral, a TFNP é uma teoria de determinação dos preços que se propõe a ser uma alternativa à teoria quantitativa da moeda, principalmente, mas não só, num ambiente macroeconômico em que a moeda é endógena, reivindicando que o controle da liquidez (ou seja, dos agregados monetários ou da taxa de juros de referência) é insuficiente para controlar a inflação<sup>102</sup>

---

<sup>100</sup> "Because expectations of government policies ultimately determine the expected returns to both nominal and real assets, monetary and fiscal policies jointly determine the price level. These mechanisms imply that the price level depends on dynamic interactions among current and expected future macro-policies. The quantity and fiscal theories turn out to emerge as limiting cases produced by restricting both the margins and the policies considered" (Gordon e Leeper, 2006, p. 5).

<sup>101</sup>"In fact, "fiscally dominant" regimes often do not involve any direct assignment of a seigniorage target to the central bank, as in the textbook analysis. Instead, "fiscal dominance" manifests itself through pressure on the central bank to use monetary policy to maintain the market value of government debt" (Woodford 2001, p. 672, ênfase no original).

<sup>102</sup> "The fact that an additional equilibrium condition involving fiscal variables is needed for price-level determination under an endogenous-money regime is actually not a special feature of such regimes. Even under regimes that involve exogenously fixing the path of a monetary aggregate, the equilibrium conditions considered in quantity-theoretic accounts often fail to uniquely determine an equilibrium price level; and thus under these regimes as well, there is room for fiscal policy to determine the price level. Indeed, the fiscal theory of the price level sketched here seems to provide a useful way of thinking about price-level determination regardless of the character of monetary policy, although its usefulness becomes especially apparent in the case of endogenous-money regimes, where the quantity-theoretic approach is completely helpless" (Woodford, 1995, p.3).

(Woodford, 1995; Kocherlakota e Phelan, 1999; Christiano e Fitzgerald, 2000; Woodford, 2001). Além disso, a TFNP contesta as proposições de Sargent e Wallace (1981) e Sargent (1982) de que, se a autoridade monetária é independente e dura o suficiente, ela obriga a autoridade fiscal a adotar uma política apropriada ao controle inflacionário ou, em outros termos, a adotar uma política Ricardiana com relação às contas públicas (Woodford, 1995, Christiano e Fitzgerald, 2000).

Para a TFNP, a equação (16) descreve uma condição de equilíbrio intertemporal, e não propriamente uma restrição orçamentária do setor público, como é definida na maior parte dos casos (Woodford, 1995; Christiano e Fitzgerald, 2000). Considerando, então, uma situação inicial de desequilíbrio, ou seja, uma situação em que o valor presente real esperado para a dívida pública é diferente do valor presente real esperado para o somatório dos seus condicionantes (superávits primários e senhoriagem), o equilíbrio pode ser reestabelecido ao longo do tempo por meio do ajuste em quaisquer variáveis da relação (16) (Kocherlakota e Phelan, 1999). No caso defendido pela TFNP, justamente por poder estar em um regime não-Ricardiano de política fiscal, o governo não é compelido ajustar os fluxos esperados para o superávit primário ou para a senhoriagem deixando, assim, o reestabelecimento do equilíbrio a cargo da variação do valor real da dívida pública.

De modo concreto, a TFNP pressupõe que (16) pode ser temporariamente violada quando, por exemplo, um aumento dos gastos públicos cria um déficit que, por algum motivo, não será compensado por um aumento futuro de tributação (equivalência ricardiana não vale, mesmo que temporariamente). A emissão de dívida correspondente ao financiamento do déficit será percebida, então, como aumento na riqueza dos detentores dos títulos que, por sua vez, utilizarão o efeito riqueza percebido para aumentar o consumo privado. Depois de um possível efeito temporário nas quantidades, como não há mudanças nas condições de oferta da economia, o aumento da demanda força um aumento dos preços e uma queda no valor real da dívida pública até o equilíbrio ser restaurado novamente (Woodford, 1995; Cochrane, 1999; Leeper e Walker, 2013). Ou seja, o governo se utiliza do mecanismo de ajuste preços do mercado para reestabelecer o equilíbrio do valor real dos seus passivos (ou, de maneira correlata, dos ativos privados), sem alterar suas decisões de política fiscal (gastos ou tributação) ou de política monetária<sup>103</sup> (controle da liquidez). Ao contrário do que se pressupõe no regime Ricardiano, no regime não-Ricardiano o aumento da dívida não implica ajuste

---

<sup>103</sup> “Fiscal policy affects the equilibrium price level for a simple reason. An increase in the price level reduces the real value of the net (outside) assets of the private sector, or equivalently, the real value of net government liabilities, assuming that there exists a positive quantity of nominal government liabilities (including, but not limited to, the monetary base). This reduction of private-sector wealth naturally reduces private-sector demand for goods and services through a straightforward wealth effect. As a result, there will typically be only one price level that results in aggregate demand that equals aggregate supply. Changes in expectations regarding future government budgets have similar wealth effects that require an offsetting change in the price level in order for equilibrium to be maintained” (Woodford, 1995, p.3).

dos seus fatores condicionantes reais e a equação (16) não precisa ser satisfeita para todos os preços<sup>104</sup> (Kocherlakota e Phelan, 1999; Christiano e Fitzgerald, 2000; Resende, 2007). Dessa forma, a escolha de como o governo garante o valor real para seu endividamento desempenha papel crucial na determinação da trajetória da inflação e, assim, a política fiscal também deve ser levada em consideração como instrumento para o controle inflacionário (Woodford, 1995; Christiano e Fitzgerald, 2000).

A TFNP levanta considerações importantes sobre o modo de controlar a inflação na perspectiva do NCM. Como discutido anteriormente, o modelo prevê que, no caso de um aumento dos preços que faça a inflação se afastar da meta, a resposta esperada para política monetária é a elevação da taxa de juros, para que o choque de demanda causado pelos juros coloque a inflação de volta ao patamar inicial e, eventualmente, na meta estabelecida. Entretanto, como a taxa de juros de referência da economia é, por definição, aquela também usada como referência para a remuneração dos títulos da dívida pública, seu aumento pela autoridade monetária pode elevar ainda mais o valor nominal da dívida, gerando novo efeito riqueza e levando a uma nova rodada de aumento dos preços, conforme a interpretação de (16) segundo a lógica da TFNP. Nesse sentido, com o aumento da riqueza percebida pelos agentes e sem nenhum efeito compensatório por parte da política fiscal, o aumento da taxa de juros acaba reforçando o movimento inflacionário e tendo efeito contrário ao esperado. Se a política monetária se mantém na estratégia de elevar os juros para conter a inflação, juros altos a alta inflação se retroalimentam e o resultado dessa dinâmica pode ser a explosão inflacionária<sup>105</sup> (Loyo, 1999; Christiano e Fitzgerald, 2000; Kirsanova, Steh e Vines, 2005).

Há pelo menos duas saídas possíveis para essa situação, que envolvem mudanças nas atitudes esperadas por parte da autoridade monetária. A primeira delas é que, contrariando a prescrição do modelo do NCM, a política monetária condizente com a trajetória de queda nos preços seria então a de manutenção ou redução da taxa de juros de referência, para conter os preços por meio da redução do valor nominal da dívida pública. Como essa medida é oposta ao comportamento que os agentes esperam da política monetária, ela representa um choque de política ( $s_3$  na equação (3)), podendo trazer mais instabilidade para o modelo ao dificultar processo decisório dos agentes e alterar os parâmetros. A segunda saída, complementar à primeira, é que pode haver uma mudança de

---

<sup>104</sup>“Government debt also plays a crucial role in the determination of  $P_t$  under the Fiscal Theory of the Price Level (FTPL). The FTPL assumes that the government does not have to satisfy its intertemporal budget constraint for all possible sequences of  $P_t$ . Any particular path for the price level that does not satisfy the intertemporal budget constraint could be automatically excluded as an equilibrium by the government because it would not satisfy market clearing nor the consumer’s optimality conditions. As a result of this assumption,  $P_t$  is determined as the quotient between the nominal value of interest-bearing debt and the present value of the all government revenues (including seigniorage) regardless of whether the government debt is, or will be, monetized” (Resende 2007, p. 9).

<sup>105</sup> É o que Loyo (1999) chama de paradoxo da política monetária rígida ao analisar o caso brasileiro entre os anos 1970 e 1980.

mandato para a autoridade monetária que, ao invés de se preocupar estritamente com a política monetária, passa a se comprometer com a gestão da dívida pública, com o agravante de ter sob sua responsabilidade apenas dois dos condicionantes da sua trajetória, a taxa de juros de referência e, eventualmente, a senhoriagem. Nesse caso, a busca pela estabilidade inflacionária pode ser deixada em segundo plano à medida que a trajetória da dívida se torne uma questão macroeconômica mais relevante que os preços (Kirsanova, Steh e Vines, 2005). Em ambos os casos, a política monetária perde em termos de eficiência enquanto instrumento de ajuste macroeconômico, no modelo do NCM.

Uma terceira saída, contudo, não envolve mudanças no mandato da política monetária e a mantém como o instrumento de ajuste macroeconômico, tal qual estruturado pelo modelo padrão do NCM. Como a discussão da dominância fiscal e da TFNP indicam que a política fiscal tem efeitos desestabilizadores sobre o ajuste macroeconômico, os argumentos são de que, paralelamente à dinâmica macroeconômica, o setor público mantenha suas contas com um comportamento estável e previsível ao longo do tempo, de modo que os agentes possam fazer suas previsões e tomar decisões sem sofrer choques nas expectativas. Em termos de modelagem, como ocorre na maior parte dos modelos DSGE novo-keynesianos utilizados pelo NCM, isso significa pressupor que a política fiscal esteja sob o regime ricardiano e entender os períodos não-Ricardianos como choques<sup>106</sup>. Em termos de discurso político e de execução efetiva da política macroeconômica, significa defender que a política fiscal se aproxime o tanto quanto possível de um regime ricardiano, para manter os “fundamentos da economia”, por meio de contas públicas equilibradas e “sustentáveis” no longo prazo<sup>107</sup>.

“...conventional monetary effects in dynamic models require passive fiscal behavior. Fiscal policy must not only be sustainable, it must also provide the right kind of fiscal backing for monetary policy to operate as the inflation targeting framework intends” (Bai e Leeper, 2017, p. 106).

Como já discutido exaustivamente em outras ocasiões<sup>108</sup>, de maneira geral, a política fiscal na visão *mainstream* tem o papel de sustentar os “fundamentos econômicos” em comprometimento com o regime de política macroeconômica de maneira intertemporal. Na lógica do NCM, como visto acima, apenas com finanças públicas ajustadas ao longo do tempo é possível que a

---

<sup>106</sup> De acordo com Kocherlakota e Phelan (1999), Christiano e Fitzgerald (2000) e Resende (2007), os testes econométricos não indicam se o regime é não ricardiano, uma vez que os dados captam apenas situações de equilíbrio: “...given the assumption that the intertemporal budget constraint is always satisfied, the econometric results have no direct bearing on the impossibility result in Cochrane (1998), whereby the FTPL cannot be falsified empirically because only equilibrium prices are observable” (Resende, 2007, p. 10).

<sup>107</sup> “The rhetoric of governments is nearly lexicographic in debt reduction and stabilization” (Bai e Leeper, 2017, p. 108).

<sup>108</sup> Como em Santos (2011), Arantes e Lopreato (2017), Arantes e Biasoto-Jr (2017) e Arantes e Macedo e Silva (2020).

política monetária consiga controlar a inflação (e o produto) conforme o modelo básico exposto<sup>109</sup>. A preocupação com a política fiscal é então com respeito à previsibilidade e à sustentabilidade das contas públicas, uma vez que uma trajetória previsível e sustentável para as variáveis fiscais permite validar as expectativas dos agentes e atingir o equilíbrio geral do sistema<sup>110</sup>. A maneira síntese de o NCM avaliar a sustentabilidade das contas públicas ao longo do tempo é por meio da análise da trajetória do endividamento público, captada pela proporção da dívida em relação ao produto agregado (dívida/PIB), conforme a equação (16). A dívida é sustentável (ou solvente) quando possui um histórico e/ou uma expectativa de estabilidade ou de queda futura em proporção do produto.

Por meio da restrição orçamentária (14) sabemos que os déficits públicos implicam nova dívida ( $\Delta B_t$ ) no período seguinte ou emissão monetária ( $\Delta M_t$ ). Como a senhoriagem é praticamente irrelevante nos sistemas financeiros modernos (Allsopp e Vines, 2005; Leeper e Walker, 2013), os déficits públicos implicam acúmulo de dívida de um período a outro. Sendo o produto nominal da economia  $Y_t$  no período  $t$ , a dívida se acumula segundo:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - \gamma) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (19)$$

Em que  $r$  é a taxa real de juros ( $r = i_{t-1} - \pi_{t-1}$ ) e  $\gamma$  o crescimento real do produto entre  $t - 1$  e  $t$ . Com  $B/Y = b$  e  $(G_t - T_t)/Y_t = \sigma_t$ :

$$\Delta b_t = b_{t-1}(r - \gamma) + \sigma_t \quad (20)$$

A equação (20) é outra maneira de expressar (14) e indica que a trajetória da dívida/PIB depende de seu estoque, da taxa de crescimento real do produto, da taxa real de juros e do déficit primário. A dívida é sustentável com  $\Delta b_t$  diminuindo, nulo ou negativo ao longo do tempo (para todo  $t > t_0$ , uma vez definido o  $t_0$ ). O argumento é que, além do risco de *default* e das instabilidades econômicas se ele ocorrer, um aumento da dívida, avaliado como insustentável pelos detentores de títulos, expõe a economia a uma série de problemas: a política monetária anticíclica enfraquece, o

<sup>109</sup> A política monetária não deve, em princípio, reagir à política fiscal. Na literatura *mainstream* em que o controle da inflação é o principal objetivo da política macroeconômica, a política fiscal é sempre a que reage, de maneira cooperativa, às ações de política monetária para que o resultado seja eficiente e não o contrário. Ver Kirsanova, Stehn e Vines (2005), Leeper (1991), Leeper e Walker (2013) e referências. "A monetary policy can neither disregard fiscal policy nor offset it. If, however, monetary policy were to stick to a tight course, fiscal policy would either have to follow a correspondingly tight course or the government would be forced into insolvency" (Miller, 1981, p. 38).

<sup>110</sup> "...we formally consider the implications of further requiring that a policy always balance the government's budget in the "long run." We argue that imposing such a restriction makes fiscal policy, in an important sense, irrelevant" (Kocherlakota e Phelan, 1999, p. 18)

financiamento externo fica oneroso devido a um aumento do risco soberano, as taxas de juros requeridas para o (re)financiamento da dívida aumentam, a capacidade de atrair investimento externo diminui<sup>111</sup>.

Tanto em (20) quanto em (16), para que as contas públicas sejam sustentáveis ao longo do tempo, o resultado fiscal é a variável de ajuste. Em (20) o argumento é que o governo pode influenciar ou controlar o  $\sigma_t$  de maneira mais direta que  $r$  ou  $\gamma$ . Em (16), dado que o controle da inflação é principal objetivo macroeconômico, o governo deve se comprometer com a obtenção de resultados primários no futuro que garantam hoje a estabilidade do valor real da dívida evitando o aumento no nível de preços. Assim, na perspectiva do NCM, para manter a sustentabilidade intertemporal da dívida/PIB e/ou garantir que eventuais déficits não sejam desproporcionais à capacidade de financiamento do setor público, o governo deve, na prática, ajustar o superávit primário ao longo do tempo.

O movimento teórico consolidado pelo NCM resumiu a política fiscal na análise de dois indicadores básicos, o resultado primário e a relação dívida/PIB, e o modelo de política macroeconômica orientada pela política monetária coloca quaisquer alterações no comportamento dessas variáveis como choque (se forem mudanças conjunturais) ou como alterações nos parâmetros dados (se forem mudanças estruturais) – e, em ambos os casos, com efeitos que podem perdurar no longo prazo e tirar a economia da trajetória de equilíbrio.

## Considerações Finais

A política fiscal não está no modelo de ajuste macroeconômico do NCM porque ele é estruturado a partir de correntes de pensamento que excluem, a priori, um papel mais ativo do Estado na dinâmica econômica como um todo. Depois da crítica monetarista no final dos anos 1960, da estagflação dos anos 1970 e do avanço do ideário pró mercado a partir dos anos 1980, a teoria macroeconômica *mainstream* desenvolveu teses que negam as ações fiscais com base em argumentos de ineficiência, irrelevância e morosidade do governo que, muitas vezes, são pautadas em justificativas históricas e político-ideológicas (Santos, 2011). Por ser entendido como causa de distúrbios ao livre funcionamento do mercado (Friedman, 1981; 1992), naquelas vertentes da teoria macroeconômica que advogam algum tipo de *laissez-faire* como forma superior de organização da atividade econômica, o Estado deve ser coadjuvante ao máximo possível e seu papel restrito às funções que, historicamente, a organização da sociedade a ele atribuiu. A partir dessa concepção, na maior parte dos modelos de ajuste macroeconômico, a atuação do governo via política fiscal sequer está presente.

---

<sup>111</sup> Ver Heller (2002); IMF (2009c) e Devereux, (2010).

Não há como negar a existência do Estado e sua influência na atividade econômica, mas, grosso modo, o que as correntes de pensamento do *mainstream economics* advogam, nos últimos 50 anos, é que a atuação fiscal seja dada ou relativamente constante ao longo do tempo e que, quanto menos variar, menos possibilidade de falhas o governo gera ao livre funcionamento do mercado (Friedman, 1992). De forma geral, o papel do Estado na economia é caracterizado pelo orçamento público e sua mudança é retratada, por consequência, pelo comportamento desse orçamento ao longo do tempo, seja em termos absolutos ou como parcela do produto agregado. Se a definição dos papéis do Estado na economia, vinda de Musgrave (1956), serve como orientação da atuação do governo, o orçamento público é o espaço em que está determinado o quanto se retira de riqueza material social gerada para (re-)designá-la segundo suas funções alocativa, (re-)distributiva e estabilizadora, em consonância com a configuração social estabelecida. No caso da tradição teórica macroeconômica que forma o NCM, o orçamento público reconhece as duas primeiras funções, mas negligencia a terceira. Ou seja, o Estado tributa e gasta para alocar e (re)distribuir recursos, mas, no que cabe à estabilização econômica, arrecadação e gasto públicos são descartados, de maneira que sua atuação ocorrer quase que exclusivamente via política monetária.

O descarte do papel fiscal do Estado no ajuste macroeconômico é feito no âmbito teórico com base principalmente nas três teses do *mainstream economics* discutidas aqui: taxa natural de desemprego, equivalência ricardiana e dominância fiscal. As três, em conjunto e ao se retroalimentarem, fornecem um modelo em que a política fiscal é ou *deve ser* inerte no ciclo econômico para não causar desequilíbrios. Uma vez consolidadas as teses no campo macroeconômico *mainstream*, o modelo do NCM apenas expressa a proeminência que a política monetária ganhou nesse período e o consequente rebaixamento da política fiscal no ajuste macroeconômico (Arestis e Sawyer, 2002, 2003a; Blinder, 2004; Solow, 2005; Tcherneva, 2008; Fontana 2009a).

A lógica da determinação do produto agregado parte de uma construção teórica estritamente privada, que reconhece o papel do Estado na atividade econômica, mas que, ao mesmo tempo o exclui, sob o argumento de que sua ação pode ser substituída por ações correspondentes da iniciativa privada (Barro, 1990). O Estado retira uma parcela da riqueza material da sociedade e a devolve na forma de bens e/ou serviços públicos, o que o torna um agente singular no processo econômico, mas a teorização de que ele pode apenas recorrer à iniciativa privada para cumprir com suas funções retira a discussão sobre a sua singularidade enquanto agente econômico. A construção teórica sobre a determinação do produto agregado parte da dinâmica estabelecida entre agentes privados, que determinam uma estrutura de decisões que levam ao equilíbrio a partir da ótica da oferta de recursos na economia.

Quando a teoria assume a possibilidade de substituição das atividades do Estado pelo provimento via mercado, ela assume também que a participação do governo na economia já está dada

e, de alguma forma, é constante durante o ciclo econômico. Sendo assim, os meios que o Estado usa para se apropriar da riqueza gerada e devolvê-la num momento posterior se tornam são indiferentes, porque os agentes econômicos já esperam, de antemão, um comportamento determinado. Um agente que não é singular, que não determina de maneira singular o fluxo de riqueza gerado, quando demanda uma parcela maior ou menor dessa riqueza, sinaliza que vai compensar essa demanda de maneira oposta em algum momento no presente ou no futuro. Constrói-se então o pressuposto de que os agentes reconhecem esse comportamento e antecipam a atuação do governo, compensando eles mesmos as ações esperadas para o comportamento do Estado no futuro. São esses pontos que estão em discussão quando se coloca que os agentes tomam decisões sob expectativas racionais e que o governo tem um comportamento ricardiano ao longo do tempo, de modo que, quando sua ação causa alguma mudança na atividade econômica no ciclo ela tem como resultado o *crowding out* dos gastos privados e/ou o processo inflacionário.

De outra sorte, quando se reconhece que o Estado é um agente singular no processo econômico, que não necessariamente é compelido a manter um orçamento equilibrado no seu aspecto fiscal ao longo do tempo, o pressuposto sobre o comportamento do governo muda e, prevendo os possíveis efeitos desestabilizadores que a alteração do comportamento fiscal pode ter durante o ciclo econômico, a teoria defende que as ações do governo devem ser restringidas. A necessidade de um regime ricardiano, ou que a política macroeconômica não esteja sob dominância fiscal, coloca a limitação necessária para que as ações do governo no plano econômico sejam condizentes com a estabilidade de um modelo que já está estruturado para que não exista papel fiscal ativo. Se os pressupostos do modelo já são dados para que não exista política fiscal no ajuste macroeconômico, é natural que, mesmo reconhecendo uma lógica singular para o comportamento do governo, ele deve ser restrito para causar menos distúrbios possíveis. O resultado é que toda a discussão do NCM sobre política fiscal se resume então à ação fiscalista do governo.

Como é o orçamento público que expressa a participação do governo na economia, o seu acompanhamento ao longo do tempo, dentro da lógica fiscalista, garante a passividade do Estado requerida para a funcionalidade do modelo estruturado e para o equilíbrio previsto. Assim, o esforço se concentra em avaliar, a cada momento do tempo as variáveis chave, os indicadores fiscais que projetam a situação das contas públicas para a avaliação dos agentes e o pleno funcionamento do modelo. Resultado primário e dívida pública acabam sendo apenas a expressão da busca pela irrelevância do estado no modelo de ajuste macroeconômico e, por isso, são as variáveis de controle que o NCM estão sempre buscando sobre o comportamento do setor público.

## Bibliografia

- ABEL, A. B.; BLANCHARD, O. J. "An Intertemporal Model of Savings and Investment," *Econometrica*, May 1983, 51, 675–692.
- ALLAIN, O. Tackling the instability of growth: a Kaleckian-Harrodian model with an autonomous expenditure component. *Cambridge Journal of Economics*, v. 39, n. 5, p. 1351-1371, 2014
- ALLSOPP, C.; VINES, D. The macroeconomic role of fiscal policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 485-508, 2005.
- ARANTES, Flávio; CAZEIRO LOPREATO, Francisco Luiz. O NOVO CONSENSO EM MACROECONOMIA NO BRASIL: A POLÍTICA FISCAL DO PLANO REAL AO SEGUNDO GOVERNO LULA. **Rev. econ. contemp.**, Rio de Janeiro , v. 21, n. 3, e172131, 2017 .
- ARANTES, Flávio; BIASOTO JUNIOR, Geraldo. A política fiscal no contexto da financeirização: teoria insuficiente e indicadores inadequados. **Econ. soc.**, Campinas, v. 26, n. spe, p. 1063-1095, Dec. 2017.
- ARANTES, Flávio; MACEDO E SILVA. The New Consensus under Stress: The Financial Crisis and the Fiscal Policy Comeback. *Revista Análise Econômica*, v. 38, n. 75 (março/2020). No prelo.
- ARESTIS, P. What is the new consensus in macroeconomics? In: ARESIS, P. (ed.). *Is there a new consensus in macroeconomics?* UK: Palgrave MacMillan, 2007.
- ARESTIS, P. New Consensus Macroeconomics: A Critical Appraisal. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 564, may 2009.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. New consensus, new keynesianism, and the economics of the third way. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 364. 2002.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. On the effectiveness of monetary policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 369, 2003a.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. Reinventing fiscal policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 381, 2003b.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. New consensus macroeconomics and inflation targeting: a keynesian critique. *Economia e Sociedade*, v. 17, Número Especial, p. 629-653, 2008.
- AIYAGARI, R.; GERTLER, M. The Backing of Government Bonds and Monetarism. *Journal of Monetary Economics* n. 16 (1985), p. 19-44. North-Holland.
- BAI, Y.; LEEPER, E. Fiscal stabilization vs. passivity. *Economics Letters*, n. 154 (2017), p. 105–108
- BAILEY, MA. J. *National Income and the Price Level: A Study in Macroeconomic Theory*. 2d ed. New York: McGraw-Hill, 1971.
- BALL, L. 'Aggregate demand and long-run unemployment', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1999 (2), pp. 189–236.
- BARRO, R. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, 1974.
- BARRO, R Output Effects of Government Purchases. *Journal of Political Economy*, 1981, vol. 89, issue 6, p. 1086-1121. 1981.
- BARRO, R. The Ricardian Approach to Budget Deficits. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 2 pp. 37-54. 1989a.
- Barro R. The Neoclassical Approach to Fiscal Policy. In: Barro; R; *Modern Business Cycle Theory*. Harvard University Press and Basil Blackwell Publishers; 1989b.
- BARRO, R. *Macroeconomics*. John Wiley & Sons, New York, NY c1990.
- BARRO, R.; GORDON, (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n.1079.
- BELL, S. 'Do taxes and bonds finance spending?' *Journal of Economic Issues*, 34 (3), September, p. 603-620. 2000.
- BERNANKE, B.; GERTLER, Mark; GILCHRIST, Simon. "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," NBER Working Paper, n. 6455. 1998.
- BERNANKE, Ben S.; MISHKIN, Frederic S.. "Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy?," *Journal of Economic Perspectives*, v. 11(2, Spring), 1997.

- BLANCHARD, O. Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 10389, março. 2004.
- BLANCHARD, O.; SUMMERS, L. "Hysteresis and the European Unemployment Problem," NBER Macroeconomics Annual 1986, Cambridge: MIT Press, p. 15-78. 1986
- BLINDER, ALAN S. Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy. In: The Federal Reserve Bank of Kansas City. *Monetary Policy Issues in the 1980s*. pp. 3-34. 1982
- BLINDER, ALAN S. "What Central Bankers Can Learn from Academics—and Vice-Versa," *J. Econ. Perspect.* 11:2, pp. 3–19. 1997.
- BLINDER, A. The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy. *Center for Economic Policy Studies Working Papers*, n. 102 (100?), University of Princeton, junho. 2004.
- BLINDER, A.; SOLOW, R. "Does Fiscal Policy Matter?" *Journal of Public Economics*, pp. 319—337. 1973.
- BOHN, H. Budget balance through revenue or spending adjustments? Some historical evidence for the United States. *Journal of Monetary Economics*, n. 27 p. 333-359. North-Holland. 1991
- BOZANI, V.; DRYDAKIS, N. Studying the NAIRU and its Implications. IZA Discussion Paper No. 6079 October. 2011.
- BRYANT, J.; WALLACE, N.. A suggestion for further simplifying the theory of money. *Research Department Staff Report 62*. Federal Reserve Bank of Minneapolis. 1980.
- CALVO, G. "Staggered Prices in a Utility Maximizing Framework," *Journal of Monetary Economy*, n. 12:3, pp. 383–98. 1983.
- CARLIN, W.; SOSKICE, D. *Macroeconomics: imperfections, institutions and policies*. Oxford: Oxford University Press, 2006.
- CARLIN, W.; SOSKICE, D. *Macroeconomics: Institutions, Instability, and the Financial System* Oxford: Oxford University Press, 2015.
- CAVERSAZI, E.; GODIN, A. Post-keynesian stock-flow-consistent modelling: a survey. *Cambridge Journal of Economics*, v. 39, n. 1, p.157-187, 2015.
- CHRISTIANO, L. J.; FITZGERALD, T. J. (2000). Understanding the Fiscal Theory of the Price Level. *Economic Review*, Quarter 2, v. 36, n. 2, p. 1-38.
- CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, v. 37, n. 4, p. 1661-707, 1999.
- COATES, K.; RIVERA, E. Fiscal dominance and foreign debt: five decades of Latin American experience. *Money Affairs* volume xvii, number 2, july-december 2004.
- COCHRANE, J. H "A Frictionless View of U.S. Inflation," NBER Chapters, in: *NBER Macroeconomics Annual 1998*, volume 13, pages 323-421, National Bureau of Economic Research, Inc. 1999.
- DAVIDSON, P. (1978). *Money and the real world*. 2nd edition. Londres: MacMillan.
- DE FIORE, F.; TRISTANI, O. (2008). Credit and the Natural Rate of Interest. *European Central Bank Working Paper Series*, n. 889. Frankfurt am Main, Germany.
- DE VROEY, M. (2001). Friedman and Lucas on the Phillips Curve: from disequilibrium to equilibrium approach. *Eastern Economic Journal* 27 (2): 127-148.
- DEVEREUX, M. Fiscal deficits, debt, and monetary policy in a liquidity trap. *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, n. 44, 2010.
- DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. Texto para Discussão n. 303, Campinas, Instituto de Economia, 2017.
- ESPINOSA-VEGA, M.; RUSSELL, S.. "History and theory of the NAIRU: a critical review." *Economic Review* [Atlanta, Ga.], vol. 82, no. 2, Mar.-Apr. 1997, p. 4+. Accessed 12 May 2020.
- FRIEDMAN, Milton. "The Role of Government in a Liberal Society." Lecture given at Wabash College, Crawfordsville, IN, June 1956.
- FRIEDMAN, M. *A Theory of the Consumption Function*. Princeton Univ. Press. (1957).
- FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, v. 58, n. 1, p. 1-17, March.1968.
- FRIEDMAN, M. Taxation, Inflation, and the Role of Government" *In: Taxation, Inflation and the Role of Government*, pp. 1-12. CIS Occasional Paper, no. 4. St. Leonards, N.S.W., Australia: Centre for Independent Studies, 1981.

- FRIEDMAN, Mi. "The Role of Government in a Free Society." *Milton Friedman Speaks*. Lecture sponsored by Stanford University, Stanford, CA, February 9, 1978.
- FONTANA, G. Whither new consensus macroeconomics? the role of government and fiscal policy in modern macroeconomics. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 563. 2009a.
- FONTANA, G. Fiscal Policy in Today's Endogenous Money World. In: CREEL, J.; SAWYER, M. (eds.). *Current Thinking on Fiscal Policy*, Palgrave Macmillan. (2009b).
- FORSTATER, M. (1999). Functional finance and full employment: lessons from Lerner for today. *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper No. 272, 1999.
- FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *The American Economic Review*, v. 58, n. 1, p. 1-17, 1968.
- GENTIL, D.; HERMANN, J.. A política fiscal do primeiro governo Dilma Rousseff: ortodoxia e retrocesso. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, n. 3, p. 793-816, dez. 2017
- GOBETTI, S. Ajuste Fiscal no Brasil: os limites do possível. Brasília: Ipea, fev.2015. (Texto para Discussão, n. 2.037).
- GOODFRIEND, M.; KING, R. G. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 12, p. 231-296, 1997.
- GORDON, D.; LEEPER, E. The Price Level, The Quantity Theory of Money, and the Fiscal Theory of The Price Level. *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 53, No. 1, February 2006
- HAAVELMO, T. Multiplier effects of a balanced budget. *Econometrica*, v.13, n. 4, p. 311-318, 1945.
- HALL, R.E. (1978): Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence, *Journal of Political Economy*, 86(6), 971-987.
- HALL, R. E., "Labor Supply and Aggregate Fluctuations." In: *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 12, Amsterdam: North Holland, 1980.
- HELLER, P. S. Considering IMF's Perspective on a "Sound Fiscal Policy". *International Monetary Fund Discussion Paper*, n. 02/08, july. 2002.
- KERR, W; KING, R. G. "Limits on Interest Rate Rules in the IS Model," *Econ. Quart.*, LXXXII, pp. 47-76. 1996.
- KING, R. G.; WOLMAN, A. L. "Inflation Targeting in a St. Louis Model of the 21st Century," NBER Working Paper, n. 5507. 1996.
- KEYNES, J. M. The general theory of employment. *Quarterly Journal of Economics*, v. 51, n. 2, p. 209-23, 1937.
- KEYNES, J. M. Activities 1940-1946 shaping the post-war world: employment and commodities. In: THE COLLECTED writings of John Maynard Keynes, v. 27. Cambridge: Cambridge University Press, 1978.
- KIMBALL, Miles S. The Quantitative Analytics of the Basic Neomonetarist Model. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No. 4, Part 2: Liquidity, Monetary Policy, and Financial Intermediation (Nov., 1995), pp. 1241-1277
- KING, Robert G.; PLOSSER Charles I.; REBELO, Sergio T. Production, growth and business cycles: I. The basic neoclassical model. *Journal of Monetary Economics*, V. 21, Issues 2-3, p. 195-232.1988.
- KIRSANOVA, T.; STEHN, S.; VINES, D. The interactions between fiscal policy and monetary policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 532-64. 2005.
- KOCHERLAKOTA, N.; PHELAN, C. Explaining the Fiscal Theory of the Price Level.. *Quarterly Review*. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall. 1999.
- KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *The Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3.p. 473-449, 1997.
- LAYARD, R., NICKELL, S., JACKMAN, R. (1991): *Unemployment. Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford University Press, Oxford.
- LEEPER, E. Equilibria under "Active" and "Passive" monetary and fiscal policies. *Journal of Monetary Economics*, v. 27, n. 1, p. 129-147, 1991.
- LEEPER, E. M.; WALKER, T. B. Perceptions and misperceptions of fiscal inflation. In: ALESINA, A.; GIAVAZZI, F. (ed). *Fiscal policy after the financial crisis*. Chicago: University Chicago Press, 2013.
- LERNER, A. P. Functional finance and the federal debt. *Social Research*, v. 10, p. 38-51, 1943.

- LOHMANN, S. (1992), 'Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility Versus Flexibility', *American Economic Review*, March.
- LOPREATO, F. O papel da política fiscal: um exame da visão convencional. *Discussion Paper IE/UNICAMP*, n. 119, 2006.
- LOPREATO, F. L. C. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. São Paulo: Editora Unesp, 2013.
- LUCAS, R.E. JR (1972), 'Expectations and the Neutrality of Money', *Journal of Economic Theory*, April.
- LUCAS, ROBERT JR, 1976. "Econometric policy evaluation: A critique," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Elsevier, vol. 1(1), pages 19-46, January.
- LUCAS, R. 1981a. Deficit finance and inflation. *New York Times* (August 26): 28.
- LUCAS, R. 1981b. Inconsistency in fiscal aims. *New York Times* (August 28): 30.
- LUCAS, R. E. (1977). *Understanding business cycles*. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 5, 7-29. doi:10.1016/0167-2231(77)90002-1
- LUCAS, R.; STOKEY, N. L., "Optimal fiscal and monetary policy in an economy without capital". *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 12(1), pages 55-93. 1983.
- McGRATTAN, E. Comment. In: GOODFRIEND, M.; KING, R. G. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 12, p. 231-296, 1997.
- MCCALLUM, B. Monetary policy analysis in models without money. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 83, n. 4, p. 145-160, 2001
- MCCALLUM, Bennett T; NELSON, Edward. 1997. "An Optimizing IS-LM Specification for Monetary Policy and Business Cycle Analysis," NBER Working Paper 5875.
- MEYER, L. Does money matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 83, n. 5, p. 1-15, 2001.
- MILLER, P. J. Fiscal policy in a monetarist model. Research Department Staff Report 67. Federal Reserve Bank of Minneapolis. 1981.
- MODIGLIANI, F. The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital. *Social Research*, Vol. 33, No. 2, *Essays in Economic Theory in Honor of Adolph Lowe and Hans Neisser*, pp. 160-217. 1966
- MODIGLIANI, F.; PAPADEMOS, L. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1975, No. 1, pp. 141-165 Published by: Brookings Institution Press. 1975.
- MONTES, G.C; ALVES, R. C. Teoria das finanças funcionais e o papel da política fiscal: uma crítica pós-keynesiana ao novo consenso macroeconômico. *Revista de Economia Política*, v. 34, n. 4 (129), p. 670-688. 2012.
- OKUN, A. M. "Potential GNP: Its Measurement and Significance." Reprinted as Cowles Foundation Paper 190. 1962.
- PHELPS, E. *Structural Slumps: the Modern Equilibrium Theory of Unemployment, Interest, and Assets*. Harvard University Press. Cambridge, Massachusetts. 1994
- PLOSSER, C. T. Understanding Real Business Cycles. *Journal of Economic Perspectives* — Volume 3, Number 3 — Summer 1989 — Pages 51-77. 1989
- POSEN, A. "The Future of Inflation Targeting." *Challenge* 51(4): 5-22. 2008.
- PRATES, D. Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post-Keynesian approach. *Textos para Discussão IE/UNICAMP*, n. 315, 2017.
- ROGOFF, K. 'The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target', *Quarterly Journal of Economics*, November. 1985.
- RESENDE, C. Cross-Country Estimates of the Degree of Fiscal Dominance and Central Bank Independence. Bank of Canada Working Paper 2007-36 June 2007
- RESENDE, C.; REBEL, N. The Welfare Implications of Fiscal Dominance. *Bank of Canada Working Paper* 2008-2028, September 2008.
- ROMER, D. Keynesian Macroeconomics without the LM Curve. *Journal of Economic Perspectives*— Volume 14, Number 2—Pages 149-169, Spring 2000.
- ROMER, C.; BERNSTEIN, J. (2009). *The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan*. Disponível em [www.economy.com/mark-zandi/documents/The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan.pdf](http://www.economy.com/mark-zandi/documents/The_Job_Impact_of_the_American_Recovery_and_Reinvestment_Plan.pdf)

- ROTEMBERG, J. J.; WOODFORD, M. "An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy," *NBER Macroeconomics Annual* 12 297-346. 1997.
- SAMUELSON, P. "The Pure Theory of Public Expenditure." *Review of Economics and Statistics*. V. 36 (4): 387-89. 1954.
- SANTOS, F. A. *A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal?* Dissertação (Mestrado) - Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 2011.
- SARGENT, T. Beyond Demand and Supply Curves in Macroeconomics. *The American Economic Review*, Vol. 72, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Fourth Annual Meeting of the American Economic Association pp.382-389. May, 1982.
- SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall, 1981.
- SAWYER, M. The NAIRU a critical appraisal. *The Levy Economics Institute*. Working Paper n. 203. 1997
- SETTERFIELD, M. Is there a stabilizing role for fiscal policy in the new consensus? *Department of Economics at Trinity College, University of Dublin*. 2005.
- SKOTT, P. 'Fairness as a source of hysteresis in employment and relative wages', *Journal of Economic Behavior and Organization*, 57, pp. 305-31. 2005.
- SOLOW, R. Rethinking fiscal policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 509-514, 2005.
- SVENSSON, L.E.O. 'Optimal Inflation Targets, "Conservative" Central Banks and Linear Inflation Contracts', *American Economic Review*, March.1997.
- TANNER, E.; RAMOS, A. M. Fiscal sustainability and monetary versus fiscal dominance: evidence from Brazil, 1991-2000 *Applied Economics*, n. 35, p. 859-873. 2003,
- TAYLOR, J. B. Aggregate Dynamics and Staggered Contracts *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 1 pp. 1-23. Feb., 1980.
- TAYLOR, J. B. Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 39(1), p. 195-214. 1993.
- TCHERNEVA, P. The return of fiscal policy: can the new developments in the new economic consensus be reconciled with the post-Keynesian view? *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 539, 2008.
- TCHERNEVA, P Fiscal Policy Effectiveness: Lessons from the Great Recession. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 649, January. 2011a.
- TCHERNEVA, P Fiscal Policy: Why Aggregate Demand Management Fails and What to do about It. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 650, January. 2011b.
- TCHERNEVA, P (Permanent On-The-Spot Job Creation: The Missing Keynes Plan for Full Employment and Economic Transformation. *Review of Social Economy*, v.70 (1), p. 57-80. 2012a.
- TCHERNEVA, P Reorienting Fiscal Policy after the Great Recession. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 719, May. 2012b.
- TCHERNEVA, P Reorienting Fiscal Policy: A Critical Assessment of Fiscal Fine-Tuning. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 772, August. 2013.
- TOBIN. J. *Essays in Economics*. Volume 1: Macroeconomics. Amsterdam, London, North-Holland Publishing Company, 1971.
- TOBIN, J. Stabilization policy ten years after. *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 11, issue 1, Tenth Anniversary Issue, 19-90. 1980.
- TOBIN, J. The natural rate as new classical macroeconomics. In: CROSS, R. (ed) *The Natural Rate of Unemployment Reflections on 25 Years of the Hypothesis*. Cambridge University Press. P 32-42. 1995.
- TOBIN, J. Supply Constraints on Employment and Output: NAIRU versus Natural Rate. COWLES FOUNDATION DISCUSSION PAPER NO. 1150. April. 1997.
- VAN ELS, P. J. A. Real Business Cycle Models and Money: A Survey of Theories and Stylized Facts. *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 131, H. 2 (1995), pp. 223-264
- WOODFORD, M. Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy. *Economic Theory*, v. 4, n. 3, p. 345-80. 1994

- WOODFORD, M. Price-level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 43, n. 1, p. 1-46.1995.
- WOODFORD, M. Control of the Public Debt: A Requirement for Price Stability? NBER Working Paper No. 5684, Issued in July 1996.
- WOODFORD, M. Public debt and the price level. *Princeton University Working Paper*, 1998. Available at: <http://www.columbia.edu/~mw2230/BOE.pdf> . Access on: 05 nov. 2019.
- WOODFORD, M. Fiscal Requirements for Price Stability. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 33(3), p. 669-728. 2001.
- WOODFORD, M. *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003.
- WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *Remarks for a panel discussion at the AEA meeting, 2008*. Available at: [http://www.columbia.edu/~mw2230/Convergence\\_AEJ.pdf](http://www.columbia.edu/~mw2230/Convergence_AEJ.pdf). Access on: 05 nov. 2019.
- WOODFORD, M. Simple analytics of the government expenditure multiplier. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 3, n. 1, p. 1-35, 2011.
- YUN, T. "Nominal Price Rigidity, Money Supply Endogeneity, and Business Cycles," *Journal of Monetary Economy*, n. 37, pp. 345–70. 1996.
- ZIETZ, Joachim, Log-Linearizing Around the Steady State: A Guide with Examples. *SSRN Electronic Journal*. 10.2139/ssrn.951753 (2006).

## Capítulo 2

### Macroeconomia da Demanda Efetiva e Política Fiscal

#### Introdução

O capítulo tem como objetivo apresentar os elementos para uma proposta de política fiscal fundamentada teoricamente na abordagem da macroeconomia da demanda efetiva. Partimos da posição antagônica que esta abordagem representa em relação aos pressupostos basilares do NCM para argumentar que a presença do setor público é central na determinação do gasto agregado e, como consequência, do emprego e da renda, independentemente de qualquer restrição temporal. Na macroeconomia da demanda efetiva o Estado é integrado ao modelo econômico e a política fiscal é sua principal ferramenta de atuação. Sendo o setor público assim entendido, defendemos que, ao contrário da posição do NCM, a política fiscal deve ser usada de maneira ativa e perene, para manter um patamar de gastos agregados condizentes com os objetivos macroeconômicos almejados socialmente, e não para a gestão financeira das contas públicas.

O ponto de partida da nossa argumentação é a inversão da lógica da determinação do produto, do emprego e da renda, presente no modelo do NCM e o ponto de chegada é a apresentação dos elementos estruturantes de um modelo teórico em que o Estado, de maneira ativa e em simbiose com o setor privado, ajusta sua atuação no ambiente econômico para que os níveis de produto, emprego e renda convirjam para níveis desejados tanto no curto quanto no longo prazo. Enquanto o NCM, por ser herdeiro da tradição neoclássica, se baseia, implicitamente, em uma versão sofisticada de apresentação da “lei de Say”, em que “a produção cria uma demanda equivalente” (Possas e Baltar, 1981, p. 112), a macroeconomia da demanda efetiva, aqui defendida, coloca nas decisões de gasto o determinante da produção e, na demanda agregada, a determinação dos níveis de emprego e renda da economia.

Por mais que essa contraposição entre o sentido de determinação da renda agregada já tenha sido discutida em demasia na perspectiva heterodoxa<sup>1</sup>, é necessário deixá-la evidente neste trabalho por, pelo menos, dois motivos principais. O primeiro deles, para construir *a categoria de análise* a partir da qual interpretamos a realidade macroeconômica, apresentando os fundamentos da nossa visão. O segundo, como decorrência do primeiro, para evidenciar que não estamos tratando apenas de uma contestação da utilidade, funcionalidade ou mesmo eficiência de um modelo que segue a tradição neoclássica<sup>2</sup> – para além dessas críticas, contestamos a validade do modelo do NCM desde

---

<sup>1</sup> Heterodoxa “no sentido de se afastar do referencial neoclássico” (Possas, 2015, p.71) e cujas referências colocamos ao longo deste capítulo conforme avançamos na discussão.

<sup>2</sup> Um compêndio dessa literatura pode ser encontrado em Santos (2011).

suas raízes mais profundas, porque mudamos estruturalmente as categorias de análise da dinâmica econômica. Formular uma proposta de atuação da política fiscal com base na macroeconomia da demanda efetiva é, antes de tudo, entender o funcionamento básico da economia de maneira antagônica ao pensamento convencional. Enquanto no NCM o modelo é construído para neutralizar/invalidar a presença do Estado na macroeconomia, aqui o modelo é construído para colocá-lo como protagonista, responsável por volume expressivo dos gastos agregados e pela articulação com o setor privado<sup>3</sup>, com o gasto privado – fatores decisivos para a determinação do desempenho macroeconômico.

Para construir esse antagonismo, em primeiro lugar, definimos a *macroeconomia* da demanda efetiva como uma análise da dinâmica econômica que se baseia, *no ponto, no conceito e no princípio* da demanda efetiva, recuperando de John M. Keynes e Michal Kalecki os elementos básicos que a estruturam<sup>4</sup>. A partir dessa definição, defendemos que a abordagem da demanda efetiva tem validade atemporal e se distingue da discussão sobre o que convencionalmente e historicamente se entende como ajuste da demanda agregada. No primeiro caso, colocamos um contraponto à interpretação costumeira de que a abordagem trazida por Keynes (1936) é aplicável apenas no curto prazo e, como derivação deste contraste, no segundo caso, fazemos oposição às abordagens que restringem as “*políticas keynesianas*” ao ajuste da demanda agregada durante o ciclo econômico<sup>5</sup>.

Nosso entendimento é de que o princípio da demanda efetiva, ao ser considerado em sua completude, não se restringe apenas às políticas de ajuste da demanda agregada, mas é, também, norteador da determinação do produto e do emprego no longo prazo<sup>6</sup>. O ajuste da demanda agregada faz parte de uma proposta mais ampla de manutenção de um patamar de gastos agregados que busca o *ponto* de demanda efetiva condizente com os níveis socialmente desejados de emprego e de renda.

---

<sup>3</sup> Para fins de simplificação, vamos considerar o setor privado aqui como interno e externo, ou seja, a articulação do setor público nacional se dá com residentes e não residentes, como no caso de investimento estrangeiro direto no país.

<sup>4</sup> Reconhecemos como pioneiros na conceituação da macroeconomia da demanda efetiva os trabalhos de Keynes (1936) e Kalecki (1932; 1933), e ambos os autores serão nossas referências para a construção geral do argumento. Não é nossa intenção, contudo, descrever as minúcias e as particularidades de cada abordagem ou, ainda, esgotar as inúmeras interpretações sobre cada uma delas. Esforços nesse sentido são incontáveis em ambas as tradições (keynesiana e kaleckiana), de modo que não nos cabe aqui mais uma exegese, que tampouco traria contribuições originais.

<sup>5</sup> Como ficará explícito nas páginas que seguem, a restrição das políticas keynesianas ao ajuste da demanda agregada se deve, fundamentalmente, à interpretação da TG trazida pela síntese neoclássica, que ressalta e defende a importância das políticas discricionárias como ferramentas de ajuste fino de curto prazo da economia, deixando o longo prazo a cargo das tendências (naturais) de crescimento determinadas pelo lado da oferta. Entretanto, é possível encontrar até mesmo na literatura pós-keynesiana argumentos em defesa de políticas baseadas na proposição de Keynes que se restringem ao ajuste fino da economia como o mapeado e criticado em Tcherneva (2011b; 2013).

<sup>6</sup> Mesmo que, para defender a validade do princípio da demanda efetiva no longo prazo, não necessariamente precisemos adentrar em uma discussão sobre quaisquer modelos de crescimento econômico.

Assim, mesmo que Keynes (1936) não tenha conectado a discussão da demanda efetiva à acumulação de capital (Kregel, 1983; Pasinetti, 2001; Pimentel, 2018) e mesmo que as discussões sobre ciclo econômico e tendência de crescimento (Kalecki, 1954) sejam colocadas em categorias próprias (e separadas) de análise, o *princípio* da demanda efetiva é o determinante geral da dinâmica de cada uma delas, pois é a partir das decisões de gasto do conjunto de agentes econômicos que o produto agregado é gerado, determinando o nível de emprego e a renda da economia ao longo do tempo (Keynes, 1936; Kalecki, 1933; Possas e Baltar, 1981).

Ainda que seja um debate amplamente conhecido no meio acadêmico, principalmente nas vertentes de pensamento econômico não-*mainstream* da atualidade, é necessário retomar a proposição de Keynes (1936) de que o gasto que gera produção, emprego e renda é apenas uma das inúmeras destinações às quais os agentes econômicos podem dar ao poder de compra que comandam. Dentro da lógica de reprodução material capitalista, e no intuito de satisfazer algum anseio individual, os agentes econômicos mobilizam recursos em uma ampla gama de ativos, que atendem desde a satisfação das suas necessidades de sobrevivência àqueles que propiciam retorno compatível com o objetivo de acumulação de riqueza.

Em Kalecki, a representação esquemática da destinação dos recursos a que os agentes econômicos têm acesso ficou consagrada na divisão da economia em departamentos e nas equações marxistas da reprodução, em que o autor pressupõe que capitalistas e trabalhadores gastam os recursos em finalidades diversas, dados os “papéis” que desempenham na economia capitalista. Já em Keynes (1936), para além das considerações sobre as diferentes propensões ao gasto que distinguem os diversos agentes econômicos, a discussão sobre a escolha do portfólio dos detentores de riqueza dá o cerne da discussão da dinâmica da macroeconomia da demanda efetiva. Quando discorre sobre o retorno líquido dos ativos, qual seja, o resultado de uma conta em que os agentes consideram os rendimentos, os custos de manutenção e os respectivos prêmios de liquidez dos ativos para determinar *em que e quanto* aplicar, Keynes (1936) destaca que, a depender dos retornos esperados e das expectativas dos agentes quanto aos momentos econômicos distintos, os recursos podem ser convertidos em ativos (mais) líquidos, como a moeda<sup>7</sup>, ou em ativos menos líquidos, como os bens de capital. Para o autor, os agentes econômicos tendem a preferir formas mais líquidas quando esperam

---

<sup>7</sup> Moeda aqui entendida em seu conceito amplo, ou seja, nas representações mais próximas desse parâmetro universal da riqueza (Wray, 2012; Biasoto, 2015) e no mesmo sentido da definição de Kaldor (1988, p. 159): “...what is commonly regarded as ‘money’ is merely a part of a whole family of financial assets, issued by the government or by financial institutions, which represent transferable certificates of debt formally repayable on demand or at some stated future date, but which can only be ‘repaid’ in the sense of being exchanged for some other certificate of indebtedness”.

uma queda do retorno oriundo da mobilização desses recursos em ativos menos líquidos (Keynes, 1936; Davidson, 1978; Carvalho, 1997; Kregel, 2008; Possas, 2015).

Assim, na formação de seus portfólios, os agentes ponderam os retornos líquidos esperados dos diversos ativos e, ao destinarem (qualquer parcela que seja de seus) recursos para aquisição de capital e trabalho, que geram emprego e renda, estão tomando a decisão de mobilizar sua riqueza em formas menos líquidas. Ocorre que essa decisão de formação de portfólio individual de cada agente representa apenas um cálculo capitalista que não guarda qualquer compromisso com os resultados agregados dela decorrentes. Nesse sentido, o gasto produtivo agregado da economia, que decorre de uma série de decisões individuais de preterir ativos líquidos (moeda) em favor de formas menos líquidas (capital, trabalho), pode gerar um nível de emprego e renda agregados que não são condizentes com os níveis almejados socialmente. Na linguagem de Keynes (1936), este seria o caso em que o *ponto* de demanda efetiva é determinado aquém do pleno emprego dos fatores ou, em outras palavras, de que o equilíbrio macroeconômico ocorre com desemprego involuntário<sup>8</sup>.

Como na perspectiva macroeconômica aqui apresentada não existe nenhum tipo de equilíbrio natural para o qual a economia converge ao longo do tempo e, como a história do capitalismo tem mostrado que, na prática, é impossível extinguir o desemprego involuntário apenas pelos mecanismos do livre mercado, sob a ótica de maximizar o retorno esperado de portfólios com ativos em diversas formas materiais, via atuação exclusiva do setor privado, é necessária a ação de uma força autônoma – no sentido de pautar sua ação na economia para além da lógica estrita de mercado – para conduzir a demanda efetiva aos níveis de emprego e renda almejados. O setor público cumpre esse papel porque o Estado, ao mesmo tempo em que é um dos agentes econômicos que compõem a demanda efetiva, possui instrumentos de atuação na economia que vão além dos disponíveis para o setor privado e desempenha funções na sociedade que transcendem a lógica estrita da acumulação de riqueza. Cabe então a esse agente singular, em articulação com o setor privado, agir para manter um patamar de gastos agregados condizentes com a demanda efetiva que gere o nível desejado de emprego e renda na economia. Essa ação ocorre por meio da política fiscal.

Para cumprir então com o objetivo de apresentar os elementos de uma proposta de política fiscal fundamentada teoricamente na abordagem da macroeconomia da demanda efetiva o artigo é dividido em 3 seções além dessa introdução. Na primeira delas, retomamos os elementos fundamentais que definem a macroeconomia da demanda efetiva para construir a categoria de análise sobre a qual baseamos a proposta de política fiscal. Essa seção se dedica a resgatar conceitos

---

<sup>8</sup> No sentido que existem pessoas aptas, prontas e dispostas a trabalhar, mas não encontram oferta de emprego (Keynes, 1936).

relacionados à demanda efetiva que, no nosso julgamento, por terem sido negligenciados ao longo do tempo, acabaram contribuindo para o entendimento generalizado de que a abordagem “keynesiana” se restringe apenas ao curto prazo. Assim, fazemos a distinção entre o ponto, o conceito e o princípio da demanda efetiva para definir as categorias de análises que podem permitir uma ampliação da proposta de política macroeconômica surgida a partir de Keynes (1936). Na segunda seção apresentamos os elementos que habilitam o Estado a atuar de maneira ativa e perene na economia, de acordo com a proposição da macroeconomia da demanda efetiva desenvolvida na seção anterior. Ressaltamos, a partir da definição de uma estrutura de atuação atemporal, a centralidade do setor público na determinação do nível de demanda efetiva que seja condizente com o patamar de emprego e renda almejados socialmente. Por fim, na última seção, fazemos alguns comentários à guisa de conclusão.

## 2.1 – Definindo a Macroeconomia da Demanda Efetiva

Colocamos a discussão aqui proposta sob a nomenclatura de *macroeconomia da demanda efetiva* porque essa nos parece ser uma maneira mais ampla de tratar, ao mesmo tempo, de três objetos que sempre estão presentes, às vezes de maneira indistinta, nas discussões suscitadas a partir do capítulo 3 de “*A Teoria Geral do Juro do Emprego e da Moeda*” (doravante TG): o *ponto*, o *conceito* e o *princípio* da demanda efetiva<sup>9</sup>.

No nosso entendimento, a discussão sobre “demanda efetiva”, colocada de maneira genérica sob essa nomenclatura, pode limitar a riqueza teórica encontrada na TG, em diversos trechos dos “*Collected Writings of John Maynard Keynes*” (doravante CW), ou mesmo em trechos selecionados da obra de Michal Kalecki, porque não destaca a particularidade de cada um dos três termos. Não é nosso objetivo criar falsas polêmicas ou enveredar em uma discussão semântica em si; muito pelo contrário, acreditamos apenas que existe uma distinção nos termos que nos ajuda a enriquecer o debate e trazer à luz a amplitude da teoria econômica proposta nas obras que aqui nos guiam.

Naturalmente, defendemos que ponto, conceito e princípio de demanda efetiva são *objetos de discussão em si e distintos*, e que essa distinção contribui para um melhor entendimento sobre o que classificamos como macroeconomia da demanda efetiva, justamente porque nos valemos dos quase 90 anos de produção de conhecimento e de debate acumulado, de onde, por exemplo, nos permitimos afirmar que tanto a (velha) síntese neoclássica quanto alguns pós-keynesianos atuais tratam do *conceito* de demanda efetiva mesmo quando afirmam tratar do *princípio*. No nosso

---

<sup>9</sup> O capítulo tem como título: “The Principle of Effective Demand” (Keynes, 1973[1936], p. 23-34).

entendimento, a proposta teórica trazida por Keynes, a partir da TG, ganha complexidade e grau de generalização quando se afasta do ponto de demanda efetiva, o mais particular, até atingir o princípio da demanda efetiva, o mais amplo. Guardado o fato que, no limite, o ponto de demanda efetiva é definido a partir de um ferramental algébrico, comum à discussão neoclássica, entendemos que, independentemente da corrente de pensamento econômico, quando a discussão trata do ajuste (fino) da demanda agregada, os autores estão considerando o *conceito* de demanda efetiva e não propriamente o *princípio*, que é mais amplo e permite uma interpretação da dinâmica econômica em caráter atemporal, ou seja, no curto, médio e longo prazos, como vamos argumentar no que segue.

Em Keynes (1936) há uma definição explícita do que é o *ponto* – ao qual o autor, por vezes, simplesmente se refere como “demanda efetiva”; existem apresentações mais objetivas para o *conceito*; mas, para o *princípio da demanda efetiva*, não há uma proposição direta ou uma definição incontroversa por parte do autor<sup>10</sup>. No caso do princípio, o que existem são definições variadas, feitas pelos inúmeros intérpretes de Keynes. Com base na definição do conceito de demanda efetiva e na exposição que Keynes faz de maneira geral sobre a dinâmica econômica, cada um desses intérpretes tem uma proposição própria sobre o princípio, mesmo que, na essência, como não poderia ser diferente, se parta das mesmas premissas<sup>11</sup>. A definição do princípio é, portanto, menos objetiva e está em um nível mais alto de abstração que a do conceito e, por consequência, que a do ponto de demanda efetiva – este último, como a parte integrante mais particular da discussão, uma vez definido, não desperta necessidade de maiores elucubrações.

Quando propomos utilizar o termo *macroeconomia* da demanda efetiva, tomamos de partida o (incontroverso) *ponto* de demanda efetiva e estamos tratando do *conceito* elaborado por Keynes (1936) juntamente ao nosso entendimento sobre o *princípio* da demanda efetiva que, para além da obra deste autor, também se baseia em elementos de Kalecki (1932; 1954) e de diversos intérpretes de ambos os autores. M. Kalecki, mesmo não utilizando o termo *demanda efetiva* nos seus trabalhos iniciais, também fornece *insights* sobre o princípio da demanda efetiva no mesmo sentido de Keynes, mas com abordagem distinta<sup>12</sup>. Julgamos que a maneira como se entende e se apresenta

<sup>10</sup> De acordo com Pasinetti (1997, p.93), além de estar no título do capítulo 3 da TG e uma única vez no corpo do texto daquele capítulo, o termo *princípio* aparece em apenas mais duas outras ocasiões nos trabalhos de Keynes: em uma carta do autor a Piero Sraffa (Keynes, 1979, p. 159-60) e em um discurso sobre o centenário do falecimento de Thomas Malthus (Keynes, 1951, p.107).

<sup>11</sup> Patinkin (1976), por exemplo, usa o termo *teoria* da demanda efetiva ao invés de princípio.

<sup>12</sup> Tão rica e necessária quanto a obra de Keynes para a teoria econômica, a contribuição de Michal Kalecki deve ser creditada em qualquer discussão sobre a dinâmica macroeconômica numa perspectiva heterodoxa, mesmo que isso ocorra aqui, sem o merecido co-protagonismo. Em defesa da nossa estratégia de usar o autor apenas pontualmente e por meio de trabalhos selecionados, está o fato de que sua obra *explicita* a discussão dos ciclos econômicos e da tendência de crescimento, algo ausente em Keynes. A este último, é costumeira a restrição de sua contribuição às questões apenas de curto prazo, justamente pelo fato de o autor não desenvolver explicitamente uma teoria de crescimento econômico, o que pretendemos desconstruir, mesmo

o princípio influencia diretamente a interpretação da realidade econômica que se pretende analisar e, por consequência, a proposição teórica que se forma a partir dela. Partilhamos, assim, do mesmo entendimento de Possas e Baltar (1981):

“Não obstante, as particularidades de cada forma de apresentação desse conceito<sup>13</sup> não são irrelevantes. Muito ao contrário, tanto podem dar margem à ampliação de oportunidades de elaboração teórica e aplicações específicas como, alternativamente, obscurecer suas proposições centrais, tornando-as mais susceptíveis e mesmo vulneráveis a críticas” (Possas e Baltar, 1981, p. 119).

Tentando não cair no obscurecimento e tampouco nas restrições alertadas pelos autores, faremos um esforço inicial de apresentar a discussão da *macroeconomia* da demanda efetiva como uma elaboração teórica que ganha amplitude e generalização ao passo que entendemos e avançamos nos termos que a compõe.

O ponto de demanda efetiva é o núcleo mais particular da discussão, definido com recursos algébricos também presentes nos neoclássicos, como o próprio Keynes (1936) deixa evidente. Já as relações causais que determinam o *ponto* de demanda efetiva são o que definem, seguindo a linha de raciocínio do autor, o *conceito* de demanda efetiva. O conceito, mesmo na sua particularidade, implica objeto de discussão mais amplo que o ponto porque inverte a relação causal da determinação da renda dos neoclássicos que, por consequência, contradiz o ajuste automático dos mercados e introduz a noção de equilíbrio macroeconômico fora do pleno emprego dos fatores.

Por fim, como desdobramento do *conceito*, definimos o *princípio* da demanda efetiva como o elemento mais amplo da teoria que Keynes (1936) esboça no último capítulo e que o autor menciona, de passagem, em diversos momentos nos CW. Na nossa interpretação, a relação causal entre gasto, renda e emprego, e os desdobramentos sobre o ajuste de mercado e o emprego dos fatores, expressos no *conceito*, tornam-se o *princípio* da demanda efetiva ao serem generalizados para a proposição de que **a sustentação de um patamar de gastos agregados condizentes com níveis socialmente desejados de emprego e renda é a condição *sine qua non* para o alcance e a manutenção desses níveis de maneira intertemporal.**

Esse arcabouço teórico que distingue os três elementos e deriva o princípio a partir do conceito e o conceito a partir do ponto de demanda efetiva dá à abordagem iniciada pela TG o grau de

---

que parcialmente, neste trabalho. Essa estratégia não nos redime, contudo, de promover uma discussão futura em que o autor polonês tenha o destaque principal.

<sup>13</sup> A palavra “conceito” está empregada nesta passagem para se referenciar à conceituação, ou concepção do “princípio da demanda efetiva”, tratado de maneira geral por Possas e Baltar (1981) nas páginas que antecedem à citação. Em outras palavras, é o conceito de “princípio da demanda efetiva” e não o “conceito de demanda efetiva” que os autores estão analisando.

generalização, ou a amplitude, que acreditamos ter sido, em geral, negligenciada no debate acadêmico e de proposição de políticas e forma a nossa interpretação da *macroeconomia da demanda efetiva*.

Para que o esforço de demonstrar esse nível de generalização inerente ao princípio da demanda efetiva seja exitoso, pinçamos o que é essencial da TG para a construção do nosso argumento. A proposta não é analisar ou reproduzir os diversos pontos da obra ou, ainda, aprofundar na discussão sobre uma série de detalhes e controvérsias a que o trabalho dá margem, pois, além de já existir uma vasta literatura que aborda essas questões, elas fogem ao nosso escopo<sup>14</sup>. Vamos retomar brevemente pontos teóricos essenciais para estruturar o nosso argumento, de modo a contrastar com a visão da dinâmica econômica que, no primeiro capítulo desta tese, é defendida como núcleo duro do NCM. Como nosso enfoque é a partir da política fiscal, o mesmo será feito com os demais autores-chave que escolhemos para suportar na nossa interpretação, uma vez que defendemos que a *macroeconomia demanda efetiva* é a “linguagem” comum, a categoria de análise ou, ainda, a expressão da coesão entre as diversas abordagens.

“The principle of effective demand, and the claim that economic activity in a monetary production economy is demand determined, is therefore the core of heterodox macroeconomics, as currently found in all the different strands of post-Keynesian economics, which encompass the Fundamentalists, the Kaleckians, the Sraffians, the Kaldorians, and the Institutionalists (...) and also in some strands of neo-Marxian economics, particularly in the monopoly capitalism and underconsumptionist school...” (Hein, 2015, p. 1).

Tendo em vista esse objetivo, na próxima seção definimos o ponto e o conceito de demanda efetiva e anunciamos os elementos que Keynes leva em consideração para propor o princípio para, na sequência, apresentarmos nossa interpretação sobre este último.

### 2.1.1 – O Ponto, o Conceito e o anúncio do Princípio

Feita essa pequena digressão, é reconhecido que, para construir sua teoria de determinação do produto, do emprego e da renda, Keynes (1936) redefine os conceitos de oferta e demanda e elabora argumentos que fazem oposição às conclusões analíticas da economia (neo)clássica<sup>15</sup>, criando categorias próprias de análise da dinâmica econômica (Kregel, 1983; Flechter, 1989; Davidson, 2001). Oferta e demanda como definidas em Keynes (1936) são o ponto de partida da nossa proposta, pois o encontro de ambas define o ponto de demanda efetiva que, por sua vez, abre

<sup>14</sup> Por serem inúmeras, sempre que pertinente as referências serão apresentadas ao logo deste trabalho.

<sup>15</sup> Garegnani (1978) aponta que, a rigor, Keynes (1936) em alguns momentos da obra se contrapõe aos marginalistas (neoclássicos) e não aos clássicos, propriamente.

o caminho para a concepção do conceito e, finalmente, como consequência, possibilita a apresentação do princípio da demanda efetiva, com os quais propomos o antagonismo ao modelo do NCM<sup>16</sup>.

A função de oferta  $Z = \emptyset(N)$ , que Keynes (1936) também chama de *preço da oferta agregada*, é a relação entre um nível de emprego  $N$  (quantidade de trabalhadores) e a receita que os empresários considerariam vantajosa receber para contratar aquela quantidade  $N$  de trabalhadores em questão, ou seja, uma receita que cobriria os custos de produção e asseguraria uma margem de lucro para os empresários (Weintraub, 1983; Vicarelli, 1984). De acordo com Dequech (2006; p. 211), “a interpretação majoritária entre os economistas pós-keynesianos” é de que a função  $Z$  já é fruto da maximização dos lucros por parte dos empresários, mesmo que a relação entre a função da oferta e a de maximização dos lucros seja “tricky and worked out with obscurity by Keynes” (Vicarelli, 1984, p. 120). A receita da curva de oferta agregada pode ser classificada como *esperada* (Weintraub, 1983), *hipotética* (Dequech, 2006) ou *desejada* (Possas, 2015).

A função de demanda agregada  $D = f(N)$ , por seu turno, apresenta uma relação direta entre a quantidade de trabalhadores  $N$  e a receita que os empresários esperam receber pela contratação dessa quantidade  $N$ , ou seja, uma curva de demanda *esperada* agregada (Chick, 1983). Keynes (1936) considera a receita da curva de demanda como equivalente à *renda esperada* pelos empresários a partir da contratação de  $N$  trabalhadores, de modo que a função de  $D$  também “poderia ser chamada de função de *renda esperada* agregada” (Dequech, 2006, p. 210, ênfases no original). A receita (renda) das curvas de oferta e demanda agregada estão em termos de valor adicionado, ou seja, no agregado da economia, descontam os custos de uso (*user costs*<sup>17</sup>) relacionados às transações com bens que são insumos para a produção de outros bens (Keynes, 1936; Weintraub, 1983; Dequech, 2006). De modo imediato, essa forma de apresentação, contabilmente conveniente, evita a dupla contagem no sistema de contas nacionais, quando não se pressupõe que as empresas estão verticalmente integradas (como é o pressuposto de Davidson e Smolensky, 1964, por exemplo). De acordo com Possas (1986), a retirada dos custos de uso da definição implica uma função de oferta

---

<sup>16</sup>Mesmo que a discussão sobre as curvas de oferta e demanda agregada já esteja de certa forma saturada na literatura sobre a demanda efetiva, optamos por iniciar a discussão partindo desses elementos para repetir o esforço que fizemos no caso do NCM: da mesma forma que fizemos no modelo do NCM, no primeiro capítulo dessa tese, a raiz do modelo aqui proposto está no modo elementar e específico de se construir as curvas de oferta e de demanda da economia. Entretanto, enquanto lá a oferta e a demanda agregadas partem das decisões maximizadoras de agentes racionais, na macroeconomia da demanda efetiva partimos de decisões que os agentes tomam baseados em expectativas sobre o comportamento da economia, confirmadas posteriormente ou não, como elementos básicos para a construção do entendimento da dinâmica macroeconômica.

<sup>17</sup> O custo de uso para um empresário é “...the amounts which he pays out to other entrepreneurs for what he has to purchase from them together with the sacrifice which he incurs by employing the equipment instead of leaving it idle...” (Keynes, 1973[1936], p. 23).

crecente com o nível de produção e de emprego, descartando a hipótese de rendimentos decrescentes da produção<sup>18</sup>.

Na dinâmica proposta por Keynes (1936), para um dado  $N$ , se a *renda esperada* pela contratação dessa quantidade  $N$  de trabalhadores for maior que a *receita hipotética* que tornaria vantajosa a contratação desses  $N$  trabalhadores ou, de maneira simples, se a demanda agregada for maior que a oferta agregada ( $D > Z$ ), há um incentivo para os empresários contratarem mais trabalhadores até que haja a intersecção entre as duas curvas, onde o *lucro esperado* pelos empresários é máximo. Nesse ponto de intersecção Keynes (1936) define o *ponto de* ou a *demanda efetiva*<sup>19</sup>:

Thus the volume of employment is given by the point of intersection between the aggregate demand function and the aggregate supply function; for it is at this point that the entrepreneurs' expectation of profits will be maximised<sup>20</sup>. The value of  $D$  at the point of the aggregate demand function, where it is intersected by the aggregate supply function, will be called *the effective demand*. (Keynes, 1973[1936], p. 25, ênfases no original).

E, ainda segundo o autor:

...the *effective demand* is simply the aggregate income (or proceeds) which the entrepreneurs expect to receive, inclusive of the incomes which they will hand on to the other factors of production, from the amount of current employment which they decide to give. The aggregate demand function relates various hypothetical quantities of employment to the proceeds which their outputs are expected to yield; and the effective demand is the point on the aggregate demand function which becomes effective because, taken in conjunction with the conditions of supply, it corresponds to the level of employment which maximises the entrepreneur's expectation of profit (Keynes, 1973[1936], p. 55, ênfases no original).

---

<sup>18</sup> Possas (2015), entretanto, acredita que a definição da demanda efetiva a partir dos conceitos de receitas e despesas, dados pela noção microeconômica de preços vezes quantidades, é uma formulação mais geral que dispensa as discussões sobre a necessidade de pressupor a integração vertical das cadeias produtivas. Para o autor, a noção microeconômica da demanda efetiva é a mais geral.

<sup>19</sup> "The value of aggregate demand at the intersection  $D = Z$  is called by Keynes 'effective demand'" (Vicarelli, 1984, p.120).

<sup>20</sup> Existe uma questão metodológica de que a maximização do lucro nesse ponto de intersecção só seria possível em mercados de concorrência perfeita, uma vez que cada ponto da curva de oferta agregada já seria determinado pelo lucro máximo hipotético daquela quantidade  $N$  de trabalhadores em questão. No caso de concorrência imperfeita, o lucro máximo seria a máxima distância entre as curvas de oferta e demanda (Possas, 2015). Para lidar com situações de concorrência imperfeita, Possas (2015) sugere que a intersecção seja interpretada como um ponto de maximização de longo prazo, com a ideia de "lucros normais" da microeconomia. Já Dequech (2006, p. 213-214), sem precisar entrar no mérito microeconômico da discussão, sugere que "ao ponto de intersecção entre  $Z$  e  $[D]$  corresponde um nível hipotético de receita (ou renda) que é também esperado de fato para aquele nível de emprego  $N$ " e, por isso, é máximo.

A definição (do *ponto*) de demanda efetiva invoca a ideia da tesoura<sup>21</sup> *marshalliana*, em que o ponto de intersecção das curvas de oferta e de demanda determina o equilíbrio do modelo. Entretanto, essa intersecção não representa um equilíbrio propriamente, mas sim o ponto em que os empresários esperam maximizar os lucros do empreendimento, contratando uma quantidade  $N$  de trabalhadores para realizar um determinado volume de produção, dados os preços vigentes no momento da tomada de decisão de iniciar o empreendimento (Possas, 1986; 2015; Dequech, 2006). Existe, portanto, uma peculiaridade semântica com relação ao termo “efetivo”, que o distingue do seu uso costumeiro, e uma noção bastante singular do conceito de equilíbrio.

Como apresentamos acima, a curva de demanda de Keynes (1936) expressa uma curva de renda esperada. Dada essa demanda (renda) esperada, o que é realmente efetiva (na concepção usual do termo) no ponto da demanda efetiva é a contratação de  $N$  trabalhadores que maximiza os lucros *esperados* do emprego daquela quantidade específica de  $N$ :

O ponto de demanda efetiva é na verdade um ponto de demanda esperada e oferta efetiva (ou observada), pois é o ponto que as firmas decidem operar, oferecendo certo volume de produção e empregando certo volume de pessoas<sup>22</sup> (Dequech, 2006, p. 214).

O ponto de demanda efetiva é, portanto, determinado *ex ante* (Possas, 1986), baseado em um equilíbrio *teórico-prospectivo* sobre a renda oriunda do emprego corrente dos fatores de produção<sup>23</sup>. Em outras palavras, com base em uma *expectativa de demanda* (renda), os empresários decidem empregar, no período corrente, uma quantidade de trabalhadores que maximiza seus lucros esperados, ou seja, *antes* mesmo de iniciar a produção e de que esta produção seja *de fato* levada ao mercado e vendida aos preços vigentes no momento da venda (ou da realização no mercado, conforme Possas e Baltar, 1981). Nesse sentido, a definição de Kaldor (1988) para o princípio da demanda efetiva nos parece muito mais a própria definição do *ponto* de demanda efetiva, seguindo Keynes (1936), do que a do princípio:

---

<sup>21</sup> “The value of  $D$  where  $f(N)$  cuts the aggregate supply function is the effective demand.” (Keynes, 1973[1937a], p. 179 CW XIV).

<sup>22</sup> Possas (1986) explica que o termo “efetivo” vem da noção de Keynes (1936) sobre o *emprego efetivo* dos fatores de produção disponíveis. Na visão de Weintraub (1983), o ponto de demanda efetiva seria mais claro e evitaria o jogo de palavras se fosse definido por Keynes (1936) como ponto de *demanda e oferta efetivas*. Colander (2001), por outro lado, defende que, se a discussão fosse feita a partir do termo *oferta efetiva*, a visão (pós)keynesiana ganharia mais espaço no debate com a visão convencional.

<sup>23</sup> Possas (1986), contudo, argumenta que o ponto de demanda efetiva não se refere a noções equilíbrio: “mesmo admitindo ser um ponto passível de alguma discussão ulterior, parece mais razoável, bem como mais adequado à terminologia acadêmica (neoclássica) corrente, supor que o “equilíbrio” refere-se mesmo a uma configuração de forças interagentes que se cancelam reciprocamente, o que só pode verificar-se *ex post*. Logo, Keynes parece ter cometido aqui um excesso de linguagem: o ponto de demanda efetiva *não* configura, a rigor, uma situação de equilíbrio, porque é determinado estritamente *ex ante*” (Possas, 1986, p. 296 ênfases no original).

“The principle of effective demand asserts that there is an equilibrium level of output (or employment) at which the proceeds of entrepreneurs (as a group) are neither greater nor less than the proceeds the expectation of which is the necessary inducement to cause them (the entrepreneurs) to incur expenses on the scale required to produce that output” (Kaldor, 1988, p. 153).

No caso simplificado mostrado inicialmente por Keynes (1936), em que não há gasto público e o saldo na balança comercial é zero, ou seja, uma economia fechada e sem governo, a determinação *ex ante* da demanda se baseia no quanto os empresários esperam que os compradores potenciais gastem em consumo e em investimento na economia como um todo<sup>24</sup>. O ponto de demanda efetiva, em sendo *ex ante*, “independe da realização da produção e do nível (valor) das vendas” (Possas, 1986, p.296). Quando a produção é realizada no mercado, ou seja, determinada quantidade vendida aos preços vigentes no momento da venda, temos o valor da demanda agregada *ex post*.

Essa diferenciação entre demanda *ex ante* e *ex post* – ferramenta analítica que tomamos emprestada de Possas (1986) e Dequech (2006) – e a dinâmica intrínseca a essa discussão, nos ajuda a distinguir o *conceito* do *ponto* de demanda efetiva. Enquanto o ponto é o encontro das curvas *D* e *Z*, expresso na quantidade *N* de emprego e no respectivo volume de produção, entendemos o conceito de demanda efetiva a partir da interação de três pilares constituintes: **o sentido de determinação da renda, o ajuste dos mercados e a noção de equilíbrio macroeconômico**. Corroboramos nossa argumentação nesse aspecto recorrendo, mesmo que de maneira breve, à definição de “conceito” de modo geral.

Há uma infinidade de discussões acadêmicas, que passam pelas mais diferentes áreas do conhecimento, sobre o que define ou “o que é” propriamente um conceito. Sem a necessidade de nos aprofundar nessas questões teóricas, buscamos em Abbagnano (2007), um dos mais respeitados dicionários do campo da filosofia, a síntese das principais definições e noções do termo ao longo da história do pensamento filosófico. O autor mostra que um conceito pode ser definido tanto pela sua *natureza* quanto pela sua *função*.

No primeiro caso, o conceito “é o que circunscreve ou define a substância ou a essência necessária de uma coisa” (Abbagnano, 2007; p. 164) ou “a essência necessária da realidade, o que faz que ela não possa ser diferente do que é” (idem; p. 166). Além disso, o conceito é também a representação, ou o símbolo, de “uma proposição que, sendo antecedente em uma conexão

---

<sup>24</sup> “The amount of labour *N* which the entrepreneurs decide to employ depends on the sum (*D*) of two quantities, namely *D*<sub>1</sub>, the amount which the community is expected to spend on consumption, and *D*<sub>2</sub>, the amount which it is expected to devote to new investment. *D* is what we have called above the *effective demand*” (Keynes, 1973 [1936], p. 29, ênfases no original)

verdadeira, é descobridora da conseqüente" (ibidem). Isso significa que, partindo da realidade em que dois fatos são verdadeiros, o estabelecimento de uma relação causal entre o primeiro e o segundo desvenda algo que não é imediatamente evidente, antes do estabelecimento dessa relação causal.

Já no segundo caso, o conceito pode ser definido pela sua *função* de sintetizar os fatos existentes, “descrever os objetos da experiência para permitir o seu reconhecimento, (...) organizar os dados da experiência de modo que se estabeleçam entre eles conexões de natureza lógica” (Abbagnano, 2007, p.168) e, além de descrever e classificar a realidade, possibilitar a inferência dedutiva entre os fatos<sup>25</sup>.

Para a nossa discussão, o *conceito* de demanda efetiva cumpre os requisitos da definição filosófica de um conceito de forma geral pois, quando Keynes (1936) estabelece relações causais entre dois fatos da realidade macroeconômica (gasto e renda; gasto e emprego; renda e emprego; demanda e oferta), o autor cria uma conexão lógica que explica essa realidade de uma forma que não era imediatamente evidente antes da sua proposição, mas que, a partir de então, é capaz de descrever a essência da dinâmica capitalista de maneira singular. Sob o conceito de demanda efetiva o confronto de pelo menos dois fatos econômicos possibilita a inferência teórica e dedutiva entre eles e descreve uma realidade de maneira sintética.

De modo menos abstrato, ***o conceito de demanda efetiva se refere aos fatos econômicos relacionais em que (i) o gasto determina a renda, (ii) a demanda não se ajusta automaticamente à oferta e (iii) a renda agregada de equilíbrio pode ocorrer abaixo do pleno emprego.*** Quando gasto, renda, emprego, demanda, oferta e equilíbrio são tomados à análise pelo menos dois a dois, existe uma conexão lógica e dedutível entre eles que só é dada por causa do conceito de demanda efetiva. Do mesmo modo, mas no sentido lógico oposto, a expressão singular de uma conexão causal entre fatos econômicos permite ao interessado determinar com precisão se tal conexão se trata do conceito de demanda efetiva: o gasto determina a renda, a demanda não se ajusta automaticamente à oferta e a renda de equilíbrio ocorre abaixo do pleno emprego são proposições inerentes ao conceito de demanda efetiva e o distinguem da abordagem antagônica, a neoclássica.

Tanto em Keynes (1936) quanto em Kalecki (1932) – para citar as obras pioneiras ao debate<sup>26</sup> – a determinação da renda agregada parte do gasto: as decisões de dispêndio dos

---

<sup>25</sup> Abbagnano (2007) ainda ressalta uma quarta função, mais apropriada para as ciências exatas, que é a *previsão*. Essa quarta função remete à construção de modelos de representação da realidade de maneira geral, com conceitos matemáticos e com construções teóricas apropriadas: “os modelos constituem simplificações ou idealizações da experiência e são obtidos levando ao extremo caracteres ou atributos próprios dos objetos empíricos” (Abbagnano, 2007, p. 168).

<sup>26</sup> Keynes (1936) cunha o termo demanda efetiva, mas Kalecki (1932 e 1933) já fornece elementos da determinação da renda a partir do gasto.

empresários determinam o volume a ser produzido, o nível de emprego a ser contratado e a renda agregada gerada na economia, configurando uma cadeia unívoca de relações (Possas e Baltar, 1981; Kregel, 1983; Possas, 1986). Ao definirem esse sentido de determinação (*do gasto para a renda*), Keynes e Kalecki, em mais de uma obra, contestam a doutrina econômica da lei de Say, que ficou conhecida de maneira sintética (e um tanto vulgar) como “a oferta cria sua própria demanda<sup>27</sup>”.

Apesar de raramente exposta de maneira explícita pelos seus adeptos (Possas e Baltar, 1981) ou pelos herdeiros da tradição neoclássica, a proposição feita por Say (1821) é a fundamentação basal ou o pressuposto elementar sobre o qual se sustentam as diferentes abordagens que (i) argumentam que as condições de oferta determinam a demanda agregada, seja no curto ou no longo prazo, e que (ii) o equilíbrio macroeconômico converge para algum tipo de condição “natural” da economia, como é o caso do NCM. Rejeitar a proposição de Say (1821), como o fazem Keynes e Kalecki, permite aos autores refutar o sentido da determinação da renda e a identidade que sempre se coloca entre produção e realização no mercado, presente nas diversas abordagens dentro da perspectiva neoclássica (Possas e Baltar, 1981). Por consequência, também permite que contestemos os elementos da proposição de Say (1821) presentes no pensamento *mainstream* atual. Para isso, voltemos por um instante à ideia básica deste autor.

Say (1821) baseia sua argumentação na premissa de que o objetivo último dos indivíduos é consumir mercadorias (ou serviços) e que, para satisfazer seus desejos e necessidades, esses indivíduos precisam de recursos que só estarão disponíveis por meio do processo produtivo:

“A man who applies his labour to the investing of objects with value by the creation of utility of some sort, can not expect such a value to be appreciated and paid for, unless where other men have the means of purchasing it. Now, of what do these means consist? Of other values of other products, likewise the fruits of industry, capital, and land. Which leads us to a conclusion that may at first sight appear paradoxical, namely, that it is production which opens a demand for products” (Say, 1971[1821], p. 133, ênfases adicionadas).

Essa relação entre produzir determinada mercadoria para poder demandar algo que não se produz é um dos argumentos básicos do pensamento clássico<sup>28</sup>, frequentemente utilizado na história do pensamento econômico quando da descrição de uma economia de escambo ou do processo de “criação” do dinheiro como meio de troca, por exemplo. Nesse caso, assim como em toda

---

<sup>27</sup> “From the time of Say and Ricardo the classical economists have taught that supply creates its own demand; – meaning by this in some significant, but not clearly defined, sense that the whole of the costs of production must necessarily be spent in the aggregate, directly or indirectly, on purchasing the product” (Keynes, 1973[1936], p. 18).

<sup>28</sup> Ver Mill (1808).

a tradição neoclássica, a produção de mercadorias, que expressam os desejos e as necessidades dos indivíduos, é o motor das relações econômicas<sup>29</sup>. Na concepção de Say (1821), para se demandar uma mercadoria ou serviço – já existentes, por pressuposto – é preciso gerar, produzir os recursos necessários para satisfazer aquela demanda; mas essa mercadoria ou serviço demandado também é fruto da produção de outrem, que também já havia gerado o recurso. Como a base da discussão é o produto (mercadoria) – que gera recursos para a fruição de outro produto e é, ao mesmo tempo, ele mesmo, o próprio elemento a ser usufruído, só pode a produção gerar uma demanda equivalente e não o oposto:

“It is worth while to remark that a product is no sooner created, than it, from that instant, affords a market for other products to the full extent of its own value (...) Thus, the mere circumstance of the creation of one product immediately opens a vent for other products” (Say 1971[1821], p. 134-135).

Segundo Possas e Baltar (1981), é nesta passagem que Say (1821) enuncia de maneira clara a sua teoria de determinação da renda, deixando de lado a tautologia da identidade contábil agregada entre renda, gasto e produção, para atribuir um sentido de determinação entre as variáveis: a produção determina a renda que determina o gasto.

O argumento de Say (1821) é ratificado quando o autor coloca a necessidade de se realizar as trocas, as transações comerciais no mercado, por meio do dinheiro. O que importa são as mercadorias ou os serviços disponíveis para a fruição do indivíduo e não o veículo pelo qual é preciso trocar a produção, em primeiro lugar, para só então conseguir o que se demanda, “after all, money is but the agent of the transfer of values. Its whole utility has consisted in conveying to your hands the value of the commodities...” e, portanto, “it is products that you want, and not money” (Say, 1971[1821], p. 133). Say (1821) é enfático em dizer que o indivíduo quer se desfazer do dinheiro tão logo com ele se depara para adquirir mercadorias e serviços, seu objetivo último. Sendo assim, em princípio, o dinheiro é visto como um “não-problema” econômico:

“Sales cannot be said to be dull because money is scarce, but because other products are so. There is always money enough to conduct the circulation and mutual interchange of other values, when those values really exist” (Say, 1971[1821], p. 134).

“...thus, to say that sales are dull, owing to the scarcity of money, is to mistake the means for the cause; an error that proceeds from the circumstance, that almost all produce is in the first instance exchanged for money, before it is ultimately converted into other produce: and the

---

<sup>29</sup>É possível facilmente perceber nos trechos de Say (1821) aqui selecionados que o pano de fundo de sua abordagem é a discussão sobre a geração de valor na economia, assim como é o caso de uma parte significativa das preocupações dos autores da economia política clássica. Entrar em digressões a respeito da teoria do valor não nos cabe no escopo aqui proposto, contudo.

commodity, which recurs so repeatedly in use, appears to vulgar apprehensions the most important of commodities, and the end and object of all transactions, whereas it is only the medium” (Say, 1971[1821], p.133-134).

Como o que importa são os produtos, quanto mais um indivíduo conseguir produzir, mais ele consegue demandar, o que influencia a produção de outros produtos e outros ramos da atividade produtiva na economia como um todo. Neste ponto, Say (1821) adiciona o pressuposto de que é de interesse individual que o coletivo prospere<sup>30</sup> e, sendo assim, o que vale para um indivíduo particular pode ser extrapolado para o agregado, pois, quanto mais se produzir, mais próspera se torna a economia, uma vez que mais recursos (poder de compra) são gerados e mais mercados são abertos para outros tipos de produção<sup>31</sup>:

“In a community, city, province, or nation, that produces abundantly, and adds every moment to the sum of its products, almost all the branches of commerce, manufacture, and generally of industry, yield handsome profits, because the demand is great, and because there is always a large quantity of products in the market, ready to bid for new productive services” (Say, 1971[1821], p. 140).

Em termos contemporâneos, a argumentação de Say (1821) implica que quanto maior a produção, maior a renda nacional e maior a demanda (gasto). Para o autor, o problema da realização no mercado, quando há, é apenas temporário, uma vez que, se há excesso de uma mercadoria, é porque há escassez de outra e, sempre que há essa distorção, é porque alguns ramos da atividade estão sendo mais lucrativos que outros. De acordo com Say (1821), a não ser que exista algo externo (uma “doença política”, nas suas palavras) que o impeça de agir livremente, o mercado sempre perceberá quais produtos estão em excesso ou, em outros termos, quais ramos da atividade econômica estão menos lucrativos, e os produtores se enveredarão na direção daquelas atividades mais lucrativas, igualando, ao longo do tempo, as vantagens da produção de quaisquer mercadorias<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> “That each individual is interested in the general prosperity of all, and that the success of one branch of industry promotes that of all the others” (Say, 1971[1821], p. 137).

<sup>31</sup> “For this reason, a good harvest is favourable, not only to the agriculturist, but likewise to the dealers in all commodities generally. The greater the crop, the larger are the purchases of the growers. A bad harvest, on the contrary, hurts the sale of commodities at large. And so it is also with the products of manufacture and commerce. The success of one branch of commerce supplies more ample means of purchase, and consequently opens a market for the products of all the other branches; on the other hand, the stagnation of one channel of manufacture, or of commerce, is felt in all the rest” (Say, 1971[1821], p. 135).

<sup>32</sup> “No sooner is the cause of this political disease removed, than the means of production feel a natural impulse towards the vacant channels, the replenishment of which restores activity to all the others. One kind of production would seldom outstrip every other, and its products be disproportionately cheapened, were production left entirely free” (Say, 1971[1821], p. 135).

Nesta teoria, uma vez que estruturalmente não há problema de realização no mercado, a demanda é apenas um desdobramento da produção e, sendo esta a responsável pela prosperidade da economia, é a oferta quem deve ser incentivada:

“The same principle leads to the conclusion, that the encouragement of mere consumption is no benefit to commerce; for the difficulty lies in supplying the means, not in stimulating the desire of consumption; and we have seen that production alone, furnishes those means. Thus, it is the aim of good government to stimulate production, of bad government to encourage consumption.” (Say, 1971[1821], p. 139)

No conceito da demanda efetiva, por seu turno, a identidade contábil agregada entre gasto, produção e renda tem sentido de determinação diametralmente oposto à proposição de Say (1821), e é o gasto a variável chave a ser incentivada para a prosperidade, por assim se dizer, da economia. Mesmo antes da TG Keynes (1933) já deixava claro que o gasto “creates its own income, i.e. an income just sufficient to meet the expenditure” (Keynes 1979[1933], p. 81, CW XXIX)<sup>33</sup>. Dessa forma, inverter o sentido de determinação da renda é o primeiro pilar sobre o qual se constrói o conceito da demanda efetiva.

Em primeiro lugar, ao contrário do que é narrado em Say (1821), nas economias capitalistas não é necessário produzir absolutamente nada para se ter os recursos necessários para demandar algo de qualquer sorte<sup>34</sup>. Como sabemos, seja por meio da história do pensamento econômico ou por conta de nossas experiências individuais contemporâneas, qualquer agente econômico, em tese, pode gastar acima ou abaixo dos seus recursos (rendimentos) correntes, mesmo sem usar sua riqueza (a renda não gasta, mas acumulada previamente). O que de fato possibilita o gasto na economia capitalista é o *poder de compra* que o agente econômico consegue comandar e este, por sua vez, está relacionado principalmente à capacidade do agente acessar o crédito disponível na economia<sup>35</sup> (Kalecki, 1932; Sawyer, 2001; Biasoto, 2015; Possas, 2015). Mesmo desconsiderando o acesso ao crédito para consumo, esse argumento é mais claro e direto em Kalecki (1932):

---

<sup>33</sup> Além disso, como discutiremos em mais detalhes na sequência, Keynes (1936) teoriza uma economia monetária da produção, ou seja, uma economia em que o dinheiro não é apenas um meio de troca, um véu para relações econômicas, mas se coloca como um dentre os diversos ativos aos quais os agentes econômicos podem converter seus recursos. Reter ou não dinheiro como um ativo em si e não o gastar na atividade produtiva tem implicações significativas na determinação do nível de emprego e de renda da economia.

<sup>34</sup> “A produção só é capaz de gerar uma renda equivalente se integralmente realizada, ou seja, em última análise é a realização e não a produção como tal a responsável pela criação de poder de compra” (Possas e Baltar, 1981, p. 112).

<sup>35</sup> Mesmo desconsiderando o acesso ao crédito para consumo, esse argumento é mais claro e direto em Kalecki (1932): “...how can capitalists invest more than remains from their current profits after spending part of them for personal consumption? This is made possible by the banking system in various forms of credit inflation” (Kalecki 1990[1932] p. 148).

“...how can capitalists invest more than remains from their current profits after spending part of them for personal consumption? This is made possible by the banking system in various forms of credit inflation” (Kalecki 1990[1932] p. 148).

O acesso ao crédito, por seu turno, depende de inúmeras outras variáveis além da renda, da riqueza ou da capacidade material do indivíduo em produzir ativos e trocar por outros que satisfaçam seus anseios o que, por consequência, determina diferentes capacidades gasto entre os diferentes indivíduos da economia. Com capacidade de gastos individuais distintas e com decisões de gasto independentes entre si e independentes da renda corrente, a identidade contábil agregada entre gasto e renda só se sustenta se o gasto determinar a renda e não o contrário (Possas e Baltar, 1981).

No caso do ajuste dos mercados, o segundo pilar sobre o qual estamos construindo o conceito da demanda efetiva, o argumento parte das considerações que Keynes (1936) faz sobre o curto período. Dequech (2006) define de maneira didática o período curto de Keynes (1936) como aquele que decorre entre  $t = 0$  e  $t = 2$ . Em  $t = 0$  os empresários formam suas expectativas sobre a produção e decidem produzir<sup>36</sup>; a produção ocorre propriamente em  $t = 1$ , que é seguido pelo  $t = 2$ , período em que a produção é levada ao mercado para ser vendida (Dequech, 2006; Possas, 2015). Como a produção (e a venda) lava(m) tempo (Davidson, 1978) e as decisões de produção são baseadas numa demanda esperada, o valor da demanda que se verifica no mercado (*ex post*) não necessariamente coincide com o valor *ex ante*, ou esperado, que induziu os empresários ao gasto produtivo (Kregel, 1976; Possas, 1986; Dequech, 2006). A divergência entre os valores indica que a produção não se realizou no mercado conforme os preços e as quantidades esperadas pelos empresários no início da produção, o que significa que, *ex post*, a demanda não se ajusta (e tampouco, por consequência lógica, se ajusta de maneira contínua) às condições de oferta, o que, novamente, contradiz a proposição de Say (1821). Para Keynes (1936), essa diferença pode ser entendida tanto a partir da frustração das expectativas dos empresários quanto a partir dos determinantes da demanda *ex ante* versus os determinantes *ex post*.

No primeiro caso, a suposição é de que os agentes simplesmente erram ao formar suas expectativas sobre o ponto de demanda efetiva, decidindo um nível de produção (volume e preços finais) e a respectiva contratação de trabalhadores (ou fatores de produção de maneira geral) que não maximizam os lucros esperados para aquele nível de atividade<sup>37</sup>. A frustração das expectativas dos

---

<sup>36</sup>São as expectativas de curto período de Keynes (1936), entendidas como “... expectations as to the cost of output on various possible scales and expectations as to the sale-proceeds of this output...” (Keynes, 1973[1936], p. 47, CW VII).

<sup>37</sup> Keynes (1936) pressupõe preços rígidos para facilitar o argumento num primeiro momento e, depois, os flexibiliza, para defender que o equilíbrio de pleno emprego não depende da flexibilidade de preços.

agentes é verificada *ex post* apenas, quando a produção é realizada no mercado, ou seja, vendidas a preços e quantidades vigentes no mercado no momento da venda e diferentes daqueles esperados originalmente. Se o valor da demanda *ex post* for divergente do valor *ex ante*, portanto, os empresários eventualmente corrigem suas decisões de produção para o período seguinte o que, por sua vez, altera a própria demanda efetiva futura (Keynes, 1937a; Kregel, 1976; Possas, 1986). É o que Kregel (1976, p. 213) chama de *modelo de equilíbrio estacionário* de Keynes, em que os empresários, por meio de tentativa e erro, eventualmente acertam o ponto “correto” de demanda efetiva. Para Keynes (1937a), “...*ex ante* decisions in their influence on effective demand relate solely to *entrepreneurs’* decisions<sup>38</sup>” e a frustração dessas expectativas influencia as próximas decisões *ex ante*.

“The difference, if any, is due to a mistake in the short-period expectation and the importance of the difference lies in the fact that this difference will be one of the relevant factors in determining subsequent effective demand (Keynes, 1973[1937a], p. 181, CW XIV).

No segundo caso, o cerne do argumento é o de que as decisões de produzir, relacionadas à demanda efetiva (*ex ante*), e as decisões de consumir e investir, relacionadas à demanda *ex post*, são tomadas por agentes econômicos distintos<sup>39</sup> (Dequech, 2006). De maneira relativamente simples e desconsiderando o papel do crédito na economia, Keynes (1936) considera o consumo (visto de maneira *ex post*) como função da renda e, por conseguinte, dependente do nível de emprego<sup>40</sup>. Assim, quando o nível de emprego aumenta, tanto a renda quanto o consumo agregado aumentam, mas, este último, aumenta menos que proporcionalmente ao aumento da renda, dado o pressuposto de que os consumidores possuem uma propensão marginal a consumir menor que a unidade e, assim, não gastam toda a renda auferida. Já o investimento (também visto de maneira *ex post*), por sua vez, é autônomo com relação à renda na proposição de Keynes (1936) e, por consequência, independe do nível de emprego<sup>41</sup>. Nesse caso simplificado, portanto, a demanda *ex post*, tem um componente autônomo e outro que é função do nível de emprego.

<sup>38</sup> Keynes (1973[1937a], p. 182-3, CW XIV, ênfases no original).

<sup>39</sup> Keynes (1936) propriamente não faz esse contraste entre *ex ante* e *ex post*, uma vez que, após a conceituação da demanda efetiva, o autor passa a tratar, de maneira genérica e sem apresentação dos motivos, apenas da demanda agregada, o que configura uma falha expositiva do autor (Possas, 1986; Dequech, 2006).

<sup>40</sup> A função consumo dependente da renda é um ponto controverso em Keynes (1936), uma vez que o crédito, como se sabe, é uma importante fonte de recursos para qualquer agente econômico, seja para consumir ou para investir. Mantemos esse pressuposto do consumo em função da renda apenas para seguir a linha de argumentação do autor, mas a inclusão do crédito na discussão aumenta ainda mais a força do argumento que desenvolveremos mais à frente.

<sup>41</sup> Em Keynes (1936) a determinação do nível de investimento depende de outros fatores, como a eficiência marginal do capital e as relações entre as diferentes taxas de juros/retorno que existem no mercado. Por hora não precisamos entrar nos detalhes desses determinantes, que serão retomados mais tarde.

No equilíbrio, como mostramos, a demanda *ex post* (consumo mais investimento) é igual à demanda efetiva (*ex ante*) que, por sua vez, indica o ponto de intersecção entre as curvas  $D$  e  $Z$  de Keynes (1936), ambas funções do nível de emprego. Como “do lado *ex ante*”, da demanda efetiva, temos decisões de produção baseadas no nível de emprego e, “do lado *ex post*”, da demanda agregada, temos decisões de gasto em que apenas um dos componentes depende do nível de emprego, o equilíbrio só ocorre se o componente autônomo compensar qualquer divergência entre as “demandas *ex ante* e *ex post*”<sup>42</sup>. Em outros termos, a produção total só é igual à demanda agregada se o componente autônomo da demanda compensar o componente que depende da renda. A possibilidade de o componente autônomo da demanda agregada não compensar o componente dependente da renda refuta o argumento (neo)clássico de que a demanda se ajusta à oferta além de reiterar o sentido de determinação do gasto para a renda na macroeconomia da demanda efetiva.

Como consequência imediata da discussão sobre o ajuste entre oferta e demanda agregada, está a noção do equilíbrio macroeconômico em Keynes (1936), o terceiro pilar inerente ao conceito da demanda efetiva da forma que argumentamos aqui. De acordo com a exposição do autor, a dinâmica colocada entre o momento das decisões de gasto produtivo e a efetiva realização da produção no mercado implica que, *ex post*, existe apenas um nível de emprego consistente com o equilíbrio. Essa condição nada mais é que a ratificação da definição do *ponto* de demanda efetiva: qualquer outro nível de emprego diferente do  $N$  de equilíbrio significa que  $D$  e  $Z$  não estão em intersecção, e o *ponto* de demanda efetiva não está determinado. Em outros termos, no modelo simples da TG, se o investimento agregado (visto de maneira *ex post*) não compensa a parcela da demanda agregada não absorvida pelo consumo, a renda obtida a partir da contratação dos  $N$  trabalhadores para a produção é menor que aquela que tornaria vantajosa a contratação dessa quantidade de trabalhadores.

“Thus, to justify any given amount of employment there must be an amount of current investment sufficient to absorb the excess of total output over what the community chooses to consume when employment is at the given level. For unless there is this amount of investment, the receipts of the entrepreneurs will be less than is required to induce them to offer the given amount of employment” (Keynes, 1973[1936], p. 27).

Decorre dessa argumentação, portanto, que *qualquer* nível de emprego pode corresponder a um ponto de equilíbrio se o  $N$  em questão satisfizer a condição  $D = Z$ .

---

<sup>42</sup> O fato de pelo menos um dos gastos agregados *ex post* não ser dependente da renda já é suficiente para que a demanda *ex post* não seja idêntica à *ex ante* (Dequech, 2006, p. 219).

Para sustentar o argumento, Keynes (1936) assume que os empresários confirmam suas expectativas no período curto<sup>43</sup> e, nesse *equilíbrio de curto período* (Kregel, 1976; Possas, 1986; Dequech, 2006), a coincidência entre os valores da demanda *ex ante* e *ex post* implica que as condições de maximização dos lucros esperados sobre a contratação de um volume  $N$  de trabalhadores foram satisfeitas<sup>44</sup>, de modo que, do ponto de vista da demanda efetiva, a economia está em equilíbrio, num nível de emprego agregado “...at which there is no inducement to employers as a whole either to expand or to contract employment” (Keynes, 1973[1936], p. 27). Esse é o *modelo de equilíbrio estático* de Keynes (Kregel, 1976; Fletcher, 1989), em que o estado geral de expectativas é dado, constante em um nível particular, e não é influenciado pela realização (ou não) das expectativas dos agentes, de modo que as curvas  $D$  e  $Z$  não se alteram. Segundo Kregel (1976), esses pressupostos permitem que o sistema se mova instantaneamente para o ponto de demanda efetiva e possibilita que Keynes (1937a) demonstre sua teoria sem a necessidade da discussão *ex ante* – *ex post* e sem a necessidade de pressupor o perfeito conhecimento do futuro do ponto de vista das decisões empresariais<sup>45</sup>. Com a confirmação das expectativas, Keynes (1937a) também demonstra que nenhuma condição determina ou garante que o  $N$  de equilíbrio do ponto de demanda efetiva seja o mesmo que o de pleno emprego:

The effective demand associated with full employment is a special case, only realised when the propensity to consume and the inducement to invest stand in a particular relationship to one another (Keynes, 1973[1936], p. 27).

Na macroeconomia da demanda efetiva, portanto, o desemprego não é um fenômeno que representa uma situação de desequilíbrio de curto prazo, fruto, por exemplo, das rigidezes ou imperfeições do mercado, inerentes ao “mundo real”, ou mesmo da frustração das expectativas por parte dos empresários<sup>46</sup>. Ao invés, o desemprego é, nessa perspectiva, o resultado da lógica da tomada de decisões dos empresários que se enveredam na atividade produtiva, que contratam uma quantidade de trabalhadores que satisfaça a condição de maximização dos seus lucros esperados<sup>47</sup>, dados os parâmetros a partir dos quais pautam suas decisões de gasto:

---

<sup>43</sup> “For the theory of effective demand is substantially the same if we assume that short-period expectations are always fulfilled” (Keynes, 1973[1937a], p.181).

<sup>44</sup> “...in making their employment decisions entrepreneurs will be guided by their expectations of aggregate demand. By definition their choice will be that of the expected equilibrium employment” (Fletcher, 1989, p. 59-60).

<sup>45</sup> “The emphasis that is commonly placed on the possible divergence of ex-ante and ex-post values and on the possible disappointment of expectations as *the* crucial factors in Keynes contribution seems both misplaced and historically inaccurate” (Kregel 1976, p. 214, ênfase no original).

<sup>46</sup> Mesmo supondo “the identity of *ex post* and *ex ante* my theory remains... I should have distinguished more sharply between a theory based on *ex ante* effective demand, however arrived at, and a psychological chapter indicating how the business world reaches its *ex ante* decisions” (Keynes, 1973[1937a], p. 183, C.W. XIV).

<sup>47</sup> “A maximum profit economy is not a maximum employment economy. The trouble spot is limited employment opportunities” (Dillard, 1988, p. 53).

“It was this purely static model, divorced from disappointment and shifts in expectations, that Keynes finally preferred to use for demonstrating that unemployment was not a short-run disequilibrium phenomenon, that it was not the result of the booms and slumps that might result from inexact entrepreneurial expectations, and that in theory the system could settle in equilibrium at almost any level of employment between zero and full employment” (Kregel, 1976, p. 213-214).

Essa consideração sobre o nível de emprego de equilíbrio na macroeconomia da demanda efetiva é diametralmente oposta à doutrina neoclássica<sup>48</sup> e, como consequência, ao próprio modelo do NCM. Para as correntes de tradição neoclássica, como a determinação do produto agregado parte das condições da oferta, em princípio não existe nenhum empecilho, a não ser no sentido da “doença política” de Say (1821), ao funcionamento do livre mercado que o impeça de atingir o pleno emprego<sup>49</sup>:

“...which the classical theory held to be compatible with both frictional unemployment due to systemic delays in the adjustment process and various imperfections in the labor market, and ‘voluntary unemployment,’ stemming from claims for real wages in excess of productivity”<sup>50</sup> (Vicarelli, 1984, p. 116).

Utilizando a linguagem de Keynes (1936), para a tradição (neo)clássica,  $Z$  seria sempre igual a  $D$ , independentemente do nível de  $N$  (Pasinetti, 2001; Davidson, 2001) e o equilíbrio, nesse caso, valeria para todos os valores de  $N$  até um limite máximo em que a desutilidade marginal do trabalho fosse maior que o benefício marginal do salário real recebido pelos trabalhadores<sup>51</sup>. Esse postulado clássico, rejeitado por Keynes (1936), tem a mesma *racionalidade* de maximização da utilidade a que os agentes racionais e maximizadores se deparam no mercado de trabalho no modelo do NCM.

Como discutimos no primeiro capítulo da tese, além de atingir a meta de inflação ( $\pi_t = \pi^T$ ), o intuito do modelo do NCM é fazer com que, no longo prazo, o produto corrente seja igual ao produto potencial da economia ( $y_t = y_t^P$ ), o que implica, dados os pressupostos, que a taxa de desemprego esteja na NAIRU. Por conta das rigidezes de preços e salários da economia, o manejo da taxa de juros por parte do BC afeta a demanda agregada (basicamente via consumo, no modelo

---

<sup>48</sup> “In Keynes' Marshallian system, profit-maximizing output-employment decisions require each entrepreneur to place an expectation of the product demand function for output against the firm's production costs. In the aggregate, therefore, it is different levels of expected product demand for industry as a whole compared with expected costs of production that explain different aggregate labor-hiring decisions. Supply will not automatically create its own demand” (Davidson, 1999, p.578).

<sup>49</sup> “In a Say's Law economy, there is never an obstacle to full employment, no matter what the degree of price flexibility in this system” (Davidson, 2001, p. 393).

<sup>50</sup> Como vimos no primeiro capítulo desta tese, a noção de taxa natural de desemprego desde Friedman e Phelps até a NAIRU do NCM é compatível com essa definição de pleno emprego.

<sup>51</sup> “According to classical theory, employment increases must wait upon the shifting of the labor demand function, or the supply function, or both, either through an increase in productivity or from a decreased disutility or lessened work-aversion of labor” (Vicarelli, 1984, p. 116).

padrão) para que  $y_t$  convirja para  $y_t^p$ , dadas as expectativas racionais. Pressões inflacionárias ou deflacionárias ocorrem, *ceteris paribus*, caso  $y_t > y_t^p$  ou  $y_t < y_t^p$ , respectivamente. A cada ajuste da taxa de juros os agentes maximizadores tomam novas decisões de consumo e, eventualmente, alteram suas curvas de oferta e demanda no mercado de trabalho<sup>52</sup>, alterando a demanda agregada até que  $y_t = y_t^p$ . Duas considerações devem ser feitas aqui. A primeira é que, dado o  $y_t^p$ , a variação da taxa de juros durante o processo de ajuste *sempre* impacta a demanda agregada até que, no longo prazo, se atinja um nível de  $N$  compatível com a NAIRU. A segunda é que a noção de equilíbrio colocada pela NAIRU implica que o  $y_t^p$  *sempre* se desdobra, por pressuposto, em consumo agregado e gasto do governo<sup>53</sup>. Nos dois casos, ou seja, na *trajetória de ajuste* e no *equilíbrio de longo prazo*, a demanda sempre responde às variações dos juros e as condições de oferta sempre “permitem gerar” a demanda necessária equivalente. A insuficiência de demanda nunca é o problema para essa tradição.

Na macroeconomia da demanda efetiva, por outro lado, o principal impedimento ao equilíbrio de pleno emprego é justamente a “falta de demanda” ou uma demanda efetiva insuficiente para o pleno emprego dos fatores de produção disponíveis. A demanda efetiva insuficiente se traduz na ausência de um patamar de gastos agregados condizentes com a determinação do *ponto* de demanda efetiva ( $D = Z$ ) no nível  $N$  definido como de pleno emprego ou, como estamos usando aqui, no nível de emprego socialmente desejado. Keynes (1936), portanto, muda o *locus* da determinação do nível de emprego do mercado de trabalho, presente em toda a tradição neoclássica, “para o âmbito das decisões de produção e da demanda efetiva” (Possas, 2015, p. 79) e a determinação do nível de emprego, porque baseada em uma decisão *ex ante* de produção por parte dos empresários, não tem nenhuma conotação de equilíbrio no sentido convencional do termo e, muito menos, de um equilíbrio que garanta o pleno emprego dos fatores<sup>54</sup>.

É argumentando a partir das diferenças entre o total da produção, aquilo que dela é de fato realizado no mercado e o total de gastos necessários para a manutenção da lucratividade dos empresários e, por consequência, do nível de emprego correspondente, que Keynes (1935?)<sup>55</sup> chega o mais próximo de definir propriamente o *princípio* da demanda efetiva:

This is an example of the general principle that *any* expansion of output gluts the market unless there is a *pari passu* increase of investment appropriate to

<sup>52</sup> Conforme seção 1.2.1 desta tese.

<sup>53</sup> Conforme seção 1.2.2 desta tese.

<sup>54</sup> “...o emprego agregado é a simples agregação – adotando-se a hipótese simplificadora de Keynes, de reduzir qualquer volume de emprego ao emprego básico equivalente – das decisões de empregar, consequentes das decisões de produzir, das unidades produtivas ao longo do mesmo período de referência. Não há – nem é preciso haver – nenhum equilíbrio, menos ainda agregado, nessas determinações” (Possas, 2015, p. 87).

<sup>55</sup> O trecho é retirado de uma carta de Keynes em resposta às contestações de Piero Sraffa sobre o princípio da demanda efetiva que é provavelmente de 1935, segundo Pasinetti (1997).

the community's marginal propensity to consume; and any contraction leads to windfall profits to producers unless there is an appropriate *pari passu* contraction of investment (Keynes, 1979[1935?], p. 159-60, C.W. XXIX, ênfases no original).

Assim como Keynes (1936) faz para definir o *ponto* de demanda efetiva e como fizemos aqui para definir o *conceito*, Keynes (1935?) coloca a noção do *princípio* da demanda efetiva ao discorrer sobre um *processo da dinâmica econômica*, uma vez que o faz ao argumentar sobre as condicionalidades e as relações causais existentes entre variáveis macroeconômicas definidas dentro de um processo dinâmico. A passagem destacada permite o entendimento de que Keynes (1935?) trata de algo que está ocorrendo no momento presente ou que pode eventualmente acontecer, sugerindo, portanto, que o princípio da demanda efetiva está relacionado à ideia de *movimento* das variáveis macroeconômicas, e não propriamente, ou pelo menos não apenas, a uma situação *ex post*, já definida ou que já ocorreu.

Como se trata de uma interpretação, é justo que uma definição “menos dinâmica” para o princípio pode ser também utilizada para apresentar o argumento de Keynes (1935?). Nesse sentido, Pasinetti (1997, p. 100) argumenta que, se Keynes (1935?) tivesse invertido a proposição acima para uma que expressasse que a demanda agregada não requer nem mais nem menos oferta agregada que ela mesma ou, de outra forma, que a demanda agregada é a determinante do quanto da produção será realizada no mercado, o autor teria enunciado o princípio da demanda efetiva de maneira mais facilmente compreensível e em uma proposição afirmativa<sup>56</sup>. Algo que podemos ver, por exemplo, em Garegnani (1983, p.69):

“... ‘principle of effective demand’ by which I shall mean the principle that aggregate demand may be insufficient to absorb the output produced from normal use of existing capacity.”

A definição de Garegnani (1983) é mais objetiva, mais sucinta e, neste trecho, não há qualquer controvérsia que permita questionar se o autor está de fato tratando do princípio da demanda efetiva dentro do espectro da proposição colocada por Keynes (1935?). Entretanto, apesar de a nossa consideração parecer um tipo de preciosismo linguístico, o modo direto com que Garegnani

---

<sup>56</sup> Mesmo não utilizando explicitamente o termo, Kalecki (1964) também demonstra o princípio da demanda efetiva no mesmo sentido de Keynes (1935?) quando critica a validade da Lei de Say, justamente no aspecto de que esta doutrina (nas palavras do autor) ignora a possibilidade de superprodução e as crises cíclicas (e sistêmicas) da economia: “A doctrine which ruled out general overproduction made the capitalist system appear capable of a full utilization of productive resources and dismissed cyclical fluctuations as insignificant frictions. These apologetics were facilitated by the application to the economy as a whole of the experience of housekeeping where clearly less consumption means higher saving. But whereas the income of the individual is given, the national income is determined in a capitalist system by consumption and investment decisions, a fall in one of these components by no means leading automatically to a rise in the other” (Kalecki, 1997[1964], p. 309).

(1983) define o princípio sugere uma situação menos dinâmica que a proposta por Keynes (1935?), dando uma sensação de que falta um elemento de condicionalidade e/ou causalidade entre as variáveis, o que, no nosso entendimento, pode limitar a extensão que acreditamos que tanto a proposição de Keynes (1935?) quanto a definição filosófica do termo “princípio” carregam.

Voltando a Abbagnano (2007), *princípio* pode ser entendido como o ponto (ou o *melhor* ponto) de partida e fundamento de um *processo* qualquer “que contém em si a razão de alguma coisa” ou, ainda, “toda proposição geral, mesmo extraída da experiência por indução, que possa servir de premissa maior num silogismo<sup>57</sup> [...ou] que se deve supor verdadeiro para sustentar a validade lógica de um argumento qualquer<sup>58</sup>” (Abbagnano, 2007, p. 192).

Tendo como base os apontamentos de Abbagnano (2007), percebe-se que tanto a proposição de Keynes (1935?) quanto a de Garegnani (1983) ou a sugestão de Pasinetti (1997) são formulações generalizadas, que partem da análise de uma realidade observada, e são abstraídas da necessidade de um contexto específico, seja de tempo ou espaço. Também são pontos de partida para um processo dedutivo mais amplo, justamente como a definição filosófica do termo “princípio” sugere. Mas, em Garegnani (1983), falta o elemento propositivo que está nas entrelinhas de Keynes (1935?) e que julgamos necessário levar em consideração para definir adequadamente o princípio da demanda efetiva e não cair em limitações de proposição teórica.

O que propomos para a definição do princípio da demanda efetiva é uma ampliação do nível de abstração dos elementos presentes no conceito: à determinação da renda pelo gasto, ao ajuste não automático do(s) mercado(s) e à noção de equilíbrio macroeconômico, inerentes ao conceito de demanda efetiva, adicionamos o fato de que é objetivo macroeconômico “the elimination of forced idleness” (Tcherneva, 2012b, p.21), o que significa o emprego de todo fator de produção que esteja ocioso, apto e disponível para aumentar o nível de riqueza material da sociedade como um todo. Em linguagem mais direta, assim como era a preocupação de Keynes (1936), o objetivo da sua teoria é o de garantir os meios para ocupar a capacidade ociosa indesejada das empresas e/ou criar nova capacidade, empregando o volume de trabalhadores que extinga o desemprego involuntário. Dessa forma, na nossa definição, o princípio da demanda efetiva relaciona-se à necessidade de se manter um patamar de gastos agregados condizentes com o ponto de demanda efetiva no nível de emprego socialmente desejado, independentemente de qualquer limitação temporal, uma vez que a demanda agregada pode ser, ou quase sempre é, insuficiente para absorver a capacidade produtiva (mão de

---

<sup>57</sup> Citando Immanuel Kant.

<sup>58</sup> Citando Charles Sanders Peirce.

obra disponível e/ou capacidade instalada). Na próxima seção apresentaremos nossa interpretação sobre o princípio da demanda efetiva ao esmiuçar essas características destacadas.

### 2.1.2 – O Princípio da Demanda Efetiva e sua Atemporalidade

Como boa parte da demonstração do nosso argumento se encaixa na definição que fizemos passo a passo do *conceito* de demanda efetiva, o que resta para defender nossa interpretação é demonstrar que o princípio tem validade atemporal, no sentido de que “Keynes's approach can be seen to provide an ‘economics for all seasons’ and not just for the deep-slump conditions of half-a-century ago” (Fletcher, 1989, p.66), e que deve englobar, na sua concepção, a solução estrutural para lidar com o desemprego dos recursos produtivos. Concomitantemente à defesa da ausência de limitação temporal do princípio, podemos demonstrar que a busca pelo “equilíbrio” macroeconômico “is not increasing aggregate demand, but fixing the point of effective demand at its full employment level” (Tcherneva, 2011b, p. 3) e argumentar que é na fixação do ponto de demanda efetiva nesse nível que o Estado deve atuar junto ao setor privado.

Há diversos estudiosos de Keynes que nos ajudam nessa seara, de modo que duas considerações, em especial, nos fornecem os elementos básicos como ponto de partida para a argumentação. A primeira delas, mais ampla, refere-se ao ponto fundamental de Keynes (1936) e permite inferir sobre a ausência de limitação temporal para a demanda efetiva:

“...the determination of effective demand is prior to analyzing limits on its operation and that the short and long-period theories (if one accepts those terms) will have a common basis and must be mutually consistent” (Kregel, 1983, p. 51).

Já a segunda, mais específica<sup>59</sup>, afirma exatamente o que propomos aqui:

“... reflection has led me to the conviction that full importance of the principle of effective demand in a monetary production economy is going to emerge most effectively, and in all its powerful relevance, only when considered in a long-run perspective, and not only when considered within the short-run framework, in which Keynes originally cast his analysis” (Pasinetti, 2001, p.383).

---

<sup>59</sup> Kregel (1983) é mais amplo porque aborda demanda efetiva enquanto teoria, o que equivale aqui, na nossa apresentação, à discussão da macroeconomia da demanda efetiva de modo amplo. Já Pasinetti (2001), mais específico, porque trata do *princípio* da demanda efetiva, como nós o concebemos, reconhecendo que a abordagem vale para o curto ou longo prazo e para qualquer fase do ciclo econômico, da recessão ao crescimento, assim como o fazem Kregel (1976), Possas e Baltar (1981), Possas (1986), Kaldor (1988), Fletcher (1989), Tcherneva (2013) entre outros.

A preocupação de Kregel (1983) em pontuar sobre a possibilidade de aceitação ou não dos termos *curto e longo prazo* se deve ao fato de que o próprio Keynes não se sentia confortável em estabelecer alguma limitação temporal à teoria que estava construindo. Algo que ficou nítido após a publicação da TG, justamente por conta dos inúmeros debates que a obra proporcionou ao autor, tanto por meio da publicação de novos trabalhos para elucidar pontos menos compreensíveis<sup>60</sup>, quanto pelas notas de aulas e rascunhos de suas palestras, recuperadas ao longo do tempo, ou, ainda, pelas dezenas de correspondências trocadas entre o autor e seus interlocutores.

Dentre essas correspondências, ao debater com Bertil Ohlin, por ocasião da submissão de um artigo deste último ao *Economic Journal*, do qual Keynes era editor, Keynes explicita em pelo menos dois momentos mais relevantes sua questão com relação à delimitação temporal nas suas exposições. No primeiro, justamente ao responder ao questionamento de não ter usado os termos “*ex ante*” e “*ex post*” na TG como ferramenta didática para deixar sua argumentação mais evidente, como os suecos faziam à época e como nós usamos sem restrições neste trabalho. Keynes (1937a) reconhece que poderia dar mais espaço para o uso destes dois termos – e de fato o faz nas suas anotações datadas de 1937 – mas justifica sua desistência de recorrer a esses recursos na TG:

“My reason for giving it up was owing to my failure to establish any definite unit of time, and I found that that made very artificial any attempt to state the theory precisely. So, after writing out many chapters along what were evidently the Swedish lines, I scrapped the lot and felt that my new treatment was much safer and sounder from the logical point of view” (Keynes, 1973[1937a], p. 184).

Em outro momento da mesma troca de correspondências, Keynes (1937a) fornece resposta semelhante a Ohlin a respeito do porquê não utilizar uma matriz insumo produto nas suas formulações teóricas:

“...I discarded it partly because it was frightfully complicated and really no sense in it, but mainly because there was no determinate time unit. I found I could get all that was required by the conceptions of effective demand and income which were identical for factors but income of entrepreneurs at any time depended on outcome of prediction undertaken at various previous periods under influence of effective demand” (Keynes 1973[1937a] p. 180).

Nestas passagens, Keynes (1937a) mostra convicção de que a delimitação temporal não é um dos pilares essenciais para sustentar seus argumentos, mesmo sendo o *tempo* uma das variáveis fundamentais para a concepção da sua teoria. Particularmente, o autor não considera frutífero relacionar determinadas decisões de gasto com resultados macroeconômicos específicos num período

---

<sup>60</sup> Como o caso do artigo de 1937 (Keynes, 1937b).

posterior, seja no sentido “*input-output*” das análises matriciais ou em alguma relação unívoca intertemporal entre as variáveis<sup>61</sup>, porque as decisões e os resultados agregados de períodos distintos se sobrepõem de maneira contínua no *modus operandi* dinâmico do sistema capitalista<sup>62</sup>, tornando a “*time relationship between effective demand and income incapable of being made precise*” (Keynes 1973[1937a], p. 179, ênfase no original).

O que realmente importa para Keynes (1936; 1937a; 1937b) é o processo de tomada de decisões de gasto por parte dos agentes econômicos e seus resultados agregados em termos de renda e emprego, que é propriamente o processo de determinação do *ponto* de demanda efetiva, e a variável “tempo” entra nessa discussão a partir da inclusão do papel das expectativas<sup>63</sup>. Em momento oportuno, dada sua centralidade na macroeconomia da demanda efetiva, vamos tratar brevemente das expectativas na sequência de nossa argumentação, como elemento chave para a questão da atemporalidade que atribuímos ao *princípio* da demanda efetiva. Além disso, o fato de Keynes discutir a possibilidade de frustrações das expectativas no curto prazo de modo a não influenciar o estado das mesmas no longo prazo (Kregel, 1976; Fletcher, 1989) nos parece ser uma das razões que permitiu o reconhecimento generalizado (e equivocado) de que sua teoria abrangeria apenas o curto prazo e, ainda, apenas situações de recessão econômica (Hicks, 1937), com as quais o autor lidava ao desenvolver a abordagem da demanda efetiva.

Outra dessas razões é que, segundo Pasinetti (2001), justamente pelo fato de estar mais preocupado com a recessão que assolava o Reino Unido desde o início dos anos 1920 (Kregel, 2008) e com a necessidade da elaboração de planos de recuperação econômica, Keynes concebeu, mas não formulou propriamente, o princípio da demanda efetiva em sua completude, abordando também as questões de longo prazo – algo que o próprio Pasinetti (1997; 2001), assim como Kaldor (1988), Fletcher (1989) e Setterfield (1993) se propõem a fazer.

---

<sup>61</sup> “It was this model, of *stationary equilibrium*, that Keynes chose in preference to the alternative Swedish approach based on the *ex ante* and *ex post* concepts. This was because of the impossibility of establishing a definite relationship between any given *ex ante* aggregate expectation and a corresponding *ex post* aggregate outcome” (Fletcher, 1989, p.65). Ver também nota 62 a seguir.

<sup>62</sup> “...when one comes to prove something truly logical and properly watertight, then I believe there are advantages in my method and that the *ex post* and *ex ante* device cannot be precisely stated without very cumbersome devices. I used to speak of the period between expectation and result as ‘funnels of process’, but the fact that the funnels are all of different lengths and overlap one another meant that at any given time there was no aggregate realised result capable of being compared with some aggregate expectation at some earlier date” (Keynes, 1937a, p. 185).

<sup>63</sup> O essencial da teoria desenvolvida a partir de Keynes (1936) é, de fato, o domínio do que se entende por macroeconomia da demanda efetiva, pois a essência da teoria está nas relações causais entre gasto, renda e emprego, propostas pelo autor, e nas consequências agregadas desencadeadas pelas configurações específicas dessas relações no tempo. Em decorrência, “...it then of course becomes possible to analyze the theory under any of a number of analytical conveniences such as runs or periods or whatever” (Kregel, 1983, p. 51).

“Keynes’s formal analysis in the core of *The General Theory* did not go beyond the short period, but he used the elements of this analysis to indicate the general way in which the economy would behave over time, given past experience as a guide” (Asimakopulos, 1989, p.22).

Em coro a esses autores, Kregel (1976; 1983) acredita que o fato de Keynes ter adaptado o ferramental analítico microeconômico da determinação dos preços de Marshall em sua discussão do produto agregado permitiu aos intérpretes da TG colocar os mesmos períodos daquele autor clássico como fatores de periodização em Keynes (1936), sendo Hicks (1937) e Hansen (1941, 1949) dois dos principais responsáveis neste aspecto. Dessa forma, dentre os períodos de mercado, onde o ajuste econômico ocorre via preços, o curto prazo, onde preços e quantidades se alteram, e o longo prazo, em que a capacidade instalada se ajusta à demanda, característicos da abordagem marshalliana<sup>64</sup>, o princípio da demanda efetiva estaria empregado apenas nos dois primeiros, mesmo Keynes (1936) não tendo usado esses períodos em sua discussão<sup>65</sup>.

Relegar o princípio ao curto prazo, onde a capacidade produtiva instalada da economia como um todo é dada, seria um “marco estático” (Possas e Baltar, 1981) para uma teoria essencialmente dinâmica desde a sua origem mais elementar. O dinamismo do princípio da demanda efetiva não está, assim, apenas na atuação do multiplicador dos gastos até a plena utilização da capacidade, como preconizado no modelo IS-LM. Como é o gasto a variável dinâmica por essência da determinação da demanda efetiva, o que se aplica no curto prazo também tem validade para o longo, inclusive no sentido marshalliano, em que se admite a ampliação da capacidade instalada<sup>66</sup>. Keynes (1936), sem prejuízo das outras obras, não é um autor da recessão, do curto prazo ou, ainda, da tese subconsumista a ele atribuída, mas sim:

“...um teórico por excelência do *tempo econômico*. O caráter estático de algumas de suas formulações não reside no equilíbrio estático, convencional, nem sequer na ausência, nos contornos do seu objeto, de qualquer análise da mudança tecnológica – afinal, existe uma dinâmica não derivada do movimento estrutural, mas do simples nível de atividade! –, ou mesmo dos efeitos dinâmicos da criação de capacidade produtiva via investimento. Reside apenas, a rigor, na delimitação proposital de seu escopo às questões associadas à determinação causal das variáveis associadas ao nível de atividade (notadamente a renda e o emprego), e não a seu comportamento

<sup>64</sup> “As Park (1994: 249) reminds us, Marshall's analytical scheme consists of four periods: the market period, the short period, the long period, and secular changes in normal values” (Rogers, 1997, p.327).

<sup>65</sup> “It is also instructive to note that Keynes’ approach has little, if anything, to do with the specification of analysis into Marshallian periods” (Kregel, 1983 p. 57).

<sup>66</sup> “Pode e deve, portanto, ser estendida a aceção desse conceito de forma a incorporar ampliações da capacidade produtiva subsequentes a um aumento inicial da demanda, quer através da elevação do grau de utilização da capacidade, quer devido à maior rentabilidade associada a preços mais altos” (Possas e Baltar, 1981, p. 117-118).

temporal, ou em outras palavras, a uma etapa da construção de uma teoria da dinâmica que se situa como logicamente *prévia* à análise de períodos, à mudança estrutural e, portanto, à dinâmica de modo geral” (Possas, 1986, p. 306, ênfases no original).

Sendo um teórico do *tempo econômico*, qualquer delimitação por períodos cabe na sua teoria, o que não implica o oposto, ou seja, que a teoria seja delimitada por qualquer noção temporal. Curto e longo prazo – ou “*whatever*”, como coloca Kregel (1976) – podem ser analisados a partir da perspectiva da demanda efetiva de maneira integrada:

“It would thus not only be misleading to relegate effective demand to the ‘short period’ or to ‘market’ values determined by the random forces of supply and demand or ‘expectations’, but equally so to try to develop a separate or distinct ‘long-period’ theory of effective demand” (Kregel, 1983, p. 54).

A teoria é uma só, mas o horizonte temporal pode ser delimitado dentro do arcabouço da macroeconomia da demanda efetiva como recurso útil na exposição do objeto específico em análise<sup>67</sup>. Possas (1986; 2015), por exemplo, define o curto prazo como o do cálculo capitalista, tal qual utilizamos aqui ao demonstrar o *ponto* da demanda efetiva, em que as expectativas de curto prazo dos empresários (“variáveis independentes”) determinam os preços, as quantidades produzidas e o volume de emprego correspondente (“variáveis dependentes”) a partir do que é “dado” na economia: o estágio tecnológico corrente, a capacidade produtiva já instalada, os gastos com investimento em execução, os estoques prévios e os preços dos fatores de produção (matérias primas e salários). Uma definição em consonância com as decisões de produção diárias<sup>68</sup> (“*daily output*”) das empresas individuais da exposição de Keynes (1936) e na mesma linha de exposição dos outros autores aqui selecionados<sup>69</sup>.

O longo prazo, por seu turno, é definido a partir das expectativas e incertezas (Keynes, 1936; Kregel, 1976; Possas, 1986), sobre uma perspectiva *mais longa*<sup>70</sup> que a das *daily outputs*, e como um dispositivo *conceitual-analítico* que separa as características mais permanentes do sistema econômico daquelas variações mais transitórias (Bharadwaj, 1983, p. 22), e que abriga a “decisão de

<sup>67</sup> “...theories themselves are unitary, and short- or long-period, or whatever other apparatus may be used to emphasize or exclude the full operation of the forces singled out for analysis serve only as an analytical aid” (Kregel, 1983, p. 51).

<sup>68</sup> “*Daily* here stands for the shortest interval after which the firm is free to revise its decision as to how much employment to offer. It is, so to speak, the minimum effective unit of economic time” (Keynes, 1973[1936], p. 47, CW VII).

<sup>69</sup> Como Kregel (1976; 1983), Kaldor (1988), Fletcher (1989), Bradford e Harcourte (1997) e Pasinetti (1997;2001) que, mesmo em alguns casos não explicitando a definição de curto prazo, tem como pano de fundo essas características.

<sup>70</sup> Sendo essa extensão tão elástica quanto essa definição permite.

investir em capacidade produtiva (capital fixo e estoques) como parte de uma lógica mais geral, a de aplicação rentável de capital”<sup>71</sup> (Possas, 1986, p. 304).

A partir dessas colocações e nos valendo do vocabulário de Possas (1986), entendemos que, de modo amplo, o *tempo econômico* de Keynes se *materializa no horizonte temporal do conteúdo das decisões do cálculo capitalista de aplicação geral de capital*. Em outras palavras, o conteúdo dos portfólios dos agentes econômicos é o que determina a perspectiva temporal da dinâmica capitalista na abordagem da demanda efetiva, uma vez que os ativos que os compõem refletem as decisões de aplicação intertemporal do capital.

Como o gasto em determinado ativo depende das expectativas de retorno líquido do mesmo no tempo, nessa definição do tempo econômico cabem tanto as decisões de curtíssimo prazo, como a busca pela liquidez da moeda ou de seus substitutos próximos; quanto as decisões de médio ou longo prazo, que abrigam o investimento em ativos menos líquidos, como o aumento da utilização da capacidade instalada ou ampliação da capacidade produtiva; e, ainda, os gastos em ativos que podem proporcionar mudanças estruturais, de quebra de paradigmas, como os investimentos em pesquisa e inovação<sup>72</sup>. A temporalidade, portanto, do princípio da demanda efetiva deve ser entendida a partir dessa perspectiva do tempo econômico, de modo a prescindir de qualquer limitação de horizonte temporal<sup>73</sup>, a não ser como ferramenta analítica para “domar o mundo real” (Hahn, 1973; Fletcher, 1989).

É justamente neste sentido que Keynes (1936) especifica curto e longo prazo de maneira mais destacada, dando maior importância ao uso termos, quando trata das expectativas. Sua

---

<sup>71</sup> “Supõe-se dado para esse cálculo apenas o espectro de técnicas ao lado de elementos de tipo estrutural e institucional mais arraigados na sociedade, bem como as associadas à situação conjuntural presente dos mercados” (Possas, 1986, p. 304).

<sup>72</sup> O que remete ao quarto período marshalliano (Rogers, 1997) e que é defendido por Pasinetti (1997; 2001) e rechaçado por Forstater (2002), que argumentam em favor da aplicação do princípio da demanda efetiva em qualquer prazo, inclusive como norteador da dinâmica econômica trazida pelas mudanças estruturais e tecnológicas da nossa contemporaneidade: “My impression is that the strict short run of Keynes's original analysis has become too short to encompass, in a relevant way, the events that have recently come to characterize the industrialized world. Too many things happen too quickly. As a consequence, we ought to plunge into a longer-run analysis than the one Keynes kept to. More precisely, we ought to reshape Keynesian analysis into a framework that covers the rapid changes in technology and in the composition of demand that are taking place. It seems to me that, to this effect, the principle of effective demand is going to play a major role” (Pasinetti, 2001, p. 384).

<sup>73</sup> “I must also admit to having difficulty with the slighting references to short-period as opposed to long -period results, and to the designation of Keynes's theory as ‘short-run theory’. It is true that Keynes's theory is set in a particular period of time – the present – a period that is long enough, say 6 months to a year – to allow for possible variations in the degree of utilization of existing productive capacity and yet short enough to enable theorists to abstract from the changes in productive capacity occurring during that period. But long period movements are obtained by linking up a sequence of short-period results – they have no independent existence. Kalecki showed the interconnections and linking of these short periods very clearly in his fundamental papers on effective demand” (Asimakopulos, 1983, p. 31).

abordagem permite pelo menos duas reflexões cruciais para o argumento que estamos desenvolvendo. Em primeiro lugar, distinguir as expectativas de curto das de longo prazo servem ao autor como recurso analítico para demonstrar a essência da abordagem da demanda efetiva, como anunciamos parágrafos atrás. O fundamento elementar é que, a despeito das mudanças frequentes do ambiente econômico, que ocorrem no momento presente e/ou que ocorrerão em momentos futuros distintos, o núcleo duro da determinação da demanda efetiva se mantém, de modo que não é preciso pressupor, por exemplo, expectativas racionais, completo conhecimento das informações relevantes ou, ainda, reduzir a diversidade dos agentes econômicos a um padrão comportamental único, maquilando o mundo real, para, só assim, teorizar sobre sua dinâmica<sup>74</sup>. Ao contrário:

“Keynes chose to make assumptions, not about the absence of false expectations and uncertainty in the economy under consideration, thus creating an economy with perfect information and certainty, but rather to assume that although expectations and uncertainty are always present, yet different assumptions could be made about the constancy of expectations and their effect on the system. It is not the assumptions made about the economy under analysis that are different, but the assumptions made about expectations in an economy in which these play an integral part” (Kregel, 1976, p. 211).

Com a escolha metodológica de alterar os pressupostos sobre as expectativas de curto e longo prazo, ao invés de distorcer as características da economia (real) em análise, Keynes (1936, 1937a, 1937c) consegue “domá-la” teoricamente a ponto de chegar ao cenário em que, mesmo com completa confirmação das expectativas por parte dos agentes, como argumentamos previamente, o equilíbrio macroeconômico pode ser alcançado com um resultado abaixo do ideal em termos de produto e emprego, porque “what primarily matters is the expectation of expenditure formed by the entrepreneur beforehand and secondarily by the gradual revisions of this expectation<sup>75</sup>” (Keynes, 1973[1937a], p. 181-182).

Em segundo lugar, a distinção entre curto e longo prazo nas expectativas também auxilia a demonstrar o tempo econômico do princípio da demanda efetiva, uma vez que são elas que influenciam as “relações psicológicas fundamentais”, que servem de parâmetro para a tomada de

---

<sup>74</sup> Keynes's approach was to take the real world as it was – with uncertainty and the need to take decisions based upon expectations – and then to make assumptions about both long- and short-period expectations so as to provide a choice of more or less complex versions of the model which could be used as a vehicle for the exposition of his main thesis (Fletcher, 1989, p.64).

<sup>75</sup> “In the lecture notes he [Keynes] suggests a third possibility of assuming that long-period expectations are constant and that short-period expectations are *always* realised in order to put expectations into the back seat, giving all the emphasis to effective demand” (Kregel, 1976, p.213).

decisões de composição de portfólio por parte dos agentes: a eficiência marginal do capital e a preferência pela liquidez<sup>76</sup>.

De maneira relativamente simples, Keynes (1973[1936], p.46-51) afirma que as expectativas de curto prazo se relacionam à produção e à realização no mercado, enquanto as de longo prazo estão intimamente relacionadas à decisão de investimento<sup>77</sup> e, por extensão, à de aplicação geral de capital (Possas, 1986; 2015). Assim, enquanto as primeiras passam por revisões contínuas, à luz dos resultados diariamente realizados, num processo de influência mútua, as expectativas de longo prazo se baseiam não apenas no melhor cenário que é possível criar a partir das informações relevantes correntemente disponíveis, mas também na confiança<sup>78</sup> que se deposita na eventual confirmação (*a posteriori*) desse cenário (Keynes, 1936, p. 148-149).

Como a escolha de portfólio é feita a partir da avaliação do retorno líquido dos ativos disponíveis, ponderados pela eficiência marginal do capital e pela preferência pela liquidez que, por sua vez, são definidas a partir das expectativas e da confiança com relação ao ambiente corrente e ao cenário futuro, curto e longo prazos no tempo econômico de Keynes ou, o que é o mesmo, curto e longo prazos do tempo econômico do princípio da demanda efetiva, dependem dos ativos escolhidos pelo agregado dos agentes.

Numa formulação absurda, não haveria longo prazo se a preferência pela liquidez fosse a um limite teórico em que nenhum agente econômico decidisse mobilizar seus recursos em bens de capital e força de trabalho, de modo a materializar a totalidade desses recursos (capital) em moeda ou em seus substitutos próximos<sup>79</sup>. Nesse caso extremo, inclusive, poderia não haver quaisquer “*animal spirits*” que evitassem a completa danação da sociedade capitalista, visto que, mesmo na existência de algum ativo com retorno líquido positivo, nada compensaria a preferência pela liquidez do agregado

---

<sup>76</sup> Evidentemente que, mesmo sendo a terceira relação psicológica fundamental destacada por Keynes (1936), a propensão marginal ao consumo é a menos relevante em termos da decisão de aplicação intertemporal de capital, menos porque ela é um dos parâmetros que indica o nível agregado de investimento necessário para o equilíbrio do ponto de demanda efetiva, tal qual o modelo simples da TG, e mais porque a propensão marginal ao consumo não é uma característica inerente aos ativos, levada em consideração pelos agentes quando da escolha de portfólio.

<sup>77</sup> “The distinction mirrors Marshall's distinction between the long run, in which factors of production are all variable, and the short run, in which the firm's capital equipment is fixed. Keynes argues that an entrepreneur consults his long-term expectations in determining the amount of his investment in plant and machinery, and consults his short-term expectations in determining the scale of his current output” (Hoover, 1997, p. 220).

<sup>78</sup> Toda a discussão que Keynes (1936) faz sobre risco, incerteza e confiança serve de suporte metodológico para a configuração das expectativas e determinam o impacto real que as decisões nelas baseadas têm na economia em termos de produto e emprego.

<sup>79</sup> “...different types of assets satisfy the desire for liquidity in different degrees” (Keynes, 1937b, p. 211).

dos agentes e nenhuma atividade econômica seria empreendida<sup>80</sup>, inclusive na produção de víveres – o que possivelmente implicaria que o modo de reprodução material da sociedade tenderia a ser outro.

Entretanto, a realidade econômica tratada na TG (e aqui) não é essa que pressupomos ao reduzir o argumento ao absurdo, uma vez que a experiência capitalista nos mostra que, no agregado dos portfólios, há sempre uma configuração composta por ativos com características diversas, com prazos e retornos distintos e que abrigam desde os mais líquidos, como a moeda, aos menos líquidos, como os bens de capital. É nessa diversidade de ativos que o tempo econômico se manifesta e “it is by reason of the existence of durable equipment that the economic future is linked to the present” (Keynes, 1973[1936], p. 146) de modo que, sempre que houver empresários investindo de maneira produtiva, empregando fatores de produção, curto e longo prazos se convalidam e o princípio da demanda efetiva se faz presente. Dessa forma, *tão longo é o tempo econômico inerente ao princípio da demanda efetiva quanto maior a proporção de “ativos de capital produtivo”* (Possas, 1986) *incluídos na composição do agregado dos portfólios da economia:*

Thus, far from dismissing long-term considerations as in the common misconstrual of his famous remark, ‘in the long run we are all dead’, Keynes's position is in fact that *the long run is always with us* (Hoover, 1997, p. 220, ênfases adicionadas).

Em última instância é, portanto, a preferência pela liquidez quem determina o tempo econômico do princípio da demanda efetiva, sendo a taxa de juros da moeda o parâmetro para a distinção entre curto e longo prazo, justamente por ser ela a remuneração do ativo que dá maior flexibilidade à composição do portfólio dos agentes ou, em termos mais costumeiros da discussão, o prêmio de liquidez do ativo que possui esse atributo em grau máximo<sup>81</sup>. Como a taxa de juros é “a measure of the unwillingness of those who possess money to part with their liquid control over it” (Keynes, 1973[1936], p. 167) ela expressa a preferência dos agentes econômicos pelo presente em

---

<sup>80</sup> “It is safe to say that enterprise which depends on hopes stretching into the future benefits the community as a whole. But individual initiative will only be adequate when reasonable calculation is supplemented and supported by animal spirits, so that the thought of ultimate loss which often overtakes pioneers, as experience undoubtedly tells us and them, is put aside as a healthy man puts aside the expectation of death. This means, unfortunately, not only that slumps and depressions are exaggerated in degree, but that economic prosperity is excessively dependent on a political and social atmosphere which is congenial to the average business man” (Keynes, 1973[1936], p. 162).

<sup>81</sup> “Na definição de Keynes, que coincide com a habitualmente adotada nos mercados financeiros, liquidez é um atributo de um ativo pelo qual ele pode ser realizado em moeda a curto prazo sem perdas (*i.e.* a preço de mercado). Isso envolve três aspectos: realização do ativo em moeda num mercado secundário; num prazo o mais curto possível; e sem perdas *pelo fato de estar sendo realizado*. Por definição, portanto, a moeda tem liquidez máxima entre os ativos” (Possas, 2015, p. 89, ênfases no original).

relação ao futuro e representa, assim, o *preço do curto prazo*<sup>82</sup>. A taxa de juros da moeda é, portanto, a referência última para a configuração dos portfólios (Kregel, 1983; Possas, 1986; Kregel, 2008), uma vez que “todos os ativos serão nele mantidos em quantidades tais que suas eficiências marginais, descontadas pelo respectivo *spread* de juros, se igualem entre si e com a taxa de juros da moeda<sup>83</sup>” (Possas, 2015, p. 91).

É na natureza da taxa de juros em Keynes (1933; 1936; 1937c) que o autor sela totalmente a distinção de sua abordagem da tradição (neo)clássica e concebe a economia monetária da produção, em que:

“...money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last. And it is this which we ought to mean when we speak of a *monetary economy*”<sup>84</sup> (Keynes, 1973[1933], p. 408-409, ênfases no original).

Ao colocar a moeda como um ativo *em si*, desejável pelo seu atributo de liquidez, Keynes (1936) a reconhece como uma variável real da economia – e não apenas pelas suas características ou “funções nominais” de denominação de valor ou de meio de troca –, cuja demanda impacta na determinação do emprego e da renda e estabelece o último elo de explicação da determinação da demanda efetiva<sup>85</sup>. Empregar ou não dinheiro, próprio ou emprestado, na atividade produtiva, que gera emprego e renda, é uma decisão tomada com base nas expectativas que os empresários têm de receber mais riqueza no futuro frente a todos os outros ativos que têm à disposição para o mesmo fim. Em outros termos, o gasto em ativos de capital produtivo (bens de capital e mão de obra, resumidamente) nada mais é que, justamente, uma decisão de gasto tomada a partir da demanda

---

<sup>82</sup> “...prêmio pago por abrir mão de uma quantia em moeda durante um período de tempo, expressando uma preferência pelo presente em relação ao futuro; sem qualquer relação com abstenção de consumir ou com produtividade do capital” (Possas 2015, p. 89).

<sup>83</sup> “... the rate of interest (as we call it for short) is, strictly speaking, a *monetary* phenomenon in the special sense that it is the *own rate* of interest (*General Theory*, p. 223) on money itself, i.e. that it equalises the advantages of holding actual cash and a deferred claim on cash” (Keynes 1937c, p. 206).

<sup>84</sup> No prefácio da TG existe uma definição sucinta da economia monetária: “A monetary economy ... is essentially one in which changing views about the future are capable of influencing the quantity of employment and not merely its direction” (Keynes, 1973[1936], p. xvi). Dillard (1988) faz a história do pensamento econômico de Keynes a respeito do conceito, passando pelas definições do autor tais quais apresentadas em diversas obras do CW. Ver também Kregel (1988), Fletcher (1989), Davidson (1999) e Hein (2015), entre outros.

<sup>85</sup> “...the liquidity preference theory is a necessary element in the operation of the principle of effective demand; and the principle of effective demand replaces Say's Law as the determinant of employment and output in a monetary economy” (Rogers, 1997, p. 326).

efetiva calculada pelos empresários frente às outras possibilidades de mobilização de seus recursos<sup>86</sup> (dinheiro).

Note que não estamos tratando da sensibilidade do investimento em capital produtivo com relação à taxa de juros, como no modelo IS/LM ou AS/AD ou, muito menos, da teoria dos fundos emprestáveis, em que a taxa de juros é aquela que determina a igualdade entre poupança e investimento, na tradição neoclássica<sup>87</sup>. Tratamos sim da escolha de portfólio, da aplicação intertemporal de capital, tal qual presente no Capítulo 17 da TG, em Keynes (1937b) e na explanação extremamente didática encontrada em Possas (2015), em que a taxa de juros da moeda, mesmo determinada de maneira exógena, pelo BC, por exemplo, consegue modificar “...the money prices of other capital assets in such a way as to equalize the attraction of holding them and of holding cash”<sup>88</sup> (Keynes, 1973[1937c], p. 213). Estendendo a argumentação, portanto, a preferência pelos ativos mais líquidos da economia é o parâmetro básico para a tomada das decisões de aplicação de capital: a taxa de juros da moeda ou de substitutos próximos, como a dos títulos de dívida soberana de curto prazo estabelecem um patamar mínimo de remuneração do capital<sup>89</sup>. O ponto fundamental, novamente, é que, na perspectiva da demanda efetiva, a depender das taxas de retorno líquido dos ativos, a composição final do agregado dos portfólios dos agentes pode determinar um nível de emprego e de produção aquém do socialmente desejado (ou abaixo do pleno emprego dos fatores de produção, como diria Keynes, 1936).

In my *Treatise on Money* I defined what purported to be a unique rate of interest which I labelled the *natural rate* of interest (...) I had, however, overlooked the fact that in any given society there is, on this definition, a *different* natural rate of interest for each hypothetical level of employment. And, similarly, for every rate of interest there is a level of employment for which that rate is the ‘natural’ rate, in the sense that the system will be in equilibrium with that rate of interest and that level of employment. Thus it

---

<sup>86</sup> “The essence of applying the principle of effective demand to a monetary economy lies in the behavioral relationship people display toward money (i.e., liquidity preference) and entrepreneurs display regarding *ex ante* market profit opportunities” (Davidson, 2001, p. 408).

<sup>87</sup> “The classical or loanable funds theory provides such a mechanism, with the natural rate of interest generated by the forces of productivity and thrift (saving and investment) in a capital market acting as an automatic attractor for the money rate of interest in long-period equilibrium” (Rogers, 1997, p.335).

<sup>88</sup> Nas economias modernas, como a brasileira, a preferência pela liquidez é medida através transações do mercado interbancário e na capacidade do banco central garantir a taxa de juros na meta diária estabelecida; o que, em certo sentido se assemelha a uma das definições de Keynes: “The rate of interest is the factor which adjusts at the margin the demand for hoards to the supply of hoards” (Keynes, 1937b, p. 217).

<sup>89</sup> “If a monetary economy is one that contains an asset whose return does not fall, or falls less rapidly than all other investments, when the level of activity expands, then eventually it is the return on that particular asset that will “rule the roost.” It will be the return on that asset that sets the standard that has to be met by the returns on all other types of activity and will eventually divert investment from employment-creating activities to financial investments, whose supply can be expanded without an increase in employment” (Kregel, 2008, p. 135).

was a mistake to speak of *the* natural rate of interest or to suggest that the above definition would yield a unique value for the rate of interest irrespective of the level of employment. I had not then understood that, in certain conditions, the system could be in equilibrium with less than full employment” (Keynes, 1973[1936], p. 242-243, ênfases no original).

Portanto, dada a taxa de juros da moeda e a preferência pela liquidez, a configuração agregada das decisões de aplicação intertemporal de capital pode ser, a *cada momento no tempo* ou em *qualquer instante t*, no presente ou futuro, no curto ou longo prazo, tal que haja desemprego involuntário e/ou capacidade instalada ociosa indesejada na economia<sup>90</sup>. Isso nos leva, por sua vez, à noção do equilíbrio de longo prazo em Keynes, nossa última consideração para a defesa de que, sob a perspectiva do tempo econômico, o princípio da demanda efetiva é sempre válido.

Apesar de Keynes (1936) reconhecer a existência de “valores naturais” para as variáveis econômicas, o equilíbrio de longo prazo na perspectiva da demanda efetiva não funciona como um atrator para a qual tendem as variáveis reais ou, ainda, como um ponto de referência ao redor do qual as principais variáveis econômicas orbitam, tal qual a posição natural de equilíbrio (em pleno emprego) da economia é para as vertentes neoclássicas do pensamento econômico<sup>91</sup> (Kregel, 1983; Possas, 1986; 2015; Rogers, 1997). Devido à própria dinâmica econômica inerente ao princípio da demanda efetiva, o equilíbrio de longo prazo em Keynes consiste apenas em um recurso analítico ou referência teórica de uma situação a ser buscada ao longo do tempo<sup>92</sup>.

"I should, I think, be prepared to argue that, in a world ruled by uncertainty with an uncertain future linked to an actual present, a final position of equilibrium, such as one deals with in static economics, does not properly exist" (Keynes, 1979, p. 222).

A noção está, portanto, atrelada ao modelo de equilíbrio mutável (*model of shifting equilibrium*) da TG, "a system in which changing views about the future are capable of influencing the present situation" (Keynes, 1973[1936], p.236) ou, em outros termos, um sistema em que as expectativas de curto e longo prazo são interdependentes, de modo que a frustração das primeiras

---

<sup>90</sup> "Keynes's principle of effective demand demonstrates that, in a nonergodic world, it is the existence of nonproducible assets that are held for liquidity purposes and for which the products of industry are not gross substitutes that is the fundamental cause of involuntary unemployment equilibrium" (Davidson, 2001, p. 402, ênfases no original).

<sup>91</sup> "What Keynes rejected was not the concept of a natural position (or equilibrium), but the neoclassical proposition that there is only *one* such position; a proposition which is in contrast with both the Classical use of natural values *and* the quantity theory" (Kregel, 1983, p. 57).

<sup>92</sup> "...the classical capital market is abandoned by Keynes in The General Theory and consequently there is no unique natural or real rate of interest consistent with full employment that acts as a natural attractor for the money rate of interest in a laissez-faire financial system. The money rate of interest, as determined by other forces, may then determine long-period equilibrium with unemployment. The liquidity preference theory of the rate of interest provides the framework within which these forces may be analysed and is therefore central to Keynes's principle of effective demand" (Rogers, 1997, p. 334, ênfases no original).

terá impacto no estado geral de expectativas e mudarão as perspectivas com relação ao longo prazo<sup>93</sup> (Kregel, 1976; Fletcher, 1989; Setterfield, 1999). Em termos esquemáticos, a determinação do ponto de demanda efetiva se altera não só ao longo das curvas  $Z$  e  $D$  como as próprias curvas estarão sempre em movimento, devido às contínuas revisões de seus determinantes estruturais (preferência pela liquidez, eficiência marginal do capital e propensão marginal ao consumo) (Kregel, 1976). Numa economia como de fato ela é, o equilíbrio referente à demanda efetiva, porque fortuito (Keynes, 1936), passa a ser um objetivo a ser buscado pelos empresários e o pleno emprego, por consequência, uma condição que “emerges as a target to be explicitly aimed at, on the background of a series of fundamental dynamic movements that inevitably and continually upset it” (Pasinetti 1997, p. 103).

“Not only are entrepreneurs attempting to find equilibrium but equilibrium itself is moving, under the influence both of autonomous shifts in long-period expectations and of entrepreneurs’ reactions to disappointed short period expectations” (Fletcher, 1989, p.65).

Como uma posição final de equilíbrio é inalcançável na prática (Possas, 1986) e como as mudanças tecnológicas, populacionais e institucionais estão sempre alterando as estruturas da economia (Pasinetti, 2001) e determinando *pontos teóricos-prospectivos de equilíbrio de longo prazo* a cada momento, “it is in the transition that we actually have our being” (Keynes, 1973[1936], p. 343, n. 3). Ou seja, cabe às instituições<sup>94</sup> da sociedade organizada atuarem, de maneira contínua, para determinar, a cada momento, o tamanho apropriado da demanda efetiva que seja suficiente para atender aos níveis de emprego e renda socialmente desejados. Entendemos que isso é possível por meio da atuação do Estado, ao garantir, junto com o setor privado, a manutenção de um patamar de gastos agregados compatíveis com o nível de emprego socialmente almejado de maneira intertemporal.

## 2.2 – A Política Fiscal segundo Macroeconomia da Demanda Efetiva

Na macroeconomia da demanda efetiva, utilizando as categorias de análise que conceituamos previamente, o setor público está presente desde a abstração mais elementar, da determinação do *ponto* de demanda efetiva, e tem o papel econômico fundamental de viabilizar o

---

<sup>93</sup>Um modelo que retrata de maneira mais fiel a dinâmica economia e que é assim, justamente o oposto do modelo de equilíbrio estático inicialmente utilizado por Keynes (1936) para fins didáticos de demonstração do conceito de demanda efetiva e relatado aqui parágrafos atrás.

<sup>94</sup>Sem o pretexto de entrar na discussão da Nova Economia Institucional, que não nos cabe no momento, apenas salientamos que o que entendemos por instituições aqui está no mesmo sentido das regras do jogo de North (1990) com os elementos da definição de Searle (2005, p. 10, ênfases no original): “human institutions are, above all, *enabling*, because they create power, but it is a special kind of power. It is the power that is marked by such terms as: rights, duties, obligations, authorizations, permissions, empowerments, requirements, and certifications.” Ver também Pessali e Dalto (2010).

nível mais alto de abstração que discutimos, o do *princípio* da demanda efetiva. Isso significa que, numa perspectiva mais geral, a existência do Estado e a forma de sua atuação na economia são levadas em consideração na formação das expectativas dos agentes quanto à avaliação do retorno líquido dos diversos ativos que têm à disposição para a tomada de decisão de aplicação de capital. Numa perspectiva mais restrita, estamos afirmando que os agentes econômicos avaliam todas as instituições estabelecidas, mantidas ou revogáveis pelo governo em exercício que impactam na valorização de sua riqueza material, sejam essas instituições de caráter transitório ou permanente. Descendo ainda mais a abstração, para uma abordagem específica, isso significa que a legislação tributária, o orçamento público, a taxa de juros de referência da economia, os títulos de dívida pública, dentre tantas outras variáveis econômicas que dependem da atuação direta ou indireta do governo, são consideradas na decisão de dispêndio dos agentes porque impactam na determinação do retorno líquido dos ativos.

Assim, direta ou indiretamente, o Estado está na determinação do *ponto* de demanda efetiva, influenciando a definição do nível de contratação de mão de obra e de produção decidido por cada unidade empresarial individual, ao passo que também é a instituição responsável por (porque a única capaz de) sustentar o *princípio* da demanda efetiva e direcionar a economia, ou seja, fomentar um patamar de gastos agregados que seja consistente com os níveis de emprego e renda socialmente desejados ao longo do tempo. Apesar de nos restringirmos ao aspecto (socio)econômico da capacidade de intervenção na dinâmica do gasto agregado, seja diretamente, seja por meio da operação nas expectativas dos agentes, entendemos o Estado aqui como a “instituição das instituições”:

“...we have to see the state as the most complex institutional entity of all – I shall call it the *institution-of-institutions* – and as such it possesses a unique organizational density as well as a strong capacity to act back on the circumstances that shaped it and gave it meaning in the first place. Thus, one is bound to quickly find an intrinsic relationship between the state and the market, rather than the antinomy that often tends to be thrown our way” (Reis, 2012, p. 87, ênfases no original).

Dadas as suas características singulares enquanto agente econômico, como apresentaremos gradualmente na sequência, o setor público consegue atuar em todo o ciclo econômico e para além dele, uma vez que suas ações podem ser delineadas para abranger desde intervenções pontuais ou específicas, como o próprio *mainstream* admite em períodos de exceção (Santos, 2011), até ações contínuas ou gerais, para moldar o ambiente econômico, que independem do momento vigente no ciclo, mas que a ele podem responder, inclusive transcendendo a lógica estritamente econômica do mercado. O Estado, como configurado nas sociedades capitalistas, tem se mostrado como a instituição mais constante neste modo de reprodução material, refletindo, dessa forma, o tempo econômico em seu sentido mais completo.

Sem a necessidade de entrar em discussões da natureza político-sociológica da formação e atuação do Estado moderno enquanto representação legítima da sociedade contemporânea, defendemos que, dentro dos limites teóricos da macroeconomia da demanda efetiva, ele se configura como a principal instituição do sistema econômico, capaz de traduzir, definir e buscar os objetivos da sociedade a que representa por meio de suas políticas.

“Economic systems are not natural systems. An economy is a social organization created either through legislation or by an evolutionary process of invention and innovation. *Policy can change both the details and the overall character of the economy, and the shaping of economic policy involves both a definition of goals and an awareness that actual economic processes depend on economic and social institutions*” (Minsky, 1986, p. 7, ênfases adicionadas).

Sendo o Estado assim entendido, descemos um nível de abstração do que foi desenvolvido até o momento para mostrar como o setor público pode atuar no ambiente econômico, com base no princípio da demanda efetiva como o definimos previamente, nos escusando de propor análises mais específicas, sugestões particulares, medidas pontuais ou detalhamentos de possíveis políticas públicas, como é o caminho que os capítulos terceiro e quarto desta tese tomam. Isso significa que apresentaremos as linhas gerais de atuação do setor público, num nível intermediário de abstração entre a discussão da macroeconomia da demanda efetiva, que fizemos na seção anterior, e o detalhamento de ações do governo, dos próximos capítulos. Optamos, portanto, pelo caminho interposto entre a discussão teórica realizada previamente aqui e presente em incontáveis trabalhos a respeito da conceituação da macroeconomia da demanda efetiva, e o debate pragmático presente nas inúmeras proposições específicas de política fiscal que descendem da tradição originada pela TG.

Destacamos então o papel do setor público, tal qual presente em Keynes e como alguns dos seus intérpretes propõem, sem a necessidade de entrar, nesse momento, em especificidades relacionadas, por exemplo, ao tamanho do orçamento público ou da carga tributária ideal, do nível apropriado de taxa básica de juros ou do perfil “adequado” da dívida pública, dos detalhes da relação do tesouro nacional com o banco central ou, ainda, do papel dos bancos públicos no sistema financeiro, dentre tantas outras vertentes a que o debate sobre o papel do Estado na economia pode levar.

Dessa forma, e tendo como partida que o princípio da demanda efetiva determina que, para o alcance e a manutenção dos níveis socialmente almejados de emprego e renda é necessária a sustentação de um patamar de gastos com eles condizentes, de maneira atemporal, apresentamos os elementos que permitem ao Estado agir nessa direção, construindo *um arcabouço de política fiscal a ser acionado no tempo econômico da demanda efetiva*, para funcionar como uma estrutura de

sustentação da economia ao longo dos diversos momentos do ciclo econômico, estabelecendo um “pisso” para os momentos de queda do nível de atividade, guiando a recuperação e, além disso, atuando como meio de sustentar a tendência de crescimento.

Para isso, argumentamos em favor de um arcabouço que, assim como era a preocupação de Keynes, busca o aumento do emprego, da renda e a diminuição da desigualdade econômico-social ao longo do tempo sem, contudo, impedir que medidas discricionárias sejam tomadas conforme o ciclo econômico se apresenta. Aqui, novamente, a distinção entre curto e longo prazo se torna útil em termos analíticos, apesar de, muitas vezes, reconhecermos que essa divisão temporal não tem a nitidez que a didática prezaria por ideal, uma vez que muitas das proposições estão frequentemente interrelacionadas e se retroalimentam, independentemente do período em análise, como é próprio da *perspectiva do tempo econômico* que ressaltamos na seção anterior.

### 2.2.1 – A Estrutura de Longo Prazo

Na macroeconomia da demanda efetiva, tal qual definimos previamente, o fundamento por trás de qualquer política que vise a promover o aumento do nível de emprego e da renda na sociedade é o gasto, seja ele público ou privado. Mesmo que o discurso já seja conhecido para os leitores mais versados na tradição keynesiana, é preciso destacar novamente que o desafio é fazer com que os agentes econômicos empreguem seu dinheiro, o poder de compra que comandam, de maneira produtiva, em atividades que produzam riqueza material até o ponto em que o nível agregado de emprego e renda sejam aqueles almejados socialmente. Assim, mesmo que possa parecer repetitivo o discurso, na economia “real” não é trivial a mobilização de recursos para esse fim em um ambiente recheado de incertezas, com inúmeras opções de ativos para aplicação do capital e com agentes econômicos preferindo a segurança da liquidez, frente às intempéries de um futuro incerto, como Keynes (1936) ressalta (Davidson, 2001; Kregel, 2008). Soma-se a isso, como a experiência capitalista nos incute, a preferência dos agentes econômicos por ativos com retornos líquidos os mais altos possíveis e no menor tempo possível<sup>95</sup>. Isso é da natureza do capitalismo.

“...this is something that Keynes believed to be behind Marx’s theory of exploitation, and it clearly relates to the fact that entrepreneurs are only interested in increasing their monetary returns from employing their capital. The decision to employ labor is a decision to spend money today in order to produce goods that will produce money tomorrow. Only if the money tomorrow is greater than the amount of money today, measured as a rate of return that is higher than can be found in any other productive or

---

<sup>95</sup> Nas palavras de Keynes (1979), os empresários “has no object in the world except to end up with more money than it started with. That is the essential characteristic of an entrepreneur [monetary] economy” (Keynes, 1979, p. 89).

nonproductive use of money, will entrepreneurs be willing to provide employment” (Kregel 2008, p. 131).

Considerando esse como o comportamento médio do agente econômico, vemos nas ações do Estado, também entendido como tal, a única forma de viabilizar os patamares de gastos na atividade produtiva que sejam condizentes com os níveis socialmente desejados de emprego e renda. Viabilizar, nesse caso, não significa “fazer por si só”, mas atuar para garantir os meios que o sistema como um todo o faça, com uso de recursos públicos e privados.

Por um lado, se considerarmos a definição de Possas (2015) de que o nível agregado de emprego é resultado do somatório das decisões tomadas nas empresas individuais, a própria “demanda efetiva do setor público” é componente direto do *ponto* de demanda efetiva da economia no agregado. O argumento fica mais evidente para o caso das empresas públicas, uma vez que, na média, a eficiência e o comportamento destas não difere daqueles da iniciativa privada (Pryke, 1982; De Fraja, 1993; Mohan e Ray, 2004; UNDP, 2015; EPSU, 2019). Ou seja, a empresa pública, que visa ao lucro, é um agente econômico que age como qualquer agente privado, definindo o nível de contratação que maximize seus retornos sem descartar a aplicação dos recursos em outros ativos que não necessariamente demandam mão de obra ou capital produtivo adicionais.

Mas o argumento vale também para o setor público como um todo, mesmo que uma parcela significativa da atuação do Estado na economia não vise à apropriação de lucros, estritamente. Isso porque, com ou sem lucro na atividade em questão, o emprego público existente é fonte de demanda por bens e serviços produzidos de maneira pública ou privada, componente, assim, também da expectativa de renda levada em consideração pelos agentes antes da tomada de decisão do quanto empregar e produzir. Não obstante, o raciocínio é o mesmo para o orçamento público em sua totalidade, pois parcela significativa dele, seja de gastos com consumo ou investimento do governo, demanda diretamente bens e serviços advindos da iniciativa privada ou de outras esferas do próprio setor público.

Por outro lado, e aqui reside a primeira das singularidades que vamos ressaltar, o Estado é uma constante na sociedade capitalista. Há momentos em que sua presença no ambiente econômico é mais marcante, como foi o caso das políticas keynesianas neoclássicas do pós-Segunda Guerra, da *Golden Age Keynesiana*; e momentos em que, se essa presença não é efetivamente menos significativa<sup>96</sup>, a defesa pela sua diminuição é o *modus operandi* da visão dominante no período, como

---

<sup>96</sup> Vide, por exemplo, os gastos públicos dos EUA que representaram 44% do produto nacional bruto em 2020, mesmo sendo a economia reconhecida internacionalmente pela defesa do liberalismo econômico. Mesmo antes da pandemia, o gasto público representou, em média, cerca de 38% do produto estadunidense. Dados da <https://tradingeconomics.com/united-states/government-spending-to-gdp>. Acesso em 02/11/2022.

é, no caso das políticas macroeconômicas, desde a crítica Monetarista até os dias atuais, do predomínio do ideário do NCM.

Diferentemente da grande maioria das instituições privadas, portanto, o setor público tem uma perspectiva de atuação, tudo o mais constante, num horizonte temporal irrestrito, independentemente de sua configuração vigente, de modo que pode tomar para si toda e/ou qualquer ação que fique fora dos parâmetros aceitáveis, permitidos ou possíveis pela iniciativa privada. Isso significa que, diferentemente da atuação apenas em “períodos econômicos de exceção”, como o ocorrido a partir das crises de 1929, de 2008 e, recentemente, de 2020, com a crise sanitária global e seus efeitos, em que grandes pacotes econômicos e sociais são implementados para evitar maiores complicações decorrentes dos episódios, na perspectiva da demanda efetiva, o Estado (pode e) deve configurar sua atuação num prazo sempre mais longo que o da iniciativa privada e com medidas estruturantes do ambiente socioeconômico, desenvolvendo suas políticas para essa finalidade.

A tradução dessa proposta na linguagem de Keynes (1936, 1937b) é a criação de maneiras pelas quais o governo influencie os três determinantes psicológicos fundamentais da determinação da demanda efetiva, afinal de contas, a propensão marginal a consumir, a preferência pela liquidez e a eficiência marginal de capital são as categorias últimas da análise do comportamento econômico que, no agregado, determina o produto e a renda da economia (Kregel, 1976; Fletcher, 1989; Tcherneva 2012a). Não julgamos necessário o aprofundamento da discussão teórica em cada um desses elementos aqui, uma vez que o debate é bastante conhecido na literatura heterodoxa, mas os consideramos como pano de fundo da nossa análise, mesmo que como algum grau de reinterpretação.

“Because aggregate demand is composed of the expenditures of investors and consumers, the point of effective demand will shift with every change in the marginal efficiency of capital, the propensity to consume and the state of liquidity preference. In this way, effective demand will be influenced by changes in the state of long-period expectations operating on these three ‘psychological’ variables” (Fletcher, 1989, p. 63).

Na lógica que descende de Keynes (1936), portanto, o governo atua sempre em um ou mais dos três determinantes psicológicos fundamentais e de maneira atemporal, para garantir o princípio da demanda efetiva no tempo econômico que lhe é próprio. Além disso, à medida em que o Estado consegue sustentar o pleno funcionamento das instituições, o estado geral das expectativas de longo prazo é assegurado com relativa estabilidade, diminuindo, em algum grau, o nível de incerteza geral da economia e validando as convenções utilizadas para a tomada de decisão dos agentes (Keynes, 1936; Dequech, 2000).

Existe, contudo, pouca proposta efetiva de política na TG<sup>97</sup> de modo que Keynes (1936) indica, mas não aprofunda, o caminho para a atuação do setor público. No seu artigo mais conhecido de 1937, o autor destaca que, apesar de gastar alguma tinta com as suposições e os caminhos possíveis para amenizar as variações tão frequentes nos níveis de produção e emprego, as soluções não foram completamente trabalhadas. Um dos motivos, segundo Keynes (1937b), se deve à sua preocupação primeira com o diagnóstico dos fatores determinantes tanto do nível de emprego e renda, quanto das suas variações, como o título de ambos os trabalhos indicam (Kregel, 2008). Outro motivo, decorrente do principal, se deve ao fato de que as respostas para atenuar esses movimentos estariam em outro plano de análise, impossibilitando o autor de propor medidas mais detalhadas naquele momento (Keynes, 1937b, p.221-222). De fato, como consolidado nos *Collected Writings*, a parcela mais expressiva e detalhada das proposições de Keynes para as políticas públicas está nas suas manifestações e debates do período entreguerras, após a publicação da TG.

Considerando então que, no limite, a demanda efetiva é formada pelos gastos em consumo e investimento<sup>98</sup>, e que o consumo é, sempre em algum grau, uma função do nível da renda (uma variável induzida, portanto) é amplamente conhecido que Keynes (1936, 1937b) atribui ao investimento o papel de principal determinante da dinâmica econômica:

“The theory can be summed up by saying that, given the psychology of the public, the level of output and employment as a whole depends on the amount of investment. I put it in this way, not because this is the only factor on which aggregate output depends, but because it is usual in a complex system to regard as the *causa causans* that factor which is most prone to sudden and wide fluctuation. More comprehensively, aggregate output depends on the propensity to hoard, on the policy of the monetary authority as it affects the quantity of money, on the state of confidence concerning the prospective yield of capital-assets, on the propensity to spend and on the social factors which influence the level of the money-wage. But of these several factors it is those which determine the rate of investment which are most unreliable, since it is they which are influenced by our views of the future about which we know so little” (Keynes, 1937b, p. 221, ênfases no original).

---

<sup>97</sup> Existe “...very little by way of specific policy recommendation in the General Theory, aside from the proposition that increased expenditures, from whatever source, will have a positive impact on output and employment in conditions of excess capacity” (Kregel 1994-1995 p. 261).

<sup>98</sup> Mesmo em um modelo de economia aberta e com governo, é possível fazer essa distinção, pois as importações são para consumo ou para investimento interno, as exportações são para consumo ou investimento no exterior e o governo consome ou investe. Gastos com pesquisa e inovação ou com educação também podem ser considerados dentro da rubrica investimento. Contabilmente ou em termos orçamentários, as classificações ganham mais dígitos de especificação, mas o fundamental são essas duas categorias. “...effective demand is made up of two items – investment-expenditure determined in the manner just explained and consumption-expenditure” (Keynes, 1937b, p. 219).

Essa é, provavelmente, uma das passagens mais referenciadas da obra de Keynes porque contém em si os principais elementos do debate exposto na TG, uma espécie de resumo da teoria da demanda efetiva. Nos cabe também trazê-la à baila porque nela está a chave para o plano de atuação do setor público no longo prazo: sendo o investimento a causa principal da dinâmica econômica, os agentes econômicos propensos à segurança da liquidez em um ambiente incerto, e o Estado representante dos anseios da sociedade e a instituição mais perene do capitalismo<sup>99</sup>, é consequência da *rationale* da perspectiva da demanda efetiva que caiba ao setor público, um agente econômico singular, a condução dos níveis agregados dessa variável ao longo do tempo. Para Keynes (1936;1937b), o objetivo primário da política macroeconômica é a estabilização do investimento (Kregel, 1985, p. 33), de modo que, nos seus escritos sobre políticas de promoção e manutenção do emprego para o pós-guerra, o autor deixa explícito que esse papel é do setor público:

“If two-thirds or three-quarters of total investment is carried out or can be influenced by public or semi-public bodies, a long-term programme of a stable character should be capable of reducing the potential range of fluctuation to much narrower limits than formerly, when a smaller volume of investment was under public control and when even this part tended to follow, rather than correct, fluctuations of investment in the strictly private sector of the economy” (Keynes, 1980, p. 322).

A despeito de alguma escala específica para os investimentos que podem compor o programa de longo prazo, que variarão de acordo com as características locais de onde serão implementados, e filtrando o fato de que o autor está trabalhando com um horizonte de recuperação econômica específico, a proposta é válida, com os devidos ajustes de escopo e escala, portanto, para qualquer economia em qualquer tempo, e se compõe de basicamente três argumentos estruturantes.

O primeiro é o de não deixar a variável econômica chave totalmente à *mercê* da lógica da iniciativa privada, uma vez que “because of this dynamic, unstable, irrational setting, capital investment is not made on the basis of general social advantage” (Dillard, 1988, p. 57). Assim, ao contrário do comportamento esperado por parte do setor privado, Keynes (1936; 1980), assim como Kalecki (1944), acredita que o Estado deve agir em prol do benefício social, em prazos (e consequentemente riscos) superiores aos que o mercado aceita correr:

“I expect to see the State, which is in a position to calculate the marginal efficiency of capital-goods *on long views* and on the basis of *the general social advantage*, taking an ever greater responsibility for directly organizing investment” (Keynes, 1973[1936], p.164, ênfases adicionadas).

---

<sup>99</sup> Mais à frente, na exposição, mostraremos que não é só por conta de sua perenidade na economia que cabe ao Estado esse papel. O setor público é o único agente que possui o controle sobre instrumentos-chave da dinâmica econômica.

Para o autor, o fato de o Estado se responsabilizar pela organização do investimento diretamente não significa, tampouco, implantar um controle central *à la* experiência das economias socialistas de seu tempo<sup>100</sup>. Em sua proposta de *socialização dos investimentos*<sup>101</sup> a atuação do Estado é concebida por meio de uma combinação de entidades que, atualmente, podemos classificar entre empresas públicas, de economia mista, de parcerias público-privadas (PPPs) ou de qualquer outra forma de interação entre o setor público e o privado<sup>102</sup>, que consiga mobilizar recursos para garantir um patamar de investimentos naqueles empreendimentos que tradicionalmente não despertam interesse econômico da iniciativa privada ou que complementem o empreendimento privado em volume de geração de emprego<sup>103</sup>.

“It is true that many big undertakings, particularly public utility enterprises and other business requiring a large fixed capital, still need to be semi-socialised” (Keynes, 1972, p. 290).

Seja por conta do volume necessário de recursos a serem mobilizados, pelo prazo de maturação longo frente ao retorno esperado, ou ainda por serem áreas tipicamente de responsabilidade do Estado em sua natureza constituinte, estão na gama dos investimentos a serem socializados desde os empreendimentos em infraestrutura, na educação ou em pesquisa, desenvolvimento e inovação, que podem ocorrer por meio de órgãos “semipúblicos” ou “semiautônomos”, até aqueles em que apenas o governo pode atuar, como no caso da seguridade social, da segurança pública, das agências reguladoras ou mesmo no caso de órgãos da administração pública central, como o banco central (Keynes, 1972).

O segundo argumento se refere à manutenção do nível de eficiência dos empreendimentos ou dos serviços prestados pelo programa de investimento. No caso da implantação de órgãos centrais de controle, que operariam direta ou indiretamente dentro do aparelho de Estado, Keynes (1980) defende que suas ações devem ser guiadas pelo benefício público, em detrimento das

---

<sup>100</sup> Para além da organização do investimento agregado, “...no obvious case is made out for a system of State Socialism which would embrace most of the economic life of the community. It is not the ownership of the instruments of production which it is important for the State to assume. If the State is able to determine the aggregate amount of resources devoted to augmenting the instruments and the basic rate of reward to those who own them, it will have accomplished all that is necessary” (Keynes, 1973[1936], p. 378).

<sup>101</sup> Outra passagem que está entre as mais citadas de Keynes é justamente a da apresentação do termo: “I conceive, therefore, that a somewhat comprehensive socialisation of investment will prove the only means of securing an approximation to full employment; though this need not exclude all manner of compromises and of devices by which public authority will co-operate with private initiative” (Keynes, 1973[1936], p. 378).

<sup>102</sup> Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, os FIDC, são um exemplo nesse sentido.

<sup>103</sup> “When 9,000,000 men are employed out of 10,000,000 willing and able to work, there is no evidence that the labour of these 9,000,000 men is misdirected. The complaint against the present system is not that these 9,000,000 men ought to be employed on different tasks, but that tasks should be available for the remaining 1,000,000 men. *It is in determining the volume, not the direction, of actual employment that the existing system has broken down*” (Keynes, 1973[1936] p. 379, ênfases adicionadas).

eventuais vantagens associadas ao interesse privado, mas sem perder a eficiência do empreendimento (Kregel, 1985). De acordo com o autor:

“The more socialised we become, the more important it is to associate as closely as possible the cost of particular services with the sources out of which they are provided even when a grant-in-aid is also required from general taxes. This is the only way by which to preserve sound accounting, to measure efficiency, to maintain economy and to keep the public properly aware of what things cost” (Keynes, 1980, p. 224-225).

Complementando os dois anteriores, o terceiro argumento em favor do programa de longo prazo se refere à necessidade de expandir o nível de riqueza material da sociedade e, nesse caso, se estabelece a ligação também para o aumento do consumo agregado. Para Keynes (1936), apenas com as ações que garantam a gênese de novos empreendimentos ou a complementação dos níveis de investimento agregado já existentes, o Estado consegue estabelecer os parâmetros gerais para uma remuneração justa da atividade produtiva, retirando dos investidores “*functionless*” a prerrogativa do rendimento extra, o “bônus” que lhes é garantido devido à escassez do capital<sup>104</sup>. Se o Estado assim o fizer, então “it will have accomplished all that is necessary” (Keynes, 1973[1936], p. 378) – e não só em termos de emprego e renda, mas também em termos de bem estar material e social, algo bastante presente como pano de fundo das propostas do autor nos trabalhos aqui referenciados<sup>105</sup>.

Keynes (1936; 1972; 1980) também se preocupa com o prazo necessário para a implantação do programa de socialização dos investimentos, que deve respeitar as características de onde serão executados de modo a serem introduzidos gradualmente, e não por meio de uma ruptura estrutural<sup>106</sup>. Por isso a necessidade de órgãos centrais de controle, que também teriam como atribuição a capacidade de discernir os empreendimentos “tecnicamente sociais”, ou seja, aqueles em que as decisões de investir “are made by *no one* if the State does not make them” (Keynes, 1972, p. 291, ênfases no original) e deixar os empreendimentos “tecnicamente individuais” a cargo da iniciativa privada, porque respondem estritamente à lógica do mercado. Apenas uma orientação centralizada e

---

<sup>104</sup> “Thus, Keynes clearly believed that the socialisation process involved only the elimination of the ‘motives of private advantage’ in the interest of public benefit, not the elimination of economic efficiency” (Kregel, 1985, p. 37-38).

<sup>105</sup> “The real problem is to use our productive powers to secure the greatest human welfare. Let us start then with the human welfare, and consider what is most needed to increase it. The needs will change from time to time... Let us think in terms of organising and directing our productive resources, so as to meet these changing needs; and we shall be less likely to waste them.” (Keynes, 1980, p. 324-325; citando Sir H. Henderson – referência desconhecida).

<sup>106</sup> “...those in charge must then concentrate on the vital task of central management, the pace at which the programme is put into operation, neither so slow as to cause unemployment nor so rapid as to cause inflation” (Keynes, 1980, p. 268).

com o objetivo de beneficiar a sociedade como um todo<sup>107</sup>, no longo prazo, é capaz de indicar como a economia pode ficar livre para realizar todo o seu potencial de criação de riqueza tendo como objetivo final o alcance do pleno emprego dos fatores e o bem estar social.

Em algumas passagens, Keynes (1980) trabalha com um horizonte temporal hipotético de duas décadas para o programa de longo prazo, usando como exemplo os planos de construção civil para aumentar o nível de riqueza material em todo o Reino Unido:

Why should we not set aside, let us say, £50 millions a year for the next twenty years to add in every substantial city of the realm the dignity of an ancient university or a European capital to our local schools and their surroundings, to our local government and its offices, and above all perhaps, to provide a local centre of refreshment and entertainment with an ample theatre, a concert hall, a dance hall, a gallery, a British restaurant, canteens, cafes and so forth. Assuredly we can afford this and much more. Anything we can actually *do* we can afford. Once done, it is *there*. Nothing can take it from us” (Keynes, 1980, p. 270, ênfases no original).

Assim como o escopo e a escala, o prazo mencionado é apenas um parâmetro que varia de acordo com a economia em questão. Como partia do pressuposto da “eutanasia do rentista”, sua ideia original era que, apenas após um período significativo e de consistentes aportes nos programas de investimento, com a mobilização do Estado por meio dos órgãos públicos e/ou semiautônomos, a socialização se daria por completo e os formuladores de políticas teriam que se preocupar com outras questões macroeconômicas. Em uma leitura restrita, esse seria o último estágio do programa, de modo que só a partir do estabelecimento de um patamar significativo de investimentos estruturantes é que seriam necessários esforços para criar mecanismos de incentivo ao consumo (aumentar a propensão média da sociedade a consumir a partir da renda).

Contudo, na perspectiva do tempo econômico que aqui defendemos, e tendo em vista nossas considerações sobre o equilíbrio de pleno emprego de longo prazo, entendemos que os gastos em consumo devem ser concomitantes aos investimentos, sejam eles realizados diretamente pelo governo ou por ele induzidos, na medida em que forem *necessários ao* ou *decorrentes do* aumento do investimento. Nesse caso, nossa interpretação toma por base a argumentação de Kalecki (1944), para completar o argumento em favor do programa de longo prazo sob a perspectiva da macroeconomia da demanda efetiva:

---

<sup>107</sup>“... there is a growing class of investments entered upon by, or at the risk of, public authorities, which are frankly influenced in making the investment by a general presumption of there being prospective social advantages from the investment, whatever its commercial yield may prove to be within a wide range...” (Keynes, 1973[1936], p.164).

“It is frequently maintained that the spending programme should be fully devoted to public investment, and there is no objection to this view from the aspect of generating sufficient effective demand. But the gap to be covered by this government expenditure may be so large that public investment will soon become entirely, or at least nearly, useless. In such a case it would be absurd to restrict the government spending programme to public investment when a higher standard of living can be achieved by devoting a part of this spending to increasing consumption” (Kalecki, 1944, p. 368).

Uma ressalva à proposição acima é que não acreditamos que o programa de investimento organizado pelo Estado tende a ser tornar “*useless*” da maneira rápida como o autor prevê. Assim como ocorre em boa parte das economias emergentes, e certamente em todas as economias subdesenvolvidas atualmente, o aumento do padrão de vida material no longo prazo depende de um aumento significativo no nível de capital acumulado socialmente<sup>108</sup>. É tarefa difícil negar que, nessas economias, há ainda muito a ser feito em termos de aumento de qualidade de vida nos seus padrões materiais mínimos. Mesmo em economias mais desenvolvidas, sempre há algum nível de bem estar social que pode ser aprimorado e, sendo assim, sempre há atividades de valor para a sociedade que requerem não apenas a atuação do Estado, mas também “the motive of money-making and the environment of private wealth-ownership for their full fruition” (Keynes, 1973[1936] p. 374).

Portanto, levando em consideração o nível de bem estar social e riqueza material que tanto Kalecki (1944) quanto Keynes (1936; 1980) colocam como objetivos a serem buscados pelo programa de longo prazo, e tendo em vista as deficiências estruturais que as economias possuem, há um prazo significativo para que os investimentos sejam maturados e os objetivos socioeconômicos alcançados<sup>109</sup>. Assim, concordamos com o fato de que “the general principle must be that social priorities should decide the nature of the government's spending programme” (Kalecki, 1944, p.368), mas defendemos que *o investimento lidere o processo*. Os gastos agregados em consumo devem ser utilizados como complementares à execução dos investimentos agregados em patamares condizentes com os níveis de emprego e renda almejados socialmente.

Além da questão do controle da variável mais propensa às flutuações, a defesa do investimento como a principal medida do programa de longo prazo, dando ao consumo um caráter secundário, ou complementar, tem pelo menos mais duas justificativas importantes na macroeconomia da demanda efetiva. A primeira se refere ao Estado assumir pra si, efetivamente, sua “unique and profound capacity for steering economic life in the interest of the common good”

---

<sup>108</sup> “It would be in the interests of the standards of life in the long run if we increased our capital quite materially” (Keynes, 1980, p. 350).

<sup>109</sup> O exemplo talvez mais usado nesse sentido seja o caso sul-coreano. Ver, por exemplo, Canuto (1994), Coutinho (1999), Lima (2017) e referências.

(Mazzucato e Skidelsky, 2020). Isso significa que, mesmo com o mercado dominando as áreas mais economicamente viáveis ou lucrativas do ponto de vista privado, a direção para onde a vida na sociedade capitalista deve fluir precisa refletir o interesse social como um todo. Apenas o investimento, com sua característica criativa e criadora, coordenado pelo Estado, consegue ser a variável norteadora desse caminho.

De fato, apesar do discurso em favor do *laissez faire*, a realidade econômica tem mostrado que os grandes “exemplos de sucesso” do capitalismo (empresas e economias) têm como base forte participação do Estado como alavanca de tal *status*. Mazzucato (2014), por exemplo, apresenta um compêndio dos casos em que o setor público é o grande ator na criação de setores lucrativos, dinâmicos e que fomentam empregos de alto valor agregado. É o *Estado Empreendedor*, nas suas palavras, ou *Empreendedor em Primeira Instância*, como Pamplona *et alli* (2015) definem, que não só coloca as condições favoráveis para as empresas privadas atuarem, mas vai além, gastando efetivamente um volume significativo de recursos para guiar “the high-risk, capital-intensive spending that is necessary for innovation – and thus for capital development itself” (Mazzucato e Skidelsky, 2020).

A internet, a biotecnologia, os smartphones e as telas de cristal líquido são algumas das inovações elencadas por Mazzucato (2014) como exemplos de que a atuação do Estado não só vai além da regulação econômica, do controle ou ajustes da demanda, da garantia do ambiente para a atuação privada, ou mesmo da “seleção de vencedores”, como deve ser orientada para esse papel empreendedor<sup>110</sup>. A grande questão, contudo, é fazer com que as recompensas dessa atuação também sejam socializadas assim como é a socialização dos riscos e, eventualmente, das perdas, do processo inovador. Como são recursos públicos investidos em empreendimentos privados, de acordo com a autora, seria justo do ponto de vista social que os retornos também fossem, pelo menos em parte, públicos. Ao olhar para o futuro, considerando a tendência mundial em favor da “Economia Verde”, a autora é precisa em sua posição:

“One of the biggest challenges for the future, in both cleantech and whatever tech follows it, will be to make sure that in building collaborative ecosystems, we do not only socialize the risks but also the rewards. It is only in this way that the innovation cycle will be sustainable over time, both economically and politically. Politically it is important for taxpayers to understand how they benefit from the massive State investments that build the foundation for future private profits. As jobs are increasingly global, rather than resisting this with nationalistic dogma, there are concrete ways for returns from State

---

<sup>110</sup> O maior exemplo nesse sentido, como a própria autora apresenta, talvez seja o do Departamento de Defesa dos EUA que, historicamente investe pesado em pesquisa, desenvolvimento e inovação com recursos do orçamento público.

investments to be captured so that the citizens who funded technological development can be sure to share in the gains” (Mazzucato, 2014, p. 169).

Nesse papel de socializar os riscos e as recompensas do programa de investimento de longo prazo, coordenado pelo Estado, a autora destaca o papel dos bancos públicos de investimento, inclusive citando nominalmente o brasileiro BNDES, mas caberia a inclusão também, no nosso entendimento, de outras instituições públicas brasileiras de pesquisa como a Embrapa e o INPE, e empresas como Petrobrás e Eletrobrás<sup>111</sup> (Lopreato, 2013).

Lembrando novamente de Pasinetti (1997; 2001), que advoga que a verdadeira relevância do princípio da demanda efetiva ocorre “when the economic systems are moving in time with a high degree of technical change and ever flowing innovations” (Pasinetti, 2001, p. 384), e tendo em vista as considerações de Mazzucato (2014), concebemos então a atuação do Estado tanto como ator direto no processo de mudanças tecnológicas quanto “compensador” dos efeitos negativos que os ganhos de produtividade decorrentes do processo exercem sobre o nível de emprego agregado (Kalecki, 1944). Ao passo que a economia se transforma, as relações entre o setor público e o privado também devem se modificar e as características específicas do programa de gastos de longo prazo (investimento e consumo) se adaptarem à nova realidade.

O segundo ponto que fundamenta a liderança do investimento no programa de longo prazo se refere às questões político-econômicas envolvidas no incentivo ao consumo, que são mais destacadas que aquelas com relação ao programa de investimento (Kalecki, 1943; Keynes, 1980). Aqui é preciso diferenciar o consumo público do privado. Podemos considerar como consumo público todo gasto que sai diretamente do orçamento da administração pública, direta ou indireta, para honrar as despesas de custeio. Como o consumo da administração pública depende do tamanho relativo do Estado e esse tamanho depende dos serviços públicos prestados à sociedade, consideramos, por ora, que o consumo público é dado num período  $t$  e que vai se modificar conforme ocorrem as mudanças estruturais na economia – o aumento do consumo público é a uma das formas, talvez a mais evidente, de entender o aumento do consumo agregado como decorrente de um plano de investimento de longo prazo coordenado pelo Estado, como proposto aqui<sup>112</sup>. Já o consumo privado é aquele realizado pelos agentes econômicos a partir da capacidade específica que cada um possui de comandar poder de compra, mesmo que essa capacidade seja decorrente de um gasto público direto, por meio de programas de transferência de renda, por exemplo. Assim, podemos tratar do incentivo público ao

---

<sup>111</sup> Como trataremos no próximo capítulo.

<sup>112</sup> O investimento em educação, como o ocorrido durante a expansão do ensino superior no Brasil (Oliveira, 2019), é um exemplo evidente nesse sentido porque se traduz na contratação de mão de obra e na necessidade de custeio ao longo do tempo.

consumo privado e separar a discussão orçamentária, do financiamento dos programas públicos, que deixamos para a próxima seção.

Basicamente, então, para fomentar o consumo privado, o governo teria que modificar a carga tributária e/ou a taxa de juros de referência da economia, na intenção de elevar a propensão média a consumir da sociedade a partir das alterações nas propensões marginais relativas entre os estratos de renda (Keynes, 1936; Kalecki, 1944). Sabemos que, ao utilizar uma ou as duas variáveis para esse fim, o governo estaria aumentando a renda disponível agregada e/ou a percepção relativa de riqueza da sociedade. Se a elevação de ambas for generalizada, ou seja, de modo que todos os estratos de renda comandem poder de compra maior que antes das medidas, pode ocorrer uma pressão inflacionária, por motivos de demanda. Isso ocorre no caso de não haver um patamar prévio de capital instalado necessário ao atendimento do acréscimo de demanda, ou no caso de os investimentos não serem executados nas áreas de bens e serviços demandadas pelo menos simultaneamente aos incentivos de aumento ao consumo<sup>113</sup>. O aumento do nível de investimento (maior utilização ou ampliação da capacidade instalada) senão ocorrer previamente, deve ser ao menos simultâneo ao do consumo.

Entretanto, se o aumento do poder de compra for no agregado da economia, mas por conta de um arranjo entre a alteração da renda disponível e/ou da percepção de riqueza que permita a elevação do volume de consumo daqueles estratos de renda que possuem maior propensão marginal a consumir, além das pressões inflacionárias mencionadas no parágrafo anterior, há um conflito distributivo a ser enfrentado porque, de alguma forma, o governo está onerando relativamente mais os estratos com menor propensão a consumir em benefício dos estratos em que essa propensão é maior<sup>114</sup>.

Essa pode ser uma decisão política de um Estado que atua de maneira ativa pensando no bem estar de longo prazo da sociedade, da mesma forma que um programa de investimentos se configura. Em decorrência dessa decisão, o governo também está escolhendo o enfrentamento de pelo menos duas outras questões imediatas. A primeira, também política, uma vez que terá de lidar com os interesses dos estratos mais ricos da sociedade que, por conta do poder econômico que possuem, têm maior influência na determinação das políticas. A segunda, de natureza político-

---

<sup>113</sup> Tcherneva (2011b, 2012a, 2013) talvez seja quem mais atente para esse fato a partir de uma perspectiva distributiva da demanda efetiva. Para a autora, as políticas tidas como keynesianas, ao ajustarem a demanda agregada e não aturem para aumentar o ponto de demanda efetiva, podem apenas intensificar a concentração de renda e não fornecer qualquer emprego adicional na economia.

<sup>114</sup> Keynes (1936), apesar de argumentar em favor do estímulo aos estratos com propensão marginal a consumir mais altos, não trata da questão distributiva em aberto, ou de maneira detalhada, o que pode ser justificado pelo objetivo principal da obra não ter sido este (Kregel, 2008).

econômica, mais evidente no caso de uma tributação diferenciada, que privilegie os estratos com menores rendimentos. No nível individual, ao perceberem uma redução relativa dos rendimentos esperados, os agentes econômicos dos estratos mais ricos podem reavaliar suas expectativas e alterar suas decisões de aplicação de capital, reduzindo as parcelas de recursos alocadas em atividades em que os rendimentos esperados sofrerão relativamente maior tributação. Por um lado, se a tributação relativa mais alta incidir sobre os rendimentos apropriados a partir da atividade produtiva, pode haver uma queda no nível de destinação de recursos privados para esse fim. Por outro lado, se o governo utilizar desse dispositivo para tributar relativamente mais os rendimentos das atividades que não geram processo produtivo, pode haver tanto o resultado oposto, ou seja, investimentos em atividades produtivas, quanto o entesouramento. No primeiro caso,

“Income taxes, especially when they discriminate against ‘unearned’ income, taxes on capital profits, death duties and the like are as relevant as the rate of interest; whilst the range of possible changes in fiscal policy may be greater in expectation at least, than for the rate of interest itself. If fiscal policy is used as a deliberate instrument for the more equal distribution of incomes, its effect in increasing the propensity to consume is, of course all the greater. (Keynes, 1973[1936], pp. 94-95)

Já no segundo caso, o entesouramento resulta em acúmulo de poupança, sem benefícios em termos de demanda. Assim, além de enfrentar as questões distributivas apresentadas, o incentivo ao consumo coloca para o governo a incerteza de que o poder de compra novo gerado se transformará ou não efetivamente em consumo privado. O governo pode liberar os recursos privados por meio de desonerações ou incentivos ao gasto e o resultado ser simplesmente o entesouramento, sem qualquer impacto efetivo em termos de aumento do consumo, se a preferência pela liquidez, por quaisquer justificativas que se coloquem, seja maior que o gasto que, por ventura, estivesse reprimido.

Neste aspecto, o argumento é exatamente o mesmo para o caso do incentivo público ao investimento privado estrito: as condições mais favoráveis para a aplicação do capital na atividade produtiva, criadas pelo governo, podem ser simplesmente apropriadas na forma de ativos líquidos, sem qualquer impacto no aumento do emprego e da renda. O resultado líquido de medidas nesse sentido dependerá, então, do peso relativo da participação privada no investimento agregado: quanto maior a parcela do investimento controlado direta ou indiretamente pelos órgãos públicos e semipúblicos, menor tende a ser a incerteza com relação aos resultados das políticas de fomento ao gasto.

Os argumentos levantados até o momento, portanto, justificam (i) a preferência pelo investimento como principal medida do programa de gastos de longo prazo, (ii) o consumo como subsidiário ao programa de investimentos e (iii) a forte participação estatal no controle da variável

dinâmica. Com o plano de socialização, em que o setor público controla direta ou indiretamente uma parcela significativa do total dos investimentos,<sup>115</sup> o Estado não só atua no estado geral de expectativas, mas também age para que, junto com o setor privado, de maneira atemporal, determine o ponto de demanda efetiva nos níveis socialmente desejados:

“It seems to be agreed to-day that the maintenance of a satisfactory level of employment depends on keeping total expenditure (consumption *plus* investment) at the optimum figure, namely that which generates a volume of incomes corresponding to what is earned by all sections of the community when employment is at the desired level” (Keynes, 1980, p.320-321, ênfases no original).

O que vai justamente na linha do que propomos como *princípio* da demanda efetiva na seção anterior. Decorre das proposições acima que apenas a experiência com a implantação de um programa de gastos agregados de maneira atemporal, coordenado pelo Estado, permite adequar o tipo e a velocidade das medidas a serem tomadas para, eventualmente, se necessário ou requerido socialmente, haver alguma flexibilização do controle<sup>116</sup>.

## 2.2.2 – O Financiamento e o Curto Prazo

Um leitor menos versado na tradição da demanda efetiva, ao se deparar com a proposta de um plano de gastos de longo prazo certamente se indaga sobre como o governo financia as medidas. O questionamento é relativamente natural inclusive aos mais versados, mas que têm algum tipo de “fiscalismo” incutido no pensamento com relação à atuação do setor público na economia. Esse fiscalismo está sujeito a inúmeras definições, mas aqui entendemos que se trata de uma visão estritamente contábil das contas públicas, que defende seu controle visando a um equilíbrio entre receitas e despesas durante um período previamente determinado. É alegado, nessa visão, que o controle tem o objetivo de eliminar a desigualdade, se negativa, de modo a não aumentar o nível de endividamento público e evitar que a dívida se torne “insustentável” ou insolvente. Essa visão tem um amplo alcance e uma miríade de defensores que variam desde os teóricos acadêmicos, como no caso do NCM, detalhado no primeiro capítulo, passa pelos formuladores de políticas, que se empenham em estabelecer regras e metas para o desempenho orçamentário, como no Brasil, e atinge o “senso

---

<sup>115</sup> Keynes (1980, p. 353) menciona que o programa de investimento de longo prazo tenderia a ser entre 7 e 20% da renda nacional.

<sup>116</sup> De acordo com Keynes (1973[1936], p. 377) “...we must recognise that only experience can show how far the common will, embodied in the policy of the State, ought to be directed to increasing and supplementing the inducement to invest; and how far it is safe to stimulate the average propensity to consume...”. Ainda segundo o autor, “the immediate task is the establishment and the adjustment of a double system of control and of sensitive, flexible means for gradually relaxing these controls in the light of day-by-day experience” (Keynes 1980, p. 324).

comum” em sentido amplo, principalmente por conta da facilidade com que os argumentos de similaridade entre o orçamento público e o doméstico são divulgados ao público em geral.

Ao contrário desse entendimento restrito, e para continuar apresentando elementos para uma visão alternativa ao modelo de política do NCM, destacamos os argumentos da tradição da macroeconomia da demanda efetiva que não se prendem a esse fiscalismo estrito senso. Como nossa proposta é oposta ao que se prega como a política fiscal correntemente executada em boa parte das economias relevantes do mundo, também precisamos estar abertos a um olhar singular, e antagônico ao do *mainstream* quanto aos seus objetivos, sobre as contas públicas.

Antes de passar aos argumentos, contudo, resta apenas afirmar que, ao tratar do financiamento do programa de longo prazo, levamos em consideração apenas da parcela que cabe ao setor público por meio da sua execução orçamentária. O motivo é que, dentro do programa, existem empresas públicas não dependentes ou parcerias com o setor privado que têm processos próprios de financiamento que independem do orçamento público. A lógica do mercado se aplica a essas instituições, tal qual se aplica à iniciativa privada, e analisar esses casos levaria a discussão a um campo de fuge do nosso escopo. Portanto, para tratar do financiamento de medidas que dependam, pelo menos em parte, da execução orçamentária do governo, recorreremos a dois caminhos que, na falta de melhores termos, chamaremos de estrutural e conjuntural. Mesmo que habitualmente (e corretamente) estejamos acostumados a relacionar o longo prazo à estrutura e o curto prazo à conjuntura, em alguns momentos as questões de curto e longo prazo se intercalam, como é próprio do tempo econômico da demanda efetiva.

Feitas essas considerações iniciais, acreditamos que a forma mais simples de iniciar a discussão seja a partir da retomada da proposta de Keynes (1980) que, durante os debates com James Meade, Richard Hopkins e outros interlocutores a respeito da política orçamentária do Reino Unido, sugeriu que o orçamento público fosse tratado, na forma, assim como o de uma empresa privada (Kregel, 1994-1995), separando o orçamento corrente, ou ordinário, do orçamento de capital<sup>117</sup>. Mas, ao contrário do orçamento de uma empresa privada, o *orçamento público corrente* espelha o *tamanho corrente do setor público*, representando todas as escolhas políticas já tomadas sobre as questões socioeconômicas relacionadas à presença do Estado na economia. Já o *orçamento de capital*, por sua vez, reflete as *escolhas para o futuro do Estado*, demonstrando o caminho que o governo corrente pretende seguir para lidar com as questões socioeconômicas que a sociedade a qual representa terá pela frente: com mais, menos ou mesma presença do setor público na economia. Nada mais coerente

---

<sup>117</sup> Vale ressaltar aqui que o tratamento como do orçamento público como o de uma empresa privada é apenas na forma, para não confundir com a lógica que assemelha, de maneira completamente equivocada, o orçamento público ao doméstico, o que destacaremos mais à frente.

então que um programa de gastos de longo prazo, liderados pelo investimento, que se destine a buscar os níveis de emprego e renda socialmente desejados, esteja representado no orçamento de capital:

*“A capital budget, in the sense in which I understand it, means a regular survey and analysis of the relationship between sources of savings and different types of investment and a balance sheet showing how they have been brought into equality for the past year, and a forecast of the same for the year to come (...) It would give an annual opportunity for examining whether the state of demand during the ensuing year looked like being adequate to maintain employment and national income at the desirable level and for the Government to explain to Parliament what steps it had in view to remedy a prospective disequilibrium in either direction. Such a procedure as this might give greatly increased confidence to the public that the maintenance of employment and national income was now an avowed and deliberate aim of financial and economic policy”* (Keynes, 1980, p. 369, ênfases adicionadas).

Enquanto o orçamento corrente basicamente responde à estrutura tributária em vigência, o orçamento de capital pode ser composto dos eventuais superávits do orçamento corrente, dos superávits de fundos extraorçamentários<sup>118</sup> e especiais, além dos empréstimos (operações de crédito) líquidos tomados do público em geral ou de outras formas que disponibilizem poder de gasto ao setor público.

Geralmente a discussão sobre os dois orçamentos de Keynes (1980) está intimamente relacionada aos motivos originários que levaram o autor (e James Meade) à proposta: financiar ou não as ações do Estado na economia por meio de um déficit público e/ou especificar a natureza desse déficit (Kregel, 1985; Carvalho, 2008; Pimentel, 2018). Assim, os argumentos que costumam ser levantados retomam as ponderações de Keynes (1980) a respeito de qual momento do ciclo e/ou por quais motivos o governo incorreria ou não em déficit para atuar ativamente na economia<sup>119</sup>.

A apresentação do autor, contudo, se baseia mais fortemente na defesa da prevenção das oscilações econômicas através do programa socialização dos investimentos do que efetivamente sobre o resultado fiscal. A discussão do déficit público, portanto, vem como consequência das ações tomadas pelo governo no plano estrutural. A linha de raciocínio é a de que, ao manter o nível de emprego estável nos patamares desejados no longo prazo<sup>120</sup>, a estabilidade macroeconômica ocorre por

---

<sup>118</sup> “We need to extend, rather than curtail, the theory and practice of extra-budgetary funds for state operated or supported functions. Whether it is the transport system, the Electricity Board, War Damage or Social Security” (Keynes, 1980, p 224).

<sup>119</sup> Vamos usar dessa estrutura de apresentação como base para a exposição dos nossos argumentos.

<sup>120</sup> “Emphasis should be placed primarily on measures to maintain a steady level of employment and thus to prevent fluctuations” (Keynes, 1980, p. 323)

consequência, justamente porque o Estado está atuando para deixar sob controle a variável *causa causans* das oscilações do nível de atividade.

“It could be explained that long-term stability of employment may largely depend on having a stable long-term investment programme...” (Keynes, 1980, p.356).

Boa parte então dos argumentos de Keynes, que se entendem por inúmeras cartas e comentários sobre os diversos memorandos e planos de governo que circulavam entre os notáveis que aconselhavam o tesouro britânico no início dos anos 1940, se referem a evitar que o ciclo econômico entre na sua fase descendente, enfatizando a necessidade do plano de gastos de longo prazo e seu papel na manutenção do emprego.

Em tempos de estabilidade com crescimento econômico, o financiamento do longo prazo não seria um grande problema em si, justamente porque, além dos próprios investimentos “at least partially, if not wholly, pay for itself” (Keynes, 1980, p. 319-320), a dinâmica econômica garantiria os superávits do orçamento corrente necessários para manter o programa de longo prazo e continuar e reproduzir a mesma dinâmica.

Neste caso, a questão principal é o constante acompanhamento do plano de gasto de longo prazo tanto para eventualmente revisar os empreendimentos frente aos seus resultados, quanto para atuar de maneira prospectiva, antecipando as necessidades sociais, em simbiose com as ações tomadas pelo setor privado<sup>121</sup> – Keynes (1980) inclusive sugere um órgão público dedicado não só ao acompanhamento dos planos públicos, mas também dos planos de investimento do setor privado<sup>122</sup>.

“As one of the principal purposes of the Public Capital Budget will be to balance and stabilise the Investment Budget for the national economy as a whole, the need for current up-to-date information about net investment in the private sector, with a separate division for changes in stocks, is a necessary corollary of or (if you prefer) prolegomenon to the above” (Keynes, 1980, p. 409).

---

<sup>121</sup> It is an integral part of the Government's full employment policy, as I understand it, that some authority will exist (the Treasury I hope) charged with the duty of examining and reporting on the state of the Public Capital Budget as a whole, not merely after the event but also prospectively. At one time I had conceived that this should be the task of a semi-independent statutory authority to be called the National Investment Board” (Keynes, 1980, p 408).

<sup>122</sup> “I suggest that the continuous current collection both of the statistics of current performance and of prospective plans by the private sector should be entrusted to the Ministry of Trade and Production (if that is to be its name), which would be charged with the duty of passing on absolutely up-to-date information to the Capital Budget division of the Treasury” (Keynes, 1980, p. 409).

A questão ganha contornos ainda mais marcantes quando a economia passar pelos movimentos cíclicos, por oscilações de curto prazo, principalmente nos períodos de queda da atividade econômica, com consequências negativas para o emprego e a renda nacional. Aqui a visão do plano de gastos de longo prazo, na nossa concepção, ganha ainda mais importância porque sua característica estrutural também reflete a capacidade do Estado atuar na conjuntura. Nos períodos de dificuldades e incertezas, em que o setor privado se recusa a gastar e a preferência pela segurança da liquidez é alta, o setor público deve agir como compensador, primeiramente por meio do orçamento de capital<sup>123</sup> e, se a execução das medidas previstas for insuficiente, o governo deve usar todos os instrumentos que tiver à sua disposição para conter a queda do emprego e do nível de atividade, mesmo que as ações resultem em déficits orçamentários:

“...if, for one reason or another, the volume of planned investment fails to produce equilibrium, the lack of balance would be met by unbalancing one way or the other the current Budget. Admittedly this would be a last resort, only to come into play if the machinery of capital budgetting had broken down” (Keynes, 1980, p. 352).

Esse déficit é interpretado, portanto, como o resultado da falha do programa de longo prazo em atingir os seus objetivos de estabilidade econômica. Contudo, a alternativa aos gastos públicos diretos na baixa do ciclo econômico, seria o incentivo ao gasto privado, que Keynes (1936; 1940) não julgava viável nessa fase do ciclo, porque as considerações políticas e os resultados incertos que mencionamos na seção anterior são exacerbados. A experiência recente, da crise de 2008, nos mostrou também que os incentivos públicos ao gasto privado, como as medidas de “*quantitative easing*”, acabaram se transformando em poupança privada, principalmente por conta da recomposição dos portfólios dos agentes privados (Tcherneva, 2008; Santos, 2011; Mazzucato e Skidelsky, 2020).

A partir desse momento, de modo geral, a linha de raciocínio dos trabalhos que seguem a trajetória de apresentar a argumentação de Keynes (1980) sobre as propostas de política orçamentária é mostrar, dentre outros aspectos, que o autor não era de todo avesso ao déficit público e que, sendo assim, não via motivos para defender algum tipo contração fiscal como meio de incentivar a recuperação econômica<sup>124</sup> (Pimentel, 2018). Acrescentamos a esses esforços que, tampouco Keynes

---

<sup>123</sup> “Moreover, the very reason that capital expenditure is capable of paying for itself makes it much better budgetwise and does not involve the progressive increase of budgetary difficulties, which deficit budgetting for the sake of consumption may bring about or, at any rate, would be accused of bringing about” (Keynes, 1980, p. 320).

<sup>124</sup> Keynes (1980), assim como nós, era amigável à proposta de uma Seguridade Social financiada conforme o momento do ciclo, de modo que, as contribuições aumentassem durante o período de crescimento (inclusive em termos de majoração de alíquotas) para que, na fase descendente os benefícios funcionassem como estabilizadores automáticos em sua plenitude.

recomendaria o controle das contas públicas como um objetivo em si, como seus argumentos sugerem. Na macroeconomia da demanda efetiva, o resultado positivo no orçamento corrente e/ou o equilíbrio das contas públicas como um todo é fruto do sucesso da política de longo prazo em manter a estabilidade econômica:

“There appears to be no glimmer of a recognition that measures to stabilise the national income are *ipso facto* measures to stabilise the national budget” (Keynes, 1980, p. 366).

Aqui entra a similaridade da proposta, e mesmo afinidade, de Keynes (1980) com relação à concepção das *finanças funcionais*<sup>125</sup> de Lerner (1943), bem como o papel desta abordagem dentro do arcabouço da macroeconomia da demanda efetiva: o resultado das contas públicas apenas reflete as decisões tomadas pelo governo em determinado momento e, assim, em princípio, “there is anything especially good or bad about this result” (Lerner, 1943, p.40). Ademais, como Haavelmo (1945) nos lembra, déficit ou superávit independem do caráter da política fiscal, ou seja, o resultado fiscal positivo não está associado a uma política fiscal contractionista e o déficit, tampouco, a uma política fiscal expansionista<sup>126</sup> (Pimentel, 2018).

Neste aspecto os argumentos são muito próximos entre Keynes (1980) e Lerner (1943), o que não é surpresa pelo fato desde último ser o “profeta perfeito do primeiro” (Colander, 1984). Entretanto, o ângulo de visão sobre o objeto e as propostas que decorrem a partir da análise de cada um tem uma diferença significativa entre os dois autores. Enquanto Lerner (1978) argumenta que Keynes não leva as suas conclusões até as últimas consequências, como se diria no jargão popular, ou seja, o caso de defender não haver nenhum problema em financiar os gastos públicos por meio de déficits consecutivos por tempo indeterminado, Keynes (1980) acreditava que, apesar da impecabilidade da argumentação de Lerner (1943), a viabilização das suas propostas seria impraticável politicamente<sup>127</sup>. Como Colander (1984) argumenta, esse talvez seja o principal motivo de terem

---

<sup>125</sup> No ranking de citações de Abba Lerner, sem sombra de dúvidas, a definição das finanças funcionais é a campeã: “The central idea is that government fiscal policy, its spending and taxing, its borrowing and repayment of loans, its issue of new money and its withdrawal of money, shall all be undertaken with an eye only to the results of these actions on the economy and not to any established traditional doctrine about what is sound or unsound. This principle of judging only by effects has been applied in many other fields of human activity, where it is known as the method of science as opposed to scholasticism. The principle of judging fiscal measures by the way they work or function in the economy we may call Functional Finance” (Lerner, 1943, p. 39).

<sup>126</sup> O caso brasileiro é um exemplo ímpar a esse respeito. Durante o período de 2003 a 2015 o país apresentou resultado primário positivo e, em boa parte dele, devido ao aumento da arrecadação por conta do nível da atividade econômica, como mostramos no capítulo 4.

<sup>127</sup> “I recently read an interesting article by Lerner on deficit budgeting, in which he shows that, in fact, this does not mean an infinite increase in the national debt, since in course of time the interest on the previous debt takes the place of the new debt which would otherwise be required. (He, of course, is thinking of a chronic deficiency of purchasing power rather than an intermittent one.) His argument is impeccable. But, heaven help anyone who tries to put it across the plain man at this stage of the evolution of our ideas.” (Keynes, 1980, p.320).

atribuído a Keynes da fala “I am not Keynesian” a partir das posições de Lerner, que parece ter se atido apenas ao nível teórico, desconsiderando, portanto, dessa forma, os aspectos políticos das propostas.

Há outra diferença entre as duas abordagens, contudo, que é mais significativa para a posição que estamos tomando nesse trabalho. Enquanto as finanças funcionais estão mais intimamente relacionadas aos fatores conjunturais, de ajuste da demanda agregada, nossa proposta está na defesa da estrutura (de longo prazo) que garanta o nível adequado de demanda efetiva. No curto prazo, quando o Estado age ativamente na economia, com ou sem déficit público, de fato ele está garantindo a demanda agregada. Essa ação já é importante em si, para evitar maiores efeitos negativos sobre o emprego e a renda, ou para manter a economia operando em condições mínimas. No programa de longo prazo, por outro lado, a ação do Estado visa a influência sobre a demanda efetiva, para garantir, a partir do gasto (público e privado), os níveis de emprego e renda desejados socialmente e estabelecer um limite inferior para as oscilações de curto prazo<sup>128</sup>.

Essa diferenciação é importante porque a proposição da “economic steering wheel” de Lerner (1941), em que o Estado maneja a política fiscal e a política monetária para o ajuste fino da demanda agregada, parece ter contribuído para atribuição das políticas keynesianas apenas ao curto prazo (Colander, 1984), restringindo a abordagem mais ampla da proposta original de Keynes (1936), contida no princípio da demanda efetiva (Tcherneva, 2011b; 2012a). Na nossa visão, o ajuste da demanda agregada, característica marcante dos keynesianos ortodoxos da síntese neoclássica, é apenas uma parte do arcabouço da macroeconomia da demanda efetiva, de modo que as propostas de atuação do Estado na economia não podem se restringir ao ajuste de curto prazo e, tampouco, dispensá-los por completo. A elaboração do plano de longo prazo para a manutenção dos patamares necessários de emprego e renda deve ser o guia para a atuação do Estado de maneira atemporal, o que significa que os ajustes de curto prazo também devem estar previstos, mesmo que existam argumentos, como os de Tcherneva (2013, 2014a, 2014b), que defendam que as propostas de atuação do Estado por meio do ajuste fino da demanda agregada não captam a essência do objetivo de Keynes.

Para a autora, que retoma e divulga de maneira bastante distinta a discussão de Minsky (1986), e à qual fazem coro autores como Forstater (2002) e Mitchel (2003), apenas a promoção do emprego direto por parte do setor público, contratando toda a força de trabalho que se encontra em desemprego involuntário, é o que de fato garante a estabilidade econômica de longo prazo em sentido amplo (Tcherneva, 2012a; 2020).

---

<sup>128</sup> “...employment determination depended not on the volume of aggregate demand but on the *point of effective demand* which was very hard to stabilize and fix at full employment” (Tcherneva 2011a, p.11, enfases no original).

“Keynes specifically endorsed labor-demand targeting policies in the form of direct job creation for the unemployed that would be implemented irrespective of the phase of the business cycle. While it is well known that he often spoke of public works, they are incorrectly identified with the Keynesian ‘depression solution’ (...). Indeed, there are important theoretical reasons why public works are required even when the economy operates near maximum capacity. Re-examining the role of public works suggests that a permanent fiscal policy of direct job creation or, as Keynes referred to it, ‘on-the-spot’ employment open to all ready, willing, and able to work individuals, is the missing Keynes Plan” (Tcherneva 2012a, p. 58).

De fato, o argumento em favor do Estado como Empregador em Última Instância (ELR, em inglês) é um representante ímpar da política macroeconômica guiada pelo princípio da demanda efetiva e todo o esforço para aprimorar a política, inclusive no sentido de se ater às características estruturais dos países em que elas serão aplicadas é, além de bem-vindo, extremamente necessário<sup>129</sup>. A autora inclusive apresenta alguns exemplos, entre eles o “*Plan Jefes de Hogar*”, da Argentina, que indicam que a aplicação do plano do ELR pode ser bem sucedida (Tcherneva, 2013), enquanto Jones (2013) mostra o apoio expressivo dos cidadãos estadunidenses a um eventual programa de criação de empregos públicos. Nosso adendo é apenas que esta proposta faz parte do programa de gastos de longo prazo de forma geral, como apresentamos anteriormente, e não como a principal estratégia possível, ou o único programa compatível com a perspectiva da macroeconomia da demanda efetiva, que nos parece ser a defesa dessa vertente de pensamento. Não tiramos o mérito da estratégia, sua importância ou mesmo sua necessidade, mas tampouco acreditamos que ela seja a via única do que entendemos ser a política fiscal guiada pelo princípio da demanda efetiva.

O mesmo tipo de argumentação que fazemos para o caso do ERL vale para as propostas que vão na mesma linha da defesa do *Big Government* e do Emprestador em Última Instância de Minsky (1986). Note que, de acordo com o próprio autor, as ações do Estado em ambos os casos estão restritas ao curto prazo:

“Whereas Big Government stabilizes output, employment, and profits by its deficits, the lender of last resort stabilizes asset values and financial markets... Whereas Big Government operates on aggregate demand, sectoral surpluses, and increments of government liabilities in portfolios, the lender of last resort works on the value of the inherited structure of assets and the refinancing available for various portfolios. Both sets of stabilizing efforts are necessary to contain and reverse an income decline associated with financial trauma...” (Minsky, 1986, p. 43).

---

<sup>129</sup> Nesse caso destacamos, além dos trabalhos de Tcherneva, cujos argumentos são compilados no seu livro recente (Tcherneva, 2020), Forstater (2002), Mitchel (2003), Wray et. Ali (2018), Fullwiler (2013) Landwehr (2020), Haim (2021) entre tantas outras referências neles contidas.

São medidas de curto prazo, possíveis de serem implementadas justamente por conta da estrutura estabelecida no longo prazo e porque, como estamos apresentando, o Estado é um agente único no sistema econômico. Dentre as características que definem sua singularidade, por fim, mas não menos importante, o fato de Estados soberanos serem gestores da sua própria moeda ou, o que é o mesmo, da moeda ser uma criatura do Estado soberano (Lerner, 1947), permite a potencialização do programa de longo prazo que defendemos.

De fato, tanto a abordagem do ELR quanto a da moeda como criatura do estado têm ganhado proeminência dentro da perspectiva da demanda efetiva, por conta do debate pós keynesiano da vertente da Modern Money Theory (MMT). Também conhecida como Neochartalismo, é uma proposta teórica que sintetiza, basicamente, as ideias da teoria estatal da moeda (Knapp, 1924) e da moeda de crédito (Innes, 1914), as propostas das finanças funcionais de Lerner (1943), as visões de Minsky (1986) sobre o sistema bancário e o papel o Estado e a abordagem dos três balanços setoriais (governo, setor privado interno e setor externo) de Godley e Fetherston (1978) e Godley e Cripps (1983).

O argumento principal é que, como o Estado possui mecanismos que possibilitam o curso forçado de sua moeda na economia, o governo nunca está restringindo em termos de financiamento interno – pois pode tributar, emitir dívida e emitir moeda se necessário, o que não é verdade para o caso dos agentes privados. Por ser o emissor da moeda da economia, os defensores da MMT argumentam que o Estado consegue então criar emprego sem gerar o processo inflacionário e/ou o aumento na taxa de juros. Na realidade, a determinação da taxa de juros, de maneira exógena, pelo BC, além de contradizer toda a teoria dos fundos emprestáveis e da taxa de juros natural da perspectiva neoclássica<sup>130</sup>, é uma forte aliada do programa de longo prazo se os seus movimentos influenciarem a taxa de juros de longo prazo.

Outro ponto importante da argumentação é que o uso da identidade contábil com os três balanços setoriais demonstra que o setor privado doméstico só pode acumular ativos (financeiros) se o setor público incorrer em déficits ou se o país tiver um superávit em conta corrente. Como o passivo

---

<sup>130</sup> Na argumentação convencional, os déficits do governo levam a inflação descontrolada e ao aumento na taxa de juros de referência da economia, como apresentamos no capítulo 1. O argumento do MMT é justamente o contrário, de que os déficits públicos tendem a reduzir a taxa de juros (do *overnight*, para ser mais preciso), justamente por conta do excesso de reservas que se configura no mercado interbancário (Wray, 2012). Quando o governo credita reservas no sistema bancário (ou seja, quando ele gasta, na visão do MMT), há uma pressão para a queda das taxas de juros, na medida em que exista excesso de liquidez interbancária. Os bancos passam a oferecer as reservas no mercado a taxas de juros que podem ser menores que a taxa de referência estabelecida pelo BC (*overnight*), pressionando a baixa dessa. O que faz isso não ocorrer, na prática é a atuação do BC em um regime de metas de inflação, como no Brasil: toda vez que a taxa de juros do *overnight* sai da sua meta, o BC intervém, vendendo títulos públicos. Isso elimina o excesso de reservas e a pressão pela redução das taxas de juros.

do setor público é, por identidade, um ativo de um ou dos dois demais setores da economia, o déficit público não é necessariamente um problema na economia como um todo. Se o setor público está em déficit é porque o setor privado está em superávit, em uma contabilidade nacional simples. O déficit público só se torna um problema quando financiado em moeda externa, justamente pelo fato de o país não emitir o parâmetro de denominação de seus passivos. A ideia básica aqui é a de que, em tese, um país soberano, que se financia em contratos denominados na moeda que emite, não incorre em *default* de dívida pública justamente porque emite o que é o ativo que será utilizado para saldar as obrigações com o setor público (Wray, 2004).

A MMT despertou inúmeros debates, com críticas amigáveis (Lavoie, 2011; Febrero, 2009) ou não (Palley, 2014; 2015), que têm contribuído para a defesa de uma participação mais ativa do Estado na economia, que contradiz frontalmente com a visão de política macroeconômica do pensamento dominante<sup>131</sup>. No aspecto menos abstrato, a abordagem tem provocado o aumento da investigação e a produção de conhecimento sobre as relações entre o Banco Central e o Tesouro Nacional e suas características específicas em países distintos (Lavoie, 2011; Viana, 2018; Bassi, 2021); sobre as especificidades que a aplicação das medidas de política econômica, defendidas pela vertente têm sobre uma economia soberana, mas em posição periférica no Sistema Monetário Internacional (De Conti et alli, 2014; Vergnani e De Conti, 2017); sobre o limite da taxa de juros do mercado interbancário (Bastos et alli, 2020) e, ainda, as sobre as limitações políticas para a implementação de fato das propostas (Carneiro, 2021).

O destaque às propostas da MMT, sem desmerecimento das demais vertentes que, no nosso entendimento, assim como no de Lavoie (2014), são inteiramente compatíveis com a tradição keynesiana, é apenas para exemplificar que elas fazem parte de um arcabouço maior, presente desde Keynes (1936). Esse arcabouço, no nosso entendimento, tem sido negligenciado ao longo do tempo, e é o que colocamos aqui como a macroeconomia da demanda efetiva, em que o Estado está:

“[...] directly involved continuously over the cycle, by putting in place structural macroeconomic programs that directly manage the labor force, pricing mechanisms, and investment projects, and constantly monitoring financial developments [...]” (Tymoigne e Wray, 2013, p. 44).

---

<sup>131</sup> “The proponents of modern monetary theory have forced post-Keynesians to dwell into the details of the clearing and settlement system, and to take into consideration the role of government in the payment system, whereas before post-Keynesians had focused almost exclusively on the relationships between commercial banks and the central bank. Modern monetary theory is thus certainly an improvement, but it must get rid of its counter-productive statements and convoluted logic based on the fictitious consolidation of government and the central bank” (Lavoie, 2011, p. 26).

Acreditamos que, apenas quando o Estado conseguir colocar em ação o plano de gastos de longo prazo que busque os níveis socialmente desejados de emprego e renda, as políticas macroeconômicas estarão guiadas pelo princípio da demanda efetiva em sua completude.

### 2.3 – Considerações finais

Esse capítulo teve como fio condutor da argumentação o caráter atemporal do princípio da demanda efetiva para defender, em nível teórico, uma presença mais ativa do Estado na economia por meio de uma política fiscal a ser conduzida também de maneira atemporal.

Partimos da distinção das três substâncias fundamentais que formam a macroeconomia da demanda efetiva, quais sejam, o ponto, o conceito e o princípio, para argumentar que, com a devida reinterpretação desses elementos, é possível resgatar a essência de longo prazo contida na tradição do pensamento econômico que se origina com Keynes e Kalecki.

O esforço se deu então em dois sentidos. Em primeiro lugar, como uma contraposição à teoria do pensamento do NCM, que rebatesse os seus argumentos desde as raízes mais profundas, da concepção da economia enquanto sistema. A determinação da renda nacional a partir do gasto, e os desdobramentos dinâmicos que essa relação desencadeia, da macroeconomia da demanda efetiva, inverte a lógica do pressuposto elementar por trás dos modelos atuais de condução de política macroeconômica, que seguem o ideário neoclássico. Em segundo lugar, o esforço se deu no sentido de apresentar os elementos de uma tese alternativa ao entendimento de que as propostas de políticas macroeconômicas advindas da tradição da demanda efetiva se encaixam apenas no curto prazo ou, ainda, nas fases de desaceleração, recessão ou depressão econômica. O tempo econômico do princípio da demanda efetiva, como o definimos nesse trabalho, permite que a proposta de Keynes seja aplicada em qualquer fase do ciclo econômico, contrariando a perspectiva de curto prazo ou a tese subconsumista atribuída a este autor.

Em concomitância a esses esforços, mas como fruto de ambos, resgatamos o papel do Estado como agente único na dinâmica econômica, capaz de garantir os objetivos socialmente desejados. A constância no sistema capitalista, a capacidade de refletir os anseios de seus representados e os instrumentos de ação que só cabem ao Estado, dentre inúmeras outras características, lhe possibilitam criar um arcabouço econômico-social necessário para manter um patamar de gastos que busquem os níveis de emprego e renda sem limitação temporal.

Além dos desafios teóricos que os elementos aqui levantados possam ter, senão despertado, pelo menos apresentado dentro da perspectiva heterodoxa, fica patente que as interpretações dentro desse espectro de análise econômica batalham também no campo político-ideológico, de visão de mundo. O front teórico e político-ideológico é amplo, mas os meios e as ferramentas para superar a visão dominante são robustos e ganham cada vez mais qualidade e coesão dentro da macroeconomia da demanda efetiva.

## Bibliografia

- ABBAGNANO, N. Dicionário de Filosofia. 5ª edição, São Paulo: Martins Fontes. 2007
- ASIMAKOPULOS, A. The Role of the Short Period: Comment on Bharadwaj. In: Kregel, J. (ed.) *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations* (London: Macmillan). 1983
- BASTOS, C.; MARTINS, N.; DWECK, E. Taxa de juros zero Impactos e limites. Grupo de Economia do Setor Público. UFRJ Rio de Janeiro. Texto para Discussão. 2020.
- BHARADWAJ, K. (1983) On Effective Demand: Certain Recent Critiques In: Kregel, J. (ed.) (1983 *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations* (London: Macmillan). 1983
- BIASOTO, G. Sustentabilidade da dívida e superávit primário: restrições fiscais e financeiras ao desenvolvimento. In: CONGRESSO DA AKB, 9, Uberlândia, 2015. Anais...
- CANUTO, Otaviano. *Brasil e Coréia do Sul: os (des)caminhos da industrialização tardia*. São Paulo: Nobel, 1994.
- CARVALHO, F. C. Economic policies for monetary economies. *Brazilian Journal of Political Economy* [online]. 1997, v. 17, n. 4, pp. 507-528. <https://doi.org/10.1590/0101-31571997-0972>.
- CHICK, V. *Macroeconomics After Keynes: A Reconsideration of the General Theory*. MIT Press Classics. MIT Press: Cambridge, US. 1983
- COLANDER, D. Effective Supply and Effective Demand, *Journal of Post Keynesian Economics*, 23:3, 375-381. 2001
- COLANDER, D. Was Keynes a Keynesian or a Lernerian? *Journal of Economic Literature* Vol. XXII (December 1984), pp. 1572-1575. 1984
- COUTINHO, L. Coréia do Sul e Brasil: paralelos, sucessos e desastres. In: FIORI, José Luís (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.
- DAVIDSON, P. *Money and the real world*. London: MacMillan, 1978.
- DAVIDSON, P. Keynes' Principle of Effective Demand versus the Bedlam of the New Keynesians. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 21, No. 4 (Summer, 1999), pp. 571-588
- DAVIDSON, P. The Principle of Effective Demand: Another View. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 23, No. 3 (Spring, 2001), pp. 391-409
- DAVIDSON, P; EUGENE SMOLENSKY, E. *Aggregate Supply and Demand Analysis*. Harper & Row, 1964
- DE CONTI, B., PRATES, D. AND PLIHON, D. (2014) "A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos". *Economia e Sociedade*, 23(2), p. 341-372.
- DE FRAJA, G. Productive efficiency in public and private firms. *Journal of Public Economics* Volume 50, Issue 1, January 1993, p. 15-30 1993
- DEQUECH, D. Asset choice, liquidity preference, and rationality under uncertainty. *Journal of Economic Issues*, Estados Unidos, v. 34, n.1, p. 159-176, 2000.
- DEQUECH, D. A determinação da produção e do emprego no período curto: uma breve apresentação pedagógica da teoria de Keynes. In: FERRARI, F. F. *Teoria Geral setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana*. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006.

- DILLARD, D. Effective Demand and the Monetary Theory of Employment. In: Barrère, A. (eds) *The Foundations of Keynesian Analysis*. Keynesian Studies. Palgrave Macmillan, London. (1988).
- EPSU (European Public Service Union). Public and Private Sector Efficiency.
- FEBRERO, E. Three difficulties with neo-chartalism. *Journal of Post Keynesian Economics*. V. 31. N. 3, p. 523-541.
- FLETCHER, G. A. *The Keynesian Revolution and its Critics*. The Macmillan Press LTD. Houndmills, Basingstoke and London. 1989.
- FULLWILER, S. T. The costs and benefits of a job guarantee: estimates from a multi-country-econometric model. In: *The job guarantee. Toward true full employment*, Murray Michael J., Mathew Forstater (eds.), 73–94. New York: Palgrave Macmillan. 2013.
- GAREGNANI, P (1978) "Notes on Consumption Investment and Effective Demand: I" *Cambridge Journal of Economics*, 2:4 (1978:Dec.) p.335-353
- GAREGNANI, P (1979) "Notes on Consumption Investment and Effective Demand: II" *Cambridge Journal of Economics*, 3:1 (1979:Mar.) p.63-82
- GAREGNANI, P. "Two routes to effective demand". In: Kregel, J (ed.). *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations* (London: Macmillan). 1983
- GODLEY, W. AND FETHERSTON, M. 1978. "New Cambridge" Macroeconomics and Global Monetarism: some issues in the conduct of U.K. monetary policy. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 9, 33-65.
- GODLEY, W. and CRIPPS, F. 1983. *Macroeconomics*, New York: Oxford University Press.
- HAAVELMO (1945). Multiplier effects of a balanced budget. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 311-318.
- HAIM, D. A Job Guarantee Proposal for Austria: Public Policy for Full Employment and the Reduction of Poverty and Inequality. Theses - Graduate Programs in Economic Theory and Policy. Levy Economics Institute of Bard College. 2021.
- HAHN, F.H. The Winter of Our Discontent. *Economica*, New Series, Vol. 40, No. 159 (Aug., 1973), pp. 322-330
- HANSEN, A. (1941). *Fiscal Policy and Business Cycles*. W.W. Norton, Incorporated, 1941
- HANSEN, A. *Monetary and Fiscal Policy*. Oxford and IBH, New Delhi, 1949.
- HOOVER, K. Is There a Place for Rational Expectations in Keynes's General Theory? In: HARCOURT, G.C.; RIACH, P. A. A 'Second Edition' of the *General Theory*, Vol. 1, Routledge, New York, USA. 1997
- INNES, A. M. The Credit Theory of Money. *The Banking Law Journal*, Vol. 31, Dec./Jan., Pages 151-168. (1914)
- JONES, J. Americans Widely Back Government Job-Creation Proposals. GallupNews. <https://news.gallup.com/poll/161438/americans-widely-back-government-job-creation-proposals.aspx>. 2013.
- KALDOR, L. The Role of Effective Demand in the Short Run and the Long Run. In: Barrère, A. (eds) *The Foundations of Keynesian Analysis*. Keynesian Studies. Palgrave Macmillan, London. (1988).
- KALECKI, M. 1932. 'The Business Cycle and Inflation In J. Osiatynski ed., *Collected Works of Michal Kalecki, Volume I*. Oxford: Clarendon Press, 1990: 147–55.
- KALECKI, M. 1933. Essay on the Business Cycle Theory. In J. Osiatynski ed., *Collected Works of Michal Kalecki, Volume I*. Oxford: Clarendon Press, 1990: 147–55.
- KALECKI, M. (1944). *Three ways to full employment. The economics of full employment*. Basil Blackwell Oxford.
- KALECKI, M. (1954) *Teoria da dinâmica econômica: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista*. São Paulo: Abril Cultural, 1983 (Os Economistas).
- KALECKI, M (1964) Why Economics is Not an Exact Science? In: OSIATYŃSKI, J. (1997). *Collected Works of Michał Kalecki, Volume II Capitalism: Economic Dynamics*.
- KEYNES, J. M. (1933) "A Monetary Theory of Production". In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. 13.

- KEYNES, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest, and Money. In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, volume VII.
- KEYNES, J. M. (1937a) "Ex post and ex ante". In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, volume. XIV.
- KEYNES, J. M. (1937b). The General Theory of Employment. The Quaternaly Journal of Economics. Volume 51, Issue 2, February 1937, Pages 209–223.
- KEYNES, J. M. (1937c) "Alternative Theories of the Rate of Interest". In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. XIV;
- KEYNES, J. M. (1951), Essays in Biography. In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1951, volume X.
- KEYNES, J. M. (1979), The General Theory and After. In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1979, volume XXIX.
- KEYNES, J. M. (1980), Activities 1940-1946 shaping the Post-War World: Employment and Commodities, In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1980, volume XXVII.
- KNAPP, G.F., [1924]1973. "The State Theory of Money," Clifton, NY: Augustus M. Kelley.
- KREGEL, J. A. 1976. Economic Methodology in the Face of Uncertainty: The Modelling Methods of Keynes and the Post-Keynesians. *The Economic Journal*, Jun., 1976, Vol. 86, No. 342 (Jun., 1976), pp. 209-225
- KREGEL, J. A. 1983. "Effective Demand: Origins and Development of the Notion," Palgrave Macmillan Books, in: J. A. Kregel (ed.). *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations*, chapter 2, pages 50-103, Palgrave Macmillan. 1983
- KREGEL, J. A. 1985. Budget Deficits, Stabilisation Policy and Liquidity Preference: Keynes's Post-War Policy Proposals. In: F. Vicarelli (ed.), *Keynes's Relevance Today*. THE MACMILLAN PRESS LTD 1985
- KREGEL, J. A. 1994-1995. The Viability of Economic Policy and the Priorities of Economic Policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 17, No. 2 (Winter, 1994-1995), pp. 261-277
- KREGEL, J. (2008) The Continuing Policy Relevance of Keynes's General Theory. In: Wray, R.; Forstater, M. (eds.). *Keynes for the Twenty-First Century: The Continuing Relevance of The General Theory*. Palgrave Macmillan
- LAVOIE, M. (2011), The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: A friendly critical look. Third International School on Keynesian Macroeconomics, Berlin, July 31-August 6, 2011.
- LANDWEHR, J. J. The Case for a Job Guarantee Policy in Germany – a political-economic analysis of the potential benefits and obstacles. Institute for International Political Economy Berlin. Working Paper, No. 150/2020
- LERNER, A. 'Functional finance and the federal debt', *Social Research*, 10, February, pp. 38-51. (1943).
- LERNER, A. (1947) Money as a Creature of the State. *The American Economic Review*, Vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1947), pp. 312-317.
- LERNER, A. 1978. "Keynesianism; Alive, If Not So Well," Fiscal responsibilities in constitutional democracy. Eds.: J. Buchanan; R. Wagner. Boston, MA: Martinus Nijhoff, 1978, pp. 59-69.
- LIMA, U. M. O debate sobre o processo de desenvolvimento econômico da Coreia do Sul: uma linha alternativa de interpretação. *Economia e Sociedade* [online]. 2017, v. 26, n. 3 [Acessado 10 novembro 2022], pp. 585-631. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n3art3>>.
- MAZZUCATO, M. *The entrepreneurial State: debunking public vs. private sector Myths*. London: Anthem Press, 2014.
- MAZZUCATO, M.; SKIDELSKY, Toward a New Fiscal Constitution. Understanding the Pandemic Stock Market. Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/onpoint/new-fiscal-constitution-job-guarantee-by-mariana-mazzucato-and-robert-skidelsky-2020-07>
- MILL, J., Commerce Defended. 1808. Disponível em <https://oll.libertyfund.org/title/mill-commerce-defended-1808>

- MINSKY, H.P.. "Stabilizing an Unstable Economy," New Haven, CT: Yale University Press. 1986
- MINSKY, H.P Hyman P. Minsky Notes on Effective Demand: Comment on Bharadwaj. In: Kregel, J. (ed.) (1983). *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations* 1983)
- MOHAN, T. T.; RAY, S. C. Comparing Performance of Public and Private Sector Banks: A Revenue Maximisation Efficiency Approach. *Economic and Political Weekly* Vol. 39, No. 12, Money, Banking and Finance (Mar. 20-26, 2004).
- NORTH, D. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- PALLEY, T. (2015) "Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: a critique of modern monetary theory", *Review of Political Economy*, 27(1), p. 1-23.
- PASINETTI, L.L. The Principle of Effective Demand. In G.C. Harcourt and P.A. Riach (eds.), *A "Second Edition" of the General Theory*, vol. 1. London and New York: Routledge, 1997, pp. 93-104.
- PASINETTI, L.L. The principle of effective demand and its importance in the long run. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 23(3): 383-390, 2001.
- PATINKIN, D 1976 *Keynes's Monetary Thought: A Study of its Development*, Durham, N.c.: Duke University Press.
- PESSALI, H.; DALTO, F. A mesoeconomia do desenvolvimento: o papel das instituições. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 20, n. 1, p.11-37, 2010.
- PIMENTEL, K. S. M. Ensaio sobre política fiscal, demanda efetiva e finanças funcionais. Tese (doutorado), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, Rio de Janeiro. 2018.
- POSSAS, M. (1986) "Para uma releitura teórica da Teoria Geral". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 16(2), agosto; republicado em Lima, G. T., Sicsú, J. (org.). *Macroeconomia do Emprego e da Renda. Keynes e o Keynesianismo*. São Paulo: Ed. Manole, 2003.
- POSSAS, M. L. Uma interpretação de pontos controversos da Teoria Geral de Keynes. *Brazilian Keynesian Review*, v. 1, p. 71 - 95, 2015.
- POSSAS, M.; BALTAR, P. E. A. Demanda efetiva e dinâmica em Kalecki. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro: IPEA, v.11, n.1, abr, 1981, p.107.
- PRYKE, R. The Comparative Performance of Public and Private Enterprise. *Fiscal Studies* Vol. 3, No. 2 (July 1982), pp. 68-81. 1982.
- REIS, J. The State and the Market: An Institutional and Relational Take. *RCCS Annual Review Issue* n. 4. 2012. <http://journals.openedition.org/rccsar/433>; DOI: 10.4000/rccsar.433.
- ROBINSON, J. *The Generalisation of the General Theory and Other Essays*. London: Macmillan. 1979.
- ROGERS, C. The General Theory: Existence of a monetary long-period unemployment equilibrium. In: HARCOURT, G.C.; RIACH, P. A. A 'Second Edition' of the General Theory, Vol. 1, Routledge, New York, USA. 1997
- SANTOS, F. A. *A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal?* Dissertação (Mestrado) - Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 2011.
- SAY, J. B. A treatise on political economy, or, The production, distribution, and consumption of wealth. AUGUSTUS M. KELLEY PUBLISHERS. 1821. Disponível em <https://socialsciences.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/say/treatise.pdf>
- SAWYER, M. (2001) Kalecki on money and finance, *European Journal of the History of Economic Thought*, 8:4, 487-508, DOI: 10.1080/09672560110079502.
- SEARLE, J. R. What is an institution. *Journal of Institutional Economics*, v. 1, n. 1, p. 1-22, 2005.
- SETTERFIELD, M. (1993). Towards a Long-Run Theory of Effective Demand: Modeling Macroeconomic Systems with Hysteresis *Journal of Post Keynesian Economics*, 15:3, 347-364.
- SETTERFIELD, M. (1999) Expectations, Path Dependence and Effective Demand: A Macroeconomic Model along Keynesian Lines, *Journal of Post Keynesian Economics*, 21:3, 479-501,
- TCHERNEVA, P. The return of fiscal policy: can the new developments in the new economic consensus be reconciled with the post-Keynesian view? *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 539, 2008.

- TCHERNEVA, P Fiscal Policy Effectiveness: Lessons from the Great Recession. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 649, January. 2011a.
- TCHERNEVA, P Fiscal Policy: Why Aggregate Demand Management Fails and What to do about It. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 650, January. (2011b).
- TCHERNEVA, P (Permanent On-The-Spot Job Creation: The Missing Keynes Plan for Full Employment and Economic Transformation. *Review of Social Economy*, v.70 (1), p. 57-80. 2012a).
- TCHERNEVA, P Reorienting Fiscal Policy after the Great Recession. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 719, May. (2012b).
- TCHERNEVA, P Reorienting Fiscal Policy: A Critical Assessment of Fiscal Fine-Tuning. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 772, August. (2013).
- TCHERNEVA, P. (2014a). Full Employment: The Road Not Taken. Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No. 789.
- TCHERNEVA, P. (2014b). Reorienting fiscal policy: a bottom-up approach. *Journal of Post Keynesian Economics / Fall 2014*, Vol. 37, No. 1 43.
- TCHERNEVA, P. (2020). The Case for a Job Guarantee. Polity Press. Cambridge.
- UNDP (United Nation Development Program). Is the Private Sector more Efficient? A cautionary tale. UNDP Global Centre for Public Service Excellence. Discussion Papers. 2015.
- VERGNHANINI, R.; DE CONTI, B. Modern Money Theory: a criticism from the periphery. *Brazilian Keynesian Review*, 3(2), p.16-31, 2nd Semester/2017.
- VICARELLI, F. Keynes: The Instability of Capitalism. The Macmillan Press Ltd 1984
- WEINTRAUB, Effective Demand and Income Distribution. in: J. A. Kregel (ed.). *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations*, chapter 2, pages 50-103, Palgrave Macmillan. 1983.
- WRAY, L. R. Understanding Modern Money, Cheltenham: Edward Elgar. 1998.
- WRAY, L. R (2003) Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Rio de Janeiro: UFRJ/Contraponto, 2003.
- WRAY, L. R Lessons from the subprime meltdown. *Challenge*, v. 51(2), p. 40-68. 2008.
- WRAY, L. R., Modern Money Theory: A Primer on macroeconomics for sovereign monetary systems, Palgrave Macmillan. 2012
- WRAY, R. L. *Modern money theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. UK: Palgrave Macmillan, 2015.
- WRAY, R.; DANTAS, F.; FULLWILER, S.; TCHERNEVA, P.; KELTON, S. Public Service Employment: A Path to Full Employment. Levy Economics Institute of Bard College. 2018.

### Capítulo 3

## O Novo Consenso em Macroeconomia no Brasil: a Política Fiscal do Plano Real ao Segundo Governo Lula<sup>1</sup>

**RESUMO:** A política fiscal do Plano Real seguiu a lógica do Novo Consenso em Macroeconomia. Desde o Plano criaram-se as bases para uma mudança do regime fiscal brasileiro em que a política fiscal deve preocupar-se com a sustentabilidade das contas públicas, garantindo aos agentes um ambiente estável para tomada de decisão. O regime é consolidado a partir da crise de 1999, com a adoção do tripé de câmbio flexível, metas de inflação e geração de superávit primário. O governo Lula aprofunda a condução da política fiscal nesses moldes até 2006, quando promove mudanças na sua base teórica e na sua condução. Desde então, embora mantenha características da fase anterior, a política fiscal sofreu alterações, com o Estado agindo mais diretamente na economia. Depois de contar com o “aval” da crise mundial de 2008, o ativismo do governo voltou a enfrentar resistência teórica por parte dos críticos presos ao Novo Consenso.

**Palavras-chave:** Política Fiscal; Novo Consenso; Plano Real; Governo Lula.

**Classificação JEL:** E62; E63; E65.

---

<sup>1</sup> Artigo em co-autoria com o orientador desta tese, prof. Dr. Francisco Lopreato. Publicado na Revista de Economia Contemporânea (2017) 21(3): p. 1-34 (Journal of Contemporary Economics) ISSN 1980-5527. <http://dx.doi.org/10.1590/198055272131> e devidamente autorizado para compor a tese de acordo com Anexo 1.

**New Macroeconomic Consensus in Brazil:  
Fiscal Policy From the Real Plan To President Lula's Second Mandate**

**ABSTRACT:** Fiscal policy implemented in Brazil at Real Plan followed the New Macroeconomic Consensus' logic. The Plan started the changing of Brazilian's fiscal regime into one in which fiscal policy must be confined to insuring a stable macroeconomic environment so private agents can make their decision. The regime is consolidated in 1999 crisis, when the tripod was adopted: flexible exchange rates, inflation targeting and primary fiscal surplus. Lula's mandate deepens the conduction of fiscal policy accordingly until 2006, when it suffers a substantial change, both in its theoretical basement and in its implementation. Since then, Brazilian government has been more active over the economy, although fiscal policy keeps relevant characteristics of the previous phase. The 2008 world crisis endorsed the activism, but since the acute phase of the crisis is over, the sympathetic critics to the New Macroeconomics ideas have put hard theoretical and political resistances to the measures adopted.

**KEYWORDS:** Fiscal Policy; New Consensus; Real Plan; Lula Government.

## Introdução

Esse artigo tem o objetivo de mostrar como a política fiscal implementada no Brasil no Plano Real seguiu a lógica teórica do modelo de condução da política macroeconômica que se convencionou chamar de Novo Consenso em Macroeconomia. O argumento é que, a partir do Plano Real, criaram-se as bases para uma mudança do regime fiscal brasileiro em que a política fiscal deve preocupar-se com a sustentabilidade das contas públicas para garantir aos agentes do mercado um ambiente estável para a tomada de decisão. O novo regime fiscal é consolidado a partir da crise cambial de 1999, juntamente com a adoção do regime de política macroeconômica baseado no tripé de câmbio flexível, metas de inflação controladas pelo ajuste na taxa de juros básica da economia e geração de superávit primário na área fiscal.

Defendemos ainda que o governo Lula manteve e aprofundou a condução da política fiscal segundo o modelo teórico dominante até 2006, ano em que promoveu mudanças na sua base teórica e no seu modo de condução. A partir daí, a política fiscal, embora mantenha características da fase anterior, sofreu alterações relevantes e se comprometeu com ações mais diretas sobre a economia, com o Estado retomando o papel de fomentar o crescimento econômico e o desenvolvimento social. Por fim, mostramos que a mudança da política fiscal, depois de contar com o “aval” da crise econômica mundial de 2008, voltou a enfrentar resistência teórica por parte dos críticos presos ao pensamento convencional do Novo Consenso.

Para cumprir com esses objetivos o trabalho é dividido em cinco seções, além dessa introdução e das considerações finais. Na seção que segue, mostramos em termos teóricos o Novo Consenso em Macroeconomia, apresentando o modelo adotado para a condução da política macroeconômica e atendo à discussão do papel da política fiscal segundo essa visão. Em seguida, discutimos o caso brasileiro, com base na mudança do regime fiscal em meados dos anos 1990 e sua consolidação no final da década para, na sequência, mostrar como o governo Lula o aprofundou nos primeiros anos do mandato. Essa é a tarefa das seções dois, três e quatro, respectivamente. Na quinta seção, apresentamos as mudanças na condução da política fiscal, que marcaram o período a partir de 2006 para colocar algumas considerações sobre o regime fiscal, à guisa de conclusão.

### 3.1 Política Macroeconômica e o Papel da Política Fiscal

A política macroeconômica adotada no Brasil desde meados dos anos 1990 tem como base teórica as premissas do consenso formado entre duas das principais correntes de pensamento ortodoxo, que dominaram o debate macroeconômico ao longo dos anos 1980. De acordo com

Woodford (2008), há uma convergência de opinião e relativa ausência de desentendimentos com relação aos princípios básicos da macroeconomia que se convencionou chamar de Nova Síntese Neoclássica (GOODFRIEND e KING, 1997) ou Novo Consenso em Macroeconomia (MEYER, 2001; ARESTIS e SAWYER, 2002). Trata-se de um Novo Consenso em Macroeconomia (NCM) por reunir num arcabouço teórico comum as contribuições da escola Novo-Clássica com as críticas e propostas dos Novos Keynesianos – principais expoentes do pensamento *mainstream* em macroeconomia desde os anos 1980. Na base desse arcabouço estão incorporadas a otimização intertemporal e as expectativas racionais nos modelos macroeconômicos dinâmicos, oriundas dos Novos Clássicos e dos modelos dos ciclos reais de negócios, juntamente com a concorrência imperfeita e rigidez de preços e salários, dos Novos Keynesianos (GOODFRIEND e KING, 1997).

O NCM utiliza-se de *modelos macroeconômicos de equilíbrio geral intertemporal* e que possam ser validados econometricamente. De um lado, advoga que a estrutura intertemporal permite analisar, num mesmo ferramental, tanto as questões relacionadas às flutuações da economia (curto prazo), quanto as de crescimento econômico (longo prazo). De outro lado, a validação significa que, ao mesmo tempo em que usa técnicas econométricas para a estimação dos parâmetros estruturais do modelo, há também simulação das políticas econômicas, para testar qual modelo tem a geração de dados que mais se assemelha ao que é previsto para as séries temporais (WOODFORD, 2008). Uma característica importante dessas análises é que o NCM utiliza modelos simples, abstratos e com uma relativamente pequena quantidade de dados para elucidar mecanismos macroeconômicos mais complexos (KING, 1995).

Os modelos do NCM também refletem a “crítica de Lucas” (LUCAS, 1976), no sentido de que *as expectativas dos agentes devem ser consideradas como endógenas*. Isso significa que, quando analisadas as políticas macroeconômicas, deve-se considerar que as expectativas mudam conforme a escolha de política feita. Em outros termos, o processo de modelagem torna-se dinâmico, pois a cada decisão de política tomada os parâmetros do modelo mudam, uma vez que os agentes ajustam suas expectativas ao novo cenário que encontram. Além disso, é amplamente aceito no NCM que *distúrbios reais são uma fonte importante para as flutuações econômicas*. Estes distúrbios não se devem apenas a mudanças na produtividade, mas também nas preferências (mudanças nos parâmetros) e nas políticas governamentais (como ações da política fiscal nas condições de oferta). A oferta agregada sofre alterações, uma vez que os choques não apenas desviam o produto de sua taxa natural<sup>2</sup>, como têm a capacidade de alterar a própria taxa natural (choques reais deslocam a tendência de longo prazo). No lado da demanda, os modelos do NCM não aceitam o *market clearing*, da visão novo-

---

<sup>2</sup>O NCM trabalha com a hipótese da taxa de desemprego que não acelera a inflação, a NAIRU (“*non-accelerating inflation rate of unemployment*”), determinada pelas características estruturais dos mercados de bens e de trabalho e que expressa a taxa real de “desemprego de equilíbrio”.

clássica, e trabalham com a hipótese de que há rigidez de preços e salários, de modo que há espaço para a atuação da política econômica. Se preços e salários se ajustassem imediatamente às variações da demanda agregada, a economia se moveria sobre a curva de oferta agregada de longo prazo (vertical) e a taxa de desemprego ficaria em seu “nível natural”.

A convergência metodológica do NCM pode ser expressa num modelo padrão de três equações e três incógnitas, usado como ferramental básico para a proposição e condução da política macroeconômica<sup>3</sup>:

$$(y - \hat{y})_t = a_0 + a_1(y - \hat{y})_{t-1} + a_2 E_t(y - \hat{y})_{t+1} + a_3(i_t - E_t(\pi_{t+1})) + s_1 \quad (1)$$

$$\pi_t = b_1 \pi_{t-1} + b_2 E_t(\pi_{t+1}) + b_3 (y - \hat{y})_t + s_2 \quad (2)$$

$$i_t = r^* + c_1(\pi_t - \pi^T) + c_2 (y - \hat{y})_t \quad (3)$$

Nas equações (1), (2) e (3),  $(y - \hat{y})$  é o hiato de produto, sendo  $y$  o produto corrente e  $\hat{y}$  o produto potencial da economia;  $E_t$  é o operador de expectativas;  $\pi$  é a inflação,  $\pi^T$  é a meta de inflação;  $i$  é a taxa nominal de juros controlada pelo Banco Central (BC) e  $r^*$  é a taxa de juros real de equilíbrio;  $a_3 < 0$  e  $a_0$  é uma constante que indica efeitos exógenos;  $b_1 + b_2 = 1, b_3 > 0; c_1 > 1, c_2 > 0$ ; e  $s_1$  e  $s_2$  representam choques aleatórios.

As equações descrevem uma “curva do tipo IS” (1) (BLANCHARD, 2008), uma “curva de Phillips” (2) e uma “regra de Taylor padrão” (3) (TAYLOR, 1993), em que as incógnitas são o produto corrente da economia, a inflação e o nível da taxa de juros nominal (de referência, ou básica da economia). A solução do modelo leva em consideração os objetivos macroeconômicos de estabilidade do produto e dos preços que são atingidos quando o hiato de produto zera e a inflação se iguala à meta estabelecida<sup>4</sup>. Para que isso seja possível, a variável de ajuste é a taxa de juros nominal da economia, como determinada na equação (3).

<sup>3</sup> O modelo usado aqui possui a mesma estrutura daqueles apresentados em Arestis e Sawyer (2002); Arestis (2007); Carlin e Soskice (2006); Tcherneva (2008); Fontana (2009a). Entretanto, as primeiras apresentações do modelo se encontram em Clarida *et al.* (1999), McCallum (2001), Meyer (2001) e Woodford (2003).

<sup>4</sup> Com a hipótese da NAIRU, o nível de preços é resultado direto dos fatores que determinam tanto a oferta quanto a demanda agregada: qualquer choque em pelo menos um dos lados implica um novo nível de preços no equilíbrio no mercado de trabalho. Como não há ajuste imediato, a atividade econômica flutua em torno da NAIRU. A inflação aumenta quando o desemprego cai abaixo da NAIRU e se acelera caso a taxa de desemprego seja mantida num nível abaixo da NAIRU. Não há “trade-off” entre desemprego e inflação no longo prazo, de maneira que, se é o objetivo econômico que a inflação se mantenha estável, a economia deve operar, na média, próxima à NAIRU. No longo prazo, a inflação é vista apenas como um fenômeno monetário cuja trajetória pode ser influenciada pelos ajustes na taxa de juros. Ver Arestis e Sawyer (2002; 2003a), Carlin e Soskice (2006) e Santos (2011).

Não existe papel para a oferta de moeda<sup>5</sup> no modelo do NCM e pouca atenção se dá ao processo de criação e destruição de liquidez no sistema, de maneira que a discussão da política monetária limita-se à determinação da taxa de juros do BC segundo a regra de Taylor por ele utilizada<sup>6</sup>. O ajuste da taxa de juros tornou-se o único instrumento da política monetária, buscando responder às variações no hiato de produto a fim de atingir meta de inflação<sup>7</sup>. Tampouco se discute a atuação da política fiscal como instrumento de estabilização<sup>8</sup>. No modelo básico do NCM a política fiscal é pré-determinada (a constante  $a_0$ ) ou representa um choque exógeno ( $s_1$ ) e o seu papel primordial é manter a sustentabilidade da dívida como meio de garantir a eficiência da política monetária – livre de dominância fiscal (SARGENT e WALLACE, 1981) – no controle da inflação<sup>9</sup>.

Uma série de argumentos teóricos e empíricos justifica, para o *mainstream*, o preterimento da política fiscal em favor da política monetária. Tais argumentos vão desde a proposição da Teoria da Equivalência Ricardiana, em Barro (1974); passam pelas diversas sortes de *crowding out* dos gastos privados e pela discussão das defasagens (“lags”) de implementação da política, presentes desde Friedman (1968); e culminam nos argumentos de natureza ideológica e política, contrários à intervenção do governo no ajuste econômico, como ressaltam Blinder (2004), Solow (2005), Fontana (2009b) e Forder (2007).

Apesar de não haver uma teoria consolidada ou uma visão unificada no NCM, a abordagem sobre a política fiscal remonta aos pressupostos fundamentais da visão novo-clássica. A discussão com base nos argumentos da “crítica de Lucas” e da literatura sobre *time-consistency* levou os autores da visão convencional a formar relativo consenso sobre as possíveis vantagens da adoção de regras na condução da política monetária<sup>10</sup> e a abandonar as ações específicas de administração da demanda agregada. Os autores do NCM acataram a ideia de que os dirigentes econômicos devem estar comprometidos com as “regras do jogo” ou com “a” estratégia de política econômica capaz de, a cada

<sup>5</sup> Arestis e Sawyer (2003a) argumentam que a ausência de uma equação que relacione oferta e demanda por moeda no modelo do NCM é consequência direta do pressuposto da neutralidade da moeda.

<sup>6</sup> A taxa de juros é ajustada em busca da taxa de juros real que representa a taxa de equilíbrio da economia, influenciada pelos desvios da inflação de sua meta e do produto de seu nível potencial (ou da sua “tendência natural”). Para o NCM, quando o BC ajusta a taxa de referência no seu nível de “equilíbrio real”, investimento e poupança tornam-se iguais e o equilíbrio agregado (de emprego e/ou produto) é atingido (ARESTIS e SAWYER, 2003a).

<sup>7</sup> A regra de Taylor é a maior expressão do NCM para a proposição de política macroeconômica e, para agir livremente em busca da estabilidade do produto e dos preços, o BC precisa ser independente e se guiar por um regime de metas de inflação (condizentes com a NAIRU).

<sup>8</sup> Para Arestis e Sawyer (2002), Tcherneva (2008) e Fontana (2009a), entre outros, o NCM pode ser sintetizado pela elevação (“upgrade”) do papel atribuído à política monetária e pelo consequente rebaixamento (“downgrade”) da política fiscal.

<sup>9</sup> É preciso frisar que é pressuposto que a política monetária não reaja à política fiscal. Na maior parte da literatura *mainstream* que analisa as interações entre política monetária e fiscal e em que a inflação é objetivo macroeconômico, a política fiscal sempre reage à política monetária e não o contrário. Ver, a respeito, Kirsanova *et al.* (2005); Leeper (1991) e Leeper e Walker (2013).

<sup>10</sup> Ver, por exemplo, Kydland e Prescott (1977), Barro e Gordon (1983) e Taylor (1993).

período, validar as expectativas dos agentes e garantir os resultados macroeconômicos desejados. A política fiscal passou a desempenhar a tarefa de fiadora da estabilidade macroeconômica e a estar sujeita a regras em condições de garantir credibilidade ao comportamento do setor público e assegurar a sustentabilidade das contas públicas<sup>11</sup>.

A discussão da solvência do setor público remete à sustentabilidade da dívida pública, medida pelo indicador dívida/PIB, e parte da restrição orçamentária do governo:

$$D = G - T + iB = \Delta B + \Delta H \quad (4)$$

Em (4),  $D$  é o déficit;  $G$ , os gastos públicos;  $T$ , a arrecadação tributária;  $B$ , o estoque de dívida; e  $i$  é a taxa de juros – todos em valores nominais.

A equação indica que os déficits públicos devem ser financiados pela variação no estoque de dívida pública ( $\Delta B$ ) ou pela senhoriagem ( $\Delta H$ ). Desconsiderando o papel da senhoriagem, tanto por simplicidade quanto por ser desprezível nos sistemas financeiros desenvolvidos (ALLSOPP e VINES, 2005; LEEPER e WALKER, 2013), e considerando  $Y_t$  como o produto da economia no período  $t$ , temos a equação de acúmulo de dívida em termos reais:

$$B_t / Y_t - B_{t-1} / Y_{t-1} = (r - g) * B_{t-1} / Y_{t-1} + (G - T) / Y_t \quad (5)$$

Em (5),  $r$  é a taxa de juros real ( $i = r - \pi$ ) e  $g$ , o crescimento real do produto. Com  $B/Y = b$  e  $(G - T)/Y = x$ , temos a versão simplificada:

$$\Delta b = b(r - g) + x \quad (6)$$

Pela equação (6), sempre que a taxa média de crescimento do PIB diferir da taxa de juros real média incidente sobre a dívida, dado o resultado primário e ausência de senhoriagem, haverá variação da dívida no período posterior. Se  $r < g$  e  $b(r - g) > x$  a relação dívida/PIB se reduz ao longo do tempo e, se  $b(r - g) > x$ , ela permanece estável ( $\Delta b = 0$ ). Em ambos os casos, aos olhos do mercado, as finanças públicas são sustentáveis intertemporalmente. Contudo, se  $r > g$  a dívida tende a aumentar ao longo do tempo, tornando a relação crescente. Na ausência de uma correção por meio de  $x$ , a variação na relação dívida/PIB cresce indefinidamente e sua sustentabilidade, vista pela ótica da solvência do setor público fica comprometida<sup>12</sup>. Ou seja, a dívida é considerada sustentável caso o

<sup>11</sup>Allsop e Vines (2005, p. 486) partilham da argumentação de que a política fiscal tomou um lugar de garantidora da estabilidade econômica, e reconhecem que “[t]his assignment of roles and responsibilities means that the fiscal authorities can concentrate on such issues as the control and sustainability of the public finances as well as on the resource allocation and distributional effects of budgetary policy”.

<sup>12</sup> Uma dívida sustentável na visão do NCM é aquela que não cresce desproporcionalmente com relação ao produto.

governo cumpra, no presente, a restrição orçamentária necessária para garantir sua estabilidade em relação ao PIB de maneira intertemporal.

Na prática, a sustentabilidade da dívida pública requer do governo a obrigação de ajustar o superávit primário, de modo a estabilizar a relação dívida/PIB. O esforço fiscal necessário está condicionado ao comportamento das variáveis macroeconômicas com reflexo direto na relação. Assim, a incorporação de novas dívidas, o declínio da taxa de crescimento esperado da economia, o aumento das taxas de juros incidentes sobre a dívida (fruto de alterações nos juros internos, nos juros internacionais ou no prêmio de risco da economia), ou o impacto da desvalorização da taxa de câmbio na dívida podem comprometer sua sustentabilidade e demandar o aumento do esforço fiscal para preservar sua solvência.

Neste regime de política econômica, as ações da política fiscal ficam submetidas ao comportamento daquelas variáveis que influenciam a trajetória da dívida e à volatilidade dos fluxos internacionais de capitais, fruto da avaliação do mercado sobre o risco de determinado País. A avaliação do mercado também passa pelas expectativas dos agentes com relação à própria condução da política. Meras percepções de que haverá uma deterioração permanente no resultado fiscal têm impacto sobre as taxas de juros e as condições de financiamento do governo, influenciando negativamente a trajetória da dívida; da mesma forma, aumentos momentâneos da dívida podem não implicar a caracterização de uma trajetória insustentável da política fiscal, “desde que mantida a política econômica e o compromisso com a disciplina fiscal” (GUARDIA, 2004, p.108).

A esses pontos básicos das propostas de política macroeconômica dominante, somam-se, a partir de uma perspectiva mais ampla, os movimentos de liberalização financeira e comercial dos mercados globais, a defesa da livre movimentação de capitais e a predominância dos regimes de câmbio flutuante<sup>13</sup>. O comprometimento com o regime de política econômica e a estabilidade macroeconômica é condição necessária para os Países terem acesso ao mercado internacional de capitais e assegurarem condições de crescimento.

A crise financeira mundial de 2008 explicitou as fragilidades do modelo do NCM e deu início à discussão de propostas no *mainstream* de alterações teóricas capazes de responder à realidade trazida pela crise. O debate está em curso, pleno de controvérsias. Até o momento, o eixo principal da argumentação pouco mudou, mas se acena com concessões relevantes. Blanchard *et al.* (2010)<sup>14</sup> reconhecem, ao contrário da visão anterior, que a estabilidade inflacionária não é suficiente para garantir a estabilidade sistêmica e a taxa de juros em níveis baixos limita o raio de ação da política

---

<sup>13</sup> Ver Belluzzo (1995).

<sup>14</sup> Esse artigo, do então economista chefe do Fundo Monetário Internacional (FMI), em parceria com demais integrantes do seu *staff* um artigo teve grande repercussão na academia e nos organismos multilaterais. Em 2013, com outras parcerias, Olivier Blanchard publicou nova discussão a respeito.

monetária em crises de deflação. Blanchard *et al.* (2013) e Blanchard e Summers (2017) apontam as limitações em usar a taxa de juros como único mecanismo de estabilização e a necessidade de incluir novos instrumentos para a execução da política monetária, bem como reconhecem a relevância da intermediação financeira e da regulação macroeconômica, ausentes na discussão do NCM. Por outro lado, cresceu a defesa em favor da revisão do papel da política fiscal<sup>15</sup>. Os autores citados acima defendem a necessidade de ampliar o espaço dessa política como ferramenta de estabilização, sobretudo, em condições de taxas de juros próximas de zero e sem perspectivas de alterações no curto prazo. Nestas condições é evidente a dificuldade de a política monetária responder sozinha à situação de crise e as medidas de política fiscal não sofreriam dos “lags” de implementação, dada a expectativa de duração da crise. Outros trabalhos incorporaram pressupostos “mais realistas” na modelagem como, por exemplo, a suspensão da hipótese da equivalência ricardiana, a redução do horizonte de tomada de decisão dos agentes e o reconhecimento da insuficiência da regra de Taylor em determinadas circunstâncias (EGGERTSSON, 2009; DEVEREUX, 2010). Ganhou força a ideia de que é importante as economias terem espaço fiscal para a execução de medidas fiscais de enfrentamento da crise (BLANCHARD *et al.*, 2010; CLAESSENS *et al.*, 2010; EICHENGREEN, 2012). Blanchard e Summers (2017) argumentam que a manutenção de taxas de juros inferiores à taxa de crescimento do PIB abre espaço para se repensar o debate sobre o alto nível de endividamento dos Países e a possibilidade de colocação de novos títulos públicos sem o risco de não comprometer sustentabilidade da dívida pública. Enfim, não há consenso em torno de como lidar com a política fiscal, mas, certamente, o papel totalmente subordinado que ocupava até a crise está a caminho de ser revisto.

### 3.2 Mudança no Regime Fiscal Brasileiro

O controle da alta inflação com o Plano Real colocou a obrigação de repensar o setor público, em crise desde a crise da dívida externa do começo dos anos 1980. A recuperação da trajetória de crescimento da economia brasileira impunha reestruturar as condições de financiamento público e repensar o papel do Estado. Após os fracassos dos planos de estabilização ao longo dos anos 1980, o consenso era de que não se conseguiria uma estabilização monetária duradoura sem a implementação de reformas estruturais, sendo essas de ordem econômica, administrativa, previdenciária e tributária (TAVARES, 2005).

A partir das premissas do Plano Real instalou-se o processo de reformulação do regime fiscal brasileiro. O diagnóstico apresentado por Bacha (1994), baseado no conceito de déficit público potencial, constituiu ponto de inflexão nas propostas de estabilização anteriores e atribuiu ao déficit

---

<sup>15</sup> O debate no imediato pós-crise pode ser acompanhado em detalhes em Santos (2011).

público a principal causa da inflação. A alta inflação, no entender do autor, era o meio pelo qual se tornava possível compatibilizar os valores previstos de receitas e despesas com um resultado manejável das contas públicas. O orçamento, embora equilibrado no conjunto de suas contas, embutia um “déficit potencial considerável em sua parte propriamente fiscal (no conceito operacional), devido tanto a uma subestimação das despesas como a uma superestimação das receitas” (BACHA, 1994, p.9).

A consolidação fiscal permanente apresentava-se como um passo necessário para indicar aos investidores internacionais o comprometimento do País junto ao circuito de valorização do capital internacional. O País precisava se mostrar comprometido com as políticas garantidoras da estabilidade, das variáveis macroeconômicas-chave e da capacidade dos agentes traçarem cenários e avaliarem os riscos de seus portfólios, bem como ganhar a confiança do mercado na manutenção das políticas vigentes. A condução da política fiscal deveria respeitar os princípios estabelecidos e definir um aparato institucional, baseado em regras, capaz de evitar a inconsistência intertemporal, de gerar o superávit primário necessário à solvência das contas públicas e de ganhar a confiança do mercado na manutenção das políticas vigentes<sup>16</sup>.

O Plano Real se propôs a redesenhar esse aparato e a formar um regime fiscal que atendesse às demandas tanto do ideário neoliberal quanto dos pressupostos da teoria macroeconômica dominante, do NCM. No primeiro estágio do Plano já são evidentes a ampla revisão do regime no sentido de garantir ao mercado o ajuste fiscal permanente e o comprometimento com a sua permanência intertemporal. O lançamento do Programa de Ação Imediata (PAI) visava a ampliar e aperfeiçoar o controle das finanças públicas, o endividamento dos estados e municípios e reduzir o impacto fiscal das medidas que seriam tomadas no âmbito dos bancos públicos do País. As reformas propunham, no plano econômico, a redução do Estado, por meio da quebra do monopólio das estatais nos serviços de utilidade pública e de exploração de petróleo e maior abertura internacional, através do fim de restrições ao capital estrangeiro nas telecomunicações, energia e transporte. Do lado administrativo, o PAI pretendia eliminar os privilégios dos servidores públicos e aproximar os sistemas de benefícios e dos mecanismos de financiamentos dos Regimes Geral e Próprio da Previdência Social e defendeu propostas de reforma previdenciária, para reduzir o suposto *déficit* estrutural do Regime Geral (RGPS). Por fim, o programa também previa uma reforma tributária para simplificar o sistema, reduzir custos da administração tributária das empresas, aumentar a eficiência da arrecadação e desonerar exportações e investimentos (TAVARES, 2005).

Apesar da redução de escopo das propostas aprovadas no Congresso, o PAI conseguiu passos significativos em direção a um novo regime fiscal, uma vez que suas medidas eram consoantes ao pressuposto de que a dominância fiscal era a principal causa da instabilidade macroeconômica do

---

<sup>16</sup> Ver Lopreato (2013, cap.4).

País. Além das medidas “convencionais” de cortes de gastos e aumento da arrecadação, as privatizações, a nova estruturação do federalismo fiscal, o controle e saneamento dos bancos públicos ganharam lugar como medidas consideradas vitais ao restabelecimento da verdade orçamentária das contas da União e à definição da nova ordem fiscal.

O Plano Real seguiu a trilha traçada pelo PAI e defendeu ainda a independência do BC como forma de ganhar confiança na política de combate à inflação e mostrar o comprometimento em se livrar da dominância fiscal e de interferências políticas na condução da política monetária. Colocavam-se então os elementos que visavam, como defende o NCM, garantir a credibilidade intertemporal das políticas macroeconômicas adotadas em busca da estabilidade sistêmica.

A credibilidade no programa de reformas foi reforçada pelos resultados obtidos nos primeiros anos do Plano Real. A estratégia de juros altos e valorização do câmbio garantiu a âncora cambial e sua manutenção até quase o final do primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC). Ao lado do comportamento do câmbio, o aumento da arrecadação tributária serviu para atenuar a forte pressão das altas taxas de juros sobre a dívida pública. Além disso, o Programa Nacional de Desestatização também influenciou positivamente a trajetória da dívida/PIB. Os recursos, da ordem de 5,8% do PIB entre 1995 e 1998, aliados ao processo de monetização, favoreceram o movimento de resgate da dívida pública e reduziram, de certa forma, a necessidade de o governo elevar o esforço fiscal.

O período imediatamente posterior ao lançamento do Plano apresentou ainda outras condições favoráveis à avaliação positiva da economia brasileira pelo mercado. O bom comportamento do PIB<sup>17</sup>, a queda da taxa de juros após a crise do México de 1995, o processo de renegociação das dívidas dos governos subnacionais, junto ao encaminhamento das propostas de reforma tributária e da previdência social, indicou perspectivas favoráveis de médio prazo e reforçaram a confiança nas condições de sustentabilidade da dívida pública.

Ademais, a confiança externa na economia brasileira era garantida pela possibilidade de financiamento do crescente *déficit* em transações correntes através da entrada maciça de capitais de curto prazo e dos investimentos externos diretos (IDE) atrelados às privatizações<sup>18</sup>. O resultado foi uma trajetória de dívida líquida do setor público sob relativo controle no período de 1994 a 1997, como a Tabela 1 mostra.

---

<sup>17</sup> Com crescimento real de 5,3% em 1994 e 4,4% em 1995, segundo dados do IPEADATA.

<sup>18</sup> Neste período, a existência de alta liquidez internacional somada à existência de ativos de elevada rentabilidade davam as condições para o ingresso de capitais na economia brasileira, confirmando a avaliação positiva dos agentes internacionais.

**Tabela 1 – Dívida líquida do setor público, 1994-1998, (em % PIB)**

	1994	1995	1996	1997	1998
Gov. Federal e Bacen	12,9	13,3	15,9	18,7	25,0
Gov. Estaduais e Municipais	10,0	10,6	11,5	12,9	14,2
Empresas Estatais	7,1	6,7	5,9	2,8	2,6
<b>Dívida Total</b>	<b>30,0</b>	<b>30,6</b>	<b>33,3</b>	<b>34,4</b>	<b>41,7</b>
Interna	21,3	25,0	29,4	30,1	35,5
Externa	8,7	5,6	3,9	4,3	6,2

Fonte: Elaboração própria com base em dados de BACEN.

Com o mercado avaliando positivamente a situação fiscal brasileira, o certo relaxamento apresentado na obtenção dos resultados primários a partir de 1995 não colocou em risco a sustentação intertemporal das contas públicas e nem a manutenção da “âncora cambial”. O declínio no superávit primário e o pequeno aumento da relação dívida/PIB não comprometeram, de imediato, as expectativas dos investidores internacionais.

**Tabela 2 – Necessidades de financiamento do setor público, 1994-1998, (em % PIB)**

	1994	1995	1996	1997	1998
Nominal	26,97	7,27	5,86	6,07	7,47
Juros Nominais	32,18	7,54	5,77	5,10	7,49
<b>Primário</b>	<b>-5,21</b>	<b>-0,27</b>	<b>0,07</b>	<b>0,95</b>	<b>-0,01</b>
Gov. Federal e Bacen	-3,25	-0,52	0,00	0,27	-0,55
Gov. Estaduais e Municipais	-0,77	0,18	-0,07	0,74	0,19
Empresas Estatais	-1,19	0,07	0,14	-0,06	0,35

Fonte: Elaboração própria com base em dados de BACEN.

É possível afirmar que, do lançamento do Plano até meados de 1997, a estratégia de juros elevados e câmbio valorizado "permitiu consolidar o processo de estabilização e contornar o problema do desequilíbrio externo mediante a atração de capitais estrangeiros" (GUARDIA, 2004, p.110-111). Apesar das demonstrações institucionais de compromisso com a sustentabilidade das contas públicas e com o ajuste fiscal intertemporal, o esforço fiscal necessário para estabilizar a relação dívida/PIB neste período foi reduzido porque o contexto macroeconômico até 1997 foi favorável às expectativas dos agentes, o que ainda justificava o gradualismo no combate ao desequilíbrio das contas públicas por parte do governo.

O processo de consolidação de fato de um novo regime fiscal, da maneira pensada pela teoria dominante, baseado na criação de regras fiscais rígidas para regular as ações governamentais

em todos os seus níveis e definir um comportamento condizente com a sustentabilidade das contas veio de maneira acelerada, fruto da necessidade de se socorrer a economia brasileira dos impactos das crises dos emergentes – Ásia e Rússia<sup>19</sup>. Frente à reversão do ciclo de liquidez internacional e à dificuldade em manter o financiamento do Balanço de Pagamentos, o BC brasileiro elevou subitamente a taxa de juros básica que, entretanto, foi insuficiente para atrair os capitais externos. Combinado com o crescimento medíocre do PIB e com a ausência de superávits primários significativos, a resposta monetária culminou na explosão da dívida pública, que passou de 34,4% do PIB em 1997 para 41,7% em 1998<sup>20</sup>.

Essa rápida e significativa elevação da dívida colocou em xeque a sustentabilidade intertemporal das contas públicas e o papel da política fiscal como fiadora da estabilidade macroeconômica, justificando, para o governo, a ampliação do esforço fiscal necessário para conter o risco de insolvência da dívida pública. Como forma de compensar o aumento da despesa financeira devido à elevação da carga de juros e mostrar o comprometimento em ajustar as contas públicas, o governo passou a defender o aumento do resultado primário. A primeira medida nesse sentido foi a edição de um decreto<sup>21</sup> de contingenciamento de R\$ 4 bilhões de custeio e investimento em setembro de 1998 – esforço nada desprezível no controle dos gastos, já que faltavam apenas quatro meses para o encerramento do exercício. O decreto também iniciou a prática de definição de metas claras e transparentes de resultados primários a serem buscados pela política fiscal (GUARDIA, 2004).

O compromisso com a sustentabilidade das contas públicas seria demonstrado pelo reforço da ideia de ajuste estrutural do setor público, pela retomada de projetos de aperfeiçoamento do arranjo institucional-legal, pela formalização de compromissos e estabelecimento de regras e limites fiscais em leis ordinárias e pela insistência em pontos das reformas administrativa e previdenciária que ainda não haviam sido equacionados em rodada anterior (TAVARES, 2005). O maior enrijecimento e a formalização da mudança de orientação da política fiscal vieram através da medida provisória nº 1.716 de 08/09/1998, que definiu a meta de superávit primário para 1999 e o prazo de

---

<sup>19</sup> Dependentes do financiamento externo e do uso de títulos públicos como atrativo para a valorização da riqueza privada e diante das oscilações cambiais e da obrigação de manter taxas de juros diferenciadas perante as divisas-chave internacionais, as economias emergentes enfrentam o dilema de ter que garantir a sustentabilidade da dívida e correr o risco da fuga de capitais com o consequente impacto no financiamento do Balanço de Pagamentos e nas taxas de câmbio.

<sup>20</sup> Em novembro de 1997, o governo anunciou o pacote de “*Medidas de Ajuste Fiscal e Competitividade*”, o famoso “Pacote 51”, propondo reduzir gastos e aumentar arrecadação, na tentativa de realizar o ajuste fiscal já em 1998. Enquanto do lado dos gastos as principais medidas se relacionavam principalmente à demissão de funcionários públicos não estáveis, à suspensão dos reajustes salariais e aos cortes do investimento público federal, do lado da arrecadação se destacavam a elevação das alíquotas do imposto de renda da pessoa física, o aumento dos impostos sobre automóveis e a elevação dos preços dos derivados de petróleo e álcool. Contudo, como Filgueiras (2000) aponta, as medidas não cumpriram seus objetivos, algumas nem saíram do papel e a situação das contas públicas piorou ainda mais quando do aumento da taxa de juros.

<sup>21</sup> Decreto nº 2.773, de 8 de Setembro de 1998.

até 15/11/1998 para a formulação de um Programa de Estabilidade Fiscal (PEF), para habilitar o País ao acesso aos recursos do Fundo Monetário Internacional (FMI). O PEF previa mudanças estruturais, avanços institucionais-legais e estabilização da dívida/PIB, em consonância com as diretrizes do FMI<sup>22</sup>. A estratégia do ajuste fiscal deveria implicar primeiramente num rápido ajuste dos fluxos de receitas e despesas da União<sup>23</sup>, com vistas à geração de superávit primário já em 1999 e, na sequência, alterar os procedimentos de elaboração e execução do orçamento para que ele pudesse ser subordinado à política macroeconômica, no intuito também de recuperar a credibilidade desta.

O acordo com o FMI consagrou a decisão de construir um novo regime fiscal, explicitando a necessidade de adoção de regras fiscais e o princípio da sustentabilidade da dívida como elementos norteadores da política fiscal que, juntamente com a defesa da credibilidade das autoridades fiscais, refletiam as ideias do NCM, consistentes com a lógica teórica do plano de estabilização.

### 3.3 A Política Fiscal no Novo Regime de Política Macroeconômica

O novo regime fiscal se sacramentou dentro de um novo regime de política macroeconômica, consolidado após a crise de 1999. Do lado cambial, não suportando as pressões especulativas contra a moeda e a despeito da recorrência aos recursos do FMI e das negociações junto à comunidade financeira internacional, o País deixa o regime de taxas administradas em janeiro de 1999 e passa a adotar o câmbio flexível, com taxas determinadas pelo mercado<sup>24</sup>. Do lado monetário, a instituição das metas de inflação daria as novas bases para o trato da política: o Conselho Monetário Nacional passava a determinar as metas a serem atingidas a cada ano e o BC a controlar a taxa SELIC que se julga compatível com a inflação na meta definida. Fechava-se, portanto, o modelo de política macroeconômica proposto pelo NCM, com a taxa de juros como variável de ajuste macroeconômico para a obtenção da estabilidade de preços no longo prazo (as metas de inflação). Com a política fiscal comprometida com as metas de superávit primário compatíveis com a estabilidade da relação

---

<sup>22</sup> Enquanto no primeiro ponto estavam discussões como a da reforma do RGPS, o avanço institucional-legal inspirava o que se transformou posteriormente na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) e, por fim, a estabilização da dívida pautava-se na determinação de geração dos superávits primários para os anos de 1999 a 2001.

<sup>23</sup> Mesmo estabelecendo o corte de gastos públicos, o PEF dava maior ênfase na arrecadação e tinha como principais medidas os aumentos das alíquotas das contribuições sociais (CPMF e COFINS), dos “percentuais de contribuição para o plano de aposentadoria do servidor público e criação da contribuição para os inativos” (FILGUEIRAS, 2000, p.140).

<sup>24</sup> A rigor, o Brasil utilizava um regime de “bandas cambiais” e passou ao de “flutuação suja” após a crise de 1999. No primeiro caso, o BC permitia uma variação estreita do câmbio, em torno de 1%, para que este atuasse como âncora dos preços e das expectativas inflacionárias. Já na “flutuação suja”, modelo adotado de 1999 até os dias de hoje, o câmbio flutua, mas o BC atua no mercado quando há valorização ou desvalorização excessiva do Real. Em outros termos, o BC controla a liquidez interna, comprando ou vendendo dólares por meio de mecanismos como a oferta de títulos da dívida pública indexados ao câmbio ou por meio dos *swaps* cambiais. Ver Prates (2010).

dívida/PIB, completava-se a nova concepção de política macroeconômica, conhecida desde então como o “tripé macroeconômico” (câmbio flexível, metas de inflação e superávit primário).

Nesse novo regime macroeconômico, orientado pela política monetária e que faz jus às proposições do NCM, a política fiscal deixa de ter papel ativo na gestão da demanda agregada e se torna central como sua base de sustentação. É por meio dela que os fundamentos (*fundamentals*) da economia são mantidos para que a atuação da política monetária seja eficiente. As medidas de política fiscal devem responder sempre às expectativas de risco dos agentes e às previsões sobre o comportamento futuro das variáveis com influência direta na relação dívida/PIB, garantindo, portanto, sua sustentabilidade e o espaço para a valorização do capital privado (LOPREATO, 2006a).

Já no início da mudança do regime macroeconômico a política fiscal teve de se valer desse papel a ela atribuído. A despeito da melhora nas contas externas, a brusca e excessiva desvalorização<sup>25</sup> do Real nos meses seguintes à mudança do regime cambial pressionou a inflação e comprometeu a dívida pública. Para conter a inflação, numa atitude condizente com o regime de metas, o BC aumentou significativamente a taxa de juros, que passou de 15% a.a. em setembro de 1998 e atingiu 42% a.a. em março de 1999. A dívida pública, por seu turno, absorveu o duplo impacto: o da desvalorização sobre a parcela da dívida indexada ao câmbio e o da elevação dos juros. O resultado foi o salto para 48,7% da relação dívida/PIB no ano de 1999 (Tabela 3). Assim, as consequências negativas da desvalorização cambial impuseram de fato a necessidade do aprofundamento no esforço fiscal para aliviar seu impacto sobre a dívida e sobre as expectativas dos agentes.

**Tabela 3 – Dívida líquida do setor público, 1999-2002, (em % PIB)**

	1999	2000	2001	2002
Gov. Federal e Bacen	29,8	30,6	31,3	37,7
Gov. Estaduais e Municipais	16,1	16,1	17,5	19,7
Empresas Estatais	2,8	2,2	2,7	2,6
<b>Dívida Total</b>	<b>48,7</b>	<b>48,9</b>	<b>51,5</b>	<b>59,9</b>

Fonte: Elaboração própria com base em dados de BACEN.

A estratégia da política macroeconômica de estabilidade sistêmica dependia sobremaneira da política fiscal nesse contexto. Além de conter a expansão da demanda agregada para viabilizar as metas de inflação, ela deveria manter o compromisso com a redução da dívida pública, evitando que os agentes revisassem suas expectativas com relação às contas públicas, que essas

<sup>25</sup> O câmbio atingiu R\$ 1,80/US\$ logo após a desvalorização de 1999, representando uma desvalorização real de cerca de 50%.

revisões provocassem turbulências no mercado de câmbio e que surgissem surtos inflacionários decorrentes dos mecanismos de transmissão das desvalorizações cambiais aos preços (LOPREATO, 2006b).

Com a piora da dívida, sob as orientações do PEF e pelas determinações da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), as metas do superávit primário foram estabelecidas em 3,1% do PIB em 1999, 3,25% em 2000 e 3,5% em 2001. Segundo as estimativas do governo, essa trajetória dos superávits seria adequada para a estabilização da dívida em 46% do PIB.

**Tabela 4 – Necessidades de financiamento do setor público, 1999-2002, (em % PIB)**

	1999	2000	2001	2002
Nominal	5,82	3,61	3,45	4,45
Juros Nominais	9,05	7,08	6,67	7,66
<b>Primário</b>	<b>-3,23</b>	<b>-3,46</b>	<b>-3,21</b>	<b>-3,22</b>

Fonte: Elaboração própria com base em dados de BACEN.

O superávit primário de 3,23% em 1999 (acima da meta, portanto) e a inflação de 8,9% (dentro do limite de variação estabelecido) mostraram o sucesso parcial do novo regime. O cumprimento das metas de superávit também no período de 2000 a 2002<sup>26</sup> consolidou a política fiscal como pilar macroeconômico e foi relevante na recuperação momentânea da credibilidade da política econômica do governo, apesar de não lograr reduzir a relação dívida/PIB, uma vez que o esforço fiscal foi mais que compensado pela pressão dos juros e do câmbio.

A fragilidade do balanço de pagamentos à época e os ataques especulativos contra o câmbio provocaram a desvalorização do Real e forçaram o aumento dos juros com o objetivo de evitar a fuga de capitais e conter a propagação inflacionária, com implicações diretas sobre o estoque da dívida pública. A crise internacional de 2001 e a tensão do processo eleitoral de 2002 acentuaram os problemas de câmbio e de juros e colocaram a política fiscal à prova, diante da continuidade do processo de elevação da dívida pública. O salto para o patamar de 62,5% do PIB em setembro de 2002 realçou o risco de *default* e passou a requerer nova rodada de ampliação do superávit primário.

<sup>26</sup> A meta de superávit primário para o ano de 2002 era inicialmente de 3,75% do PIB e, após discussão com membros do FMI em setembro de 2002, passou para 3,88% do PIB. Dados de 2006, presentes em Santos (2007) mostram que o superávit primário foi superior às metas de 2001 e 2002, quando apresentou 3,64% e 3,89% do PIB respectivamente. Para análise da conjuntura do momento, em 2007, estes eram os dados relevantes. Como as contas públicas passam por constantes revisões, de apuração e de metodologia, como a do PIB de 2007, por exemplo, os resultados se alteraram, de maneira que a tabela 4 apresenta os dados revisados.

O ganho momentâneo de credibilidade da política econômica veio acompanhado de baixo crescimento do PIB<sup>27</sup>, que voltou ao nível observado no período de alta inflação e de expressivo ônus social, representado pelo aumento significativo da carga tributária, que se elevou de 29,7% do PIB em 1999 para 35,9% em 2002. Dessa forma, a questão tributária passou a ser outro ponto fundamental da discussão no âmbito fiscal para os anos posteriores ao mandato FHC.

O novo regime de política fiscal consolidou-se, como parte do modelo maior de condução da política macroeconômica determinada pelo tripé. A obtenção sistemática de superávits primários passou a ser a condição necessária para manter o principal indicador das finanças públicas num patamar estável (e de preferência em queda) desde então. O uso da política fiscal com essa finalidade, contudo, não eliminou a instabilidade macroeconômica, inerente à própria forma como a estratégia foi montada, nem garantiu a retomada do crescimento. A volatilidade das expectativas dos agentes e a instabilidade das variáveis câmbio e juros aprisionaram a política na defesa da sustentabilidade da dívida. Desde então, o ajuste fiscal, ou seja, a variação nos superávits primários, passou a ser feito sempre em respostas às mudanças dessas variáveis e deixou a estratégia refém das expectativas do mercado.

Essa configuração mostrou-se condizente com a opção de desenvolvimento adotada pelo governo, cerca de uma década antes, de inserir o País na dinâmica internacional, promover aberturas financeira e comercial e integrar o circuito internacional de valorização do capital. A opção resultou em um modelo de condução de política fiscal que deveria criar as condições para uma boa avaliação do mercado a respeito da economia brasileira e, simultaneamente, agir em resposta à instabilidade provocada pelo próprio movimento do mercado. No final do governo FHC, essa instabilidade fica patente, dadas a crise internacional de 2001 e a instabilidade interna provocada pela incerteza com relação ao resultado das eleições de 2002. Mesmo sem obter estabilidade macroeconômica, é inegável que o regime fiscal havia se modificado significativamente. O País entrava nos anos 2000 com uma nova lógica de condução da política fiscal, com implicações sobre a estrutura do Estado, as relações federativas e a definição de regras fiscais e de controle do endividamento.

### 3.4 O Primeiro Governo Lula e o Aprofundamento do Regime Fiscal

As crises de 2001 e 2002 explicitaram a fragilidade da política macroeconômica, ancorada no ajuste da taxa de juros, em garantir a estabilidade sistêmica nos moldes do modelo do NCM. Entretanto, ao invés de levarem à mudança de estratégia macroeconômica, serviram para aprofundá-

---

<sup>27</sup> A taxa de crescimento real média do PIB entre 1999 e 2002 foi de 2,3% a.a., mesmo patamar do período de 1980 a 1993, de 2,2% (cf. ORAIR, 2016 e IPEADATA).

la e reafirmar o papel subordinado da política fiscal, a fim de dar condições para a política monetária atuar, bem como reagir aos efeitos negativos de câmbio e juros sobre as contas públicas.

O cenário em que Lula assumiu a presidência em 2003 era de instabilidade interna, trazida com as turbulências pré-eleitorais, e de vulnerabilidade externa, oriunda da reversão do ciclo de liquidez internacional a partir de 2001. O principal indicador fiscal havia fechado o ano anterior com o maior nível de fim de período já atingido até então (Tabela 5). Fortemente influenciada pela desvalorização cambial, que nos momentos de maior tensão havia se aproximado de R\$ 4/US\$, a relação dívida/PIB encerrou 2002 em 59,9%<sup>28</sup> e a inflação, medida pelo IPCA, índice usado para o cálculo das metas, havia chegado a 12,5%, ultrapassando em muito o limite do intervalo de tolerância de 2 p.p. acima do centro da meta estabelecida para o ano, de 3,5%. Esses resultados atestaram que a proposta de gestão na política fiscal no governo FHC cumpriu-se em parte, pois, a despeito dos avanços na reorganização fiscal e da gestão pública, não conseguiu eliminar o déficit público. Mantido o compromisso com a opção de política econômica implementada a partir de 1999, o governo que se iniciaria em 2003 teria que enfrentar uma situação adversa.

O primeiro passo da política do governo Lula foi estabelecer o que Barbosa e Souza (2010) chamam de um ajuste macroeconômico sólido e necessário para a retomada do controle da situação monetária, fiscal e cambial do País. No campo monetário, para conter a inflação e garantir a estabilidade do câmbio, que sofria ataques especulativos, o BC voltou à política de aumentar a taxa básica de juros, que chegou a 26,5% (entre fevereiro e julho de 2003) e fechou o ano em 16,5%. No campo fiscal, a demonstração de comprometimento com o ajuste ficou por conta do aumento das metas de superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB para o quadriênio de 2003-2006, no intuito de afastar a preocupação do mercado com a possibilidade de aumento explosivo da dívida pública.

**Tabela 5 – Indicadores de desempenho fiscal, Brasil (em % PIB)**

<b>Ano</b>	<b>Pagamento de Juros</b>	<b>Resultado Nominal</b>	<b>Superávit Primário</b>	<b>Dívida/PIB</b>
<b>2001</b>	6,6	-3,4	3,2	51,5
<b>2002</b>	7,6	-4,4	3,2	59,9
<b>2003</b>	8,4	-5,2	3,3	54,3
<b>2004</b>	6,6	-2,9	3,7	50,2
<b>2005</b>	7,3	-3,5	3,8	47,9
<b>2006</b>	6,8	-3,6	3,2	46,5

Fonte: Elaboração própria com base em dados de BACEN.

<sup>28</sup> Aproximadamente 2,6 pontos percentuais (p.p.) do PIB abaixo do pico atingido em setembro, de 62,5%.

Em 2003, o maior esforço fiscal como participação do PIB, aliado à apreciação cambial real de 18%, fez com que a relação dívida/PIB se reduzisse a 54,3% em dezembro. Uma redução mais significativa não ocorreu devido ao maior custo financeiro que incidiu sobre a dívida, em decorrência da política monetária austera praticada em 2003. A alta taxa de juros, a despeito de conseguir segurar a inflação<sup>29</sup>, ancorada na valorização cambial, implicou em maior pagamento de juros – 8,4% do PIB em 2003 – e se somou ao inexpressivo crescimento da economia em 2003, de 1,1%. Outro agravante é que o arrocho fiscal recaiu sobre os investimentos da União, que se reduziram de 1,1% do PIB em 2002 para 0,3% em 2003, e sobre o salário mínimo, que teve um aumento real de apenas 0,7% em 2003<sup>30</sup> (BARBOSA e SOUZA, 2010).

Diante da conjuntura, o governo Lula aprofundou o comportamento de acordo com o ideário ortodoxo, recorrendo à “contração fiscal expansionista” (GIAVAZZI e PAGANO, 1990). Segundo essa hipótese, a contração fiscal não provoca necessariamente recessão, nem mesmo no curto prazo, pois as ações do governo podem criar ambiente favorável à atuação privada, levando, ao contrário, à expansão econômica. Com base nessa visão, a partir de 2003 o governo orientou as ações fiscais em defesa da redução da dívida/PIB, pois acreditava que, aliada ao cumprimento das regras fiscais, trouxesse confiança do mercado à política macroeconômica e, assim, abrisse espaço ao crescimento.

O Ministro da Fazenda à época, Antonio Palocci, manteve a postura do governo anterior: aprofundou a política de geração de superávits primários e criou um plano de ajuste fiscal de longo prazo, para zerar o déficit nominal e incentivar o crescimento<sup>31</sup>. O diagnóstico do governo era de que a “menor necessidade de financiamento, a ser alcançada com o ajuste fiscal, reduziria o prêmio de risco dos títulos públicos e a taxa de juros, com reflexos sobre a disponibilidade de recursos públicos e os investimentos do setor privado” (LOPREATO, 2013, p.206).

A recuperação econômica de 2004 e a melhora dos indicadores fiscais deram certo respaldo à estratégia da “contração fiscal expansionista” tomada como norteadora das ações do Ministério da Fazenda. A apreciação cambial iniciada em 2003, a redução da inflação e da taxa de juros básica, e o crescimento das exportações (a despeito do câmbio apreciado) foram fatores importantes na retomada do crescimento da economia entre 2004 e 2005<sup>32</sup> (BARBOSA e SOUZA, 2010). Já a minirreforma tributária de 2004, com as mudanças na tributação do PIS/COFINS sobre as empresas

---

<sup>29</sup> Que fechou o ano em 9,3%, pouco acima do limite de tolerância de 8,5%.

<sup>30</sup> De acordo com Lopreato (2013, p.202): “Ao final do mandato de FHC, a situação fiscal, apesar do aumento da carga tributária e do elevado superávit primário, era motivo de preocupação, já que o baixo crescimento e a instabilidade dos juros e do câmbio comprometiam o comportamento da dívida pública e impunham restrições à retomada dos investimentos do setor público”.

<sup>31</sup> A esse respeito ver também Brasil (2003).

<sup>32</sup> O PIB cresceu 5,8% e 3,2% em 2004 e 2005, respectivamente (ORAIR, 2016).

trouxeram, em conjunto com a expansão do PIB, aumento da arrecadação pública, usado para elevar o resultado primário e reduzir o indicador dívida/PIB.

**Tabela 6 – Dívida líquida do setor público (em % PIB)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Dívida Líquida Total</b>	51,5	59,9	54,3	50,2	47,9	46,5
<b>Dívida Interna líquida</b>	42,0	44,4	43,2	42,4	44,8	47,6
<b>Dívida Externa Líquida</b>	9,5	15,6	11,0	7,8	3,1	-1,2

Fonte: Elaboração própria com base em dados de BACEN.

Com a evolução do favorável PIB e a redução da dívida, a “contração fiscal expansionista” ganhou força e logo se apresentaram os chamados a favor de maior ímpeto no ajuste fiscal. A defesa da austeridade passava pela geração de superávits progressivos até a eliminação do déficit nominal do setor público que, segundo o argumento de Delfim Netto (2005), conseguiria não apenas provocar queda significativa da relação dívida/PIB, como também reduzir a estrutura a termo das taxas de juros, com reflexo na conta de juros do País.

O objetivo do nominal zero num horizonte bem definido, com o congelamento das despesas em lugar do aumento dos impostos, criará instantaneamente uma expectativa de baixa do juro real, que facilitará à Secretaria do Tesouro a substituição de parte da dívida “selicada” para papéis pré-fixados (com prazos maiores), aumentando a potência da política monetária. (DELFIN NETTO, 2005, p.9)

Além da proposta de aumento significativo do superávit primário, a ponto de eliminar o déficit nominal, também se colocavam, de acordo com Tavares (2005), a necessidade de avançar as questões das reformas estruturais, presentes desde as propostas do PAI. Giambiagi (2005) e Velloso (2006) seguem a mesma linha e propõem medidas na área tributária e de gestão dos gastos públicos. São temas recorrentes na análise dos dois autores a questão previdenciária, com a definição de regras mais rígidas para alcançar os benefícios; a redução dos gastos não financeiros do setor público, principalmente da União, para elevar o superávit primário e o compromisso com os encargos financeiros; uma reforma tributária que, além de atingir eficiência na arrecadação, dispense o recurso das contribuições, de modo a expandir a receita sem contrapartida de gasto pré-estabelecido; a desvinculação das receitas das contribuições já existentes; redução dos gastos correntes do Estado com a máquina pública, com o enxugamento do quadro de pessoal; a focalização das políticas públicas, a fim de reduzir o escopo de programas sociais e de garantia de renda, entre outras. No limite, são reformas estruturais que, de acordo com essa visão, ao reduzirem a participação do Estado, garantem

o equilíbrio orçamentário de longo prazo e colocam o País no caminho do aumento dos investimentos, crescimento econômico e redução das mazelas sociais.

A opção pela “contração fiscal expansionista”, concentrada na austeridade fiscal e na solvência da dívida, abria pouco espaço às ações do Estado, principalmente no que cabe à articulação dos investimentos e à indução do crescimento. O papel do Estado restringia-se àquele proposto pelo NCM, de garantir a estabilidade sistêmica por meio do comprometimento com regras pré-definidas e de fornecer aos agentes um ambiente estável para a tomada de decisões. Como Barbosa e Souza (2010, p.8) afirmam, “nos três anos iniciais do governo Lula, a visão neoliberal foi predominante nas ações de política econômica”, mas, como o ajuste fiscal entre 2003 e 2005 não havia acelerado substancialmente o crescimento e, tampouco, havia ajudado na melhora substantiva do emprego e renda<sup>33</sup>, a estratégia esgotou-se e deu espaço às visões desenvolvimentistas, também presentes no interior do governo. A partir de 2006 ficam claras as opções de política segundo essa orientação.

### 3.5 Segundo Governo Lula<sup>34</sup> e as Mudanças na Condução da Política Fiscal

As propostas de aprofundamento do regime fiscal acirraram o debate dentro do próprio governo e a queda de Palocci representou o marco da mudança para a implementação de políticas de caráter desenvolvimentista. Essa visão não refletia uma escola de pensamento hegemônica, mas, contrapondo à visão neoliberal, conseguiu colocar propostas pragmáticas e relativamente coesas, baseadas principalmente (i) nos estímulos fiscais e monetários para acelerar o crescimento e aumentar o produto potencial da economia, (ii) nas transferências de renda e aumento real do salário mínimo para acelerar o desenvolvimento e (iii) no aumento do investimento público e da participação do Estado no planejamento de longo prazo. Apesar de boa parte das medidas coincidirem com o período da crise econômica mundial de 2008, as linhas de ação do Estado já estão dadas desde 2006 e não podem ser atribuídas a mero pragmatismo no enfrentamento da crise. A situação internacional reforçou a trajetória adotada e serviu de justificativa para a retirada de restrições ainda existentes e a continuidade da estratégia.

No caso dos incentivos e subsídios fiscais, com auge em 2009, a estratégia pautou-se basicamente em reduções tributárias de setores com alta articulação para frente e para trás na cadeia produtiva, em subvenções econômicas no âmbito do Plano de Sustentação do Investimento (PSI), além

---

<sup>33</sup> A média de crescimento do PIB foi de 3,4% a.a. entre 2003 e 2005, pouco acima dos dois governos anteriores, mas abaixo da média alcançada no período seguinte, de mudança da atuação fiscal, como veremos na sequência. O número total de empregados com vínculo formal teve aumento pouco expressivo, passando de 29,5 milhões em 2003 para 33,2 milhões em 2005 e a massa salarial real cresceu 1,2% a. a. no período (GOMES e CRUZ, 2017).

<sup>34</sup> Cronologicamente, o segundo mandato do presidente Lula se iniciou em janeiro de 2007. Para fins de representação da mudança da política econômica adotada, estamos considerando o ano de 2006.

da ampliação do crédito por meio das ações dos bancos públicos (Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES). As desonerações tornaram-se parte da política industrial tanto na Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP), de fomento ao setor industrial, quanto no PSI e se materializaram em medidas como as de: aproveitamento rápido de créditos tributários para investimento, depreciação acelerada dos investimentos, redução de tributos (IPI, PIS-PASEP, COFINS, IR, IOF) para aumento do investimento e das exportações, e equalização das taxas de juros. Destaca-se também a reconstituição do mecanismo de preferência pelas compras públicas, em que se estabeleceu uma margem (de até 25% acima do preço dos produtos estrangeiros) para o favorecimento na compra de produtos manufaturados e serviços nacionais e/ou de empresas que investissem em P&D no país. Este instrumento, aliado à proposta de conteúdo nacional, generalizado a partir do marco legal da exploração do pré-sal, buscava incentivar a produção nacional e o aumento da nacionalização das compras públicas, por meio da intervenção do Estado, voltado para elevar o seu poder de atuação no esforço de adensamento das cadeias produtivas e de indução à pesquisa e inovação no país. O investimento total no país, medido pela formação bruta de capital fixo, saiu de 15,8% do PIB em 2003 e “aproximou-se de 20% do PIB em 2008, patamar não conhecido pela economia brasileira desde os anos de 1970” (LOPREATO e DEDECCA, 2013, p.4) e, após pequena queda em 2009 devido à crise mundial, fechou 2010 em 20,2% do PIB.

Além desses incentivos, a segunda fase do governo Lula buscou gerar um círculo virtuoso a partir da atuação federal na redução das desigualdades sociais e na distribuição de renda (BARBOSA e SOUZA, 2010). A partir de 2006, intensificou-se o processo de transferência de renda como instrumento de desenvolvimento social e econômico e os estímulos ao consumo como fonte de crescimento da demanda agregada<sup>35</sup>. A lógica era a de que o aumento das transferências poderia ocorrer sem contraparte de desequilíbrios fiscais, uma vez que se autofinanciariam por meio do crescimento econômico e da arrecadação. O resultado esperado era o crescimento com a redução das desigualdades sociais, ao mesmo tempo em que se alcançava a estabilidade das contas públicas.

Os instrumentos de sustentação da proposta foram a política deliberada de crescimento real do salário mínimo e dos gastos sociais, com destaque para o Bolsa Família. A política do salário mínimo teve o intuito de recompor as perdas salariais do período de alta inflação e o poder de barganha dos trabalhadores, principalmente do setor de serviços e da economia informal (BARBOSA e SOUZA, 2010). A média de crescimento real do salário mínimo passou de 11,7% entre 2003-2005 para 24,7% entre 2006-2008<sup>36</sup>. A ampliação do Bolsa Família, por seu turno, expressava o compromisso do

---

<sup>35</sup> O consumo total cresceu a média de 5,2% ao ano entre 2006 e 2010, contra a média de 2,5% de 2003 a 2005 (LOPREATO e DEDECCA, 2013).

<sup>36</sup> Na mesma linha de argumentação, Baltar *et al.* (2017) afirmam que junto ao aumento real do salário mínimo, as negociações de classes ajudaram no aumento do poder de compra da renda do trabalho em 34,7% de 2003 a 2008 e 23,9% entre 2008 e 2013.

governo com as políticas de transferências de renda e de inclusão social, base da proposta que o elegera. Nesse caso, houve aumento sistemático dos recursos destinados ao programa ao longo do período, passando de 0,1% do PIB em 2003 para 0,4% em 2008. Além, disso, como Baltar *et al.* (2017) afirmam, o crescimento com inclusão social também se caracterizou pela elevada criação de emprego formal no período, que chegou a 44,1 milhões de vínculos em 2010, ano com a maior geração líquida de postos de trabalho (2,6 milhões) desde a estabilização econômica (GOMES e CRUZ, 2017).

O aumento real do salário mínimo e das transferências de renda, aliados à expansão do crédito e ao quadro internacional favorável até a crise, acabaram por evidenciar as possibilidades de crescimento baseado no mercado doméstico e na expansão da demanda agregada, em simultâneo com a redução consistente das desigualdades sociais<sup>37</sup>.

A expansão do consumo veio acompanhada do aumento do investimento público e da participação do Estado na economia, por meio dos programas governamentais de grande vulto e do papel dos bancos públicos e das empresas estatais. As ações, capitaneadas pela articulação entre o Ministério da Fazenda e o BNDES, buscavam remontar a capacidade de atuação dos mecanismos fiscais e financeiros de sustentação do investimento e de apoio às atividades privadas.

Os programas do PAC e o Minha Casa Minha Vida foram importantes na retomada da articulação entre o setor público e o capital privado, por conta do apoio via crédito público e os instrumentos fiscais, buscando expandir gastos em infraestrutura e programas sociais. A PDP, por seu turno, representou uma ação sistêmica no campo industrial maior do que a política anterior (Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior), no intuito de reforçar a interação entre as instituições públicas e o setor privado e impulsionar a competitividade em vários setores, embora não tenha alcançado os resultados esperados para o setor industrial<sup>38</sup>. A articulação entre os interesses públicos e privados, promovida pelo Estado com o uso de incentivos fiscais e financiamento do BNDES, se deu basicamente por meio de três eixos de atuação: a criação de grupos com participação pública e privada, para investir em infraestrutura; o incentivo às fusões e incorporações, para a concentração setorial e para o ganho de competitividade no mercado internacional; e o patrocínio da internacionalização das empresas nacionais. Com essas ações, incorporava-se na política industrial a tese da atuação global dos grupos nacionais para aumentar a competitividade internacional e gerar empregos e inovações no mercado interno, refletindo positivamente na economia como um todo<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> O índice Gini caiu de 0,587 em 2002 para 0,533 em 2011 (dados de 2010 não publicados) (GOMES e CRUZ, 2017).

<sup>38</sup> A valorização cambial e o avanço da China foram fatores que, certamente, contribuíram para as dificuldades vividas pelo setor industrial.

<sup>39</sup> Para uma análise aprofundada das transformações produtivas, desenvolvimento industrial no Brasil e internacionalização das empresas brasileiras ver Hiratuka e Sarti (2011, 2017).

Os bancos públicos funcionaram, primeiramente, de maneira anticíclica, ao fornecerem o crédito necessário no momento de tensão do mercado financeiro (privado) por conta da crise global. A política de equalização das taxas de juros nas operações de financiamento de investimento (PIS-BNDES) e as linhas de crédito de capital de giro atenuaram a crise e impulsionaram a recuperação econômica. Com a finalidade de evitar os riscos de crise bancária, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal adquiriram participação em instituições financeiras e ampliaram a presença no mercado bancário brasileiro, de modo a reafirmar o papel dos bancos públicos como agentes financiadores do longo prazo e propulsores do crescimento.

A estratégia oficial buscou ainda fortalecer a capacidade financeira e o poder de ação das empresas estatais. A Eletrobras, a Valec-Engenharia e a Petrobras, tiveram aumento do capital viabilizado via Tesouro Nacional<sup>40</sup>, a fim de cumprirem a tarefa de coordenar as ações em áreas prioritárias, catalisar novos investimentos e fomentar o gasto privado. A Eletrobrás assumiu parcela relevante dos projetos do PAC e se beneficiou com o aumento de sua participação nos projetos hidroelétricos, nos investimentos em energia nuclear e nas linhas de transmissão. A Valec elevou o capital social e o quadro de pessoal, além de retomar, desde 2009, a construção da ferrovia Norte-Sul, bem como manteve sob sua responsabilidade os projetos de construção e de concessões previstos no PAC<sup>41</sup>. Por fim, a Petrobras é o principal exemplo da mudança de postura do governo com relação às suas estatais. Entre 2007 e 2008, a empresa teve aumento significativo de capital e ocorreu a mudança do marco regulatório, ambos possibilitados pela descoberta do pré-sal. A adoção do sistema de partilha deu à União maior controle e parcela do óleo explorado e a Petrobras tornou-se a operadora única nessa atividade, com participação de 30% em todos os blocos. Essas e outras medidas<sup>42</sup> demonstraram a aposta do governo no poder da empresa e do setor em elevar os gastos e liderar a retomada do crescimento.

O resultado foi o crescimento dos investimentos públicos em 17% a. a. em termos reais entre 2006 e 2010, capitaneados pela atuação das empresas estatais federais, cujos investimentos aumentaram em 130,5% no período<sup>43</sup>. A retomada dos investimentos, aliada à maior oferta do crédito e ao aumento do consumo, graças aos mecanismos de distribuição de renda, responsáveis por

---

<sup>40</sup> Ver Lopreato (2013, cap.5) para discussão mais aprofundada.

<sup>41</sup> As alterações previstas no novo marco regulatório do setor ferroviário, como a possibilidade de comercializar trechos de concessionárias privadas ainda não explorados, também cria condições para a Valec intervir no manejo da malha ferroviária e aumentar a atuação do Estado no transporte de grandes cargas.

<sup>42</sup> Como a cessão onerosa à Petrobras, sem licitação, da prospecção de petróleo e gás em áreas ainda não concedidas, o pagamento por meio de títulos da dívida pública mobiliária federal, a subscrição de ações do capital social da Petrobras, além da criação da Pré-Sal Petróleo SA.

<sup>43</sup> De acordo com Orair (2016), o volume de investimentos das estatais federais em 2010 era da ordem de R\$ 105,1 bilhões contra R\$ 45,6 bilhões, a preços de 2015. Os investimentos do governo central (Tesouro Nacional, INSS e BC) apresentaram a maior taxa de crescimento anual (25,3% ao ano), porém com um volume de recursos representando em média, 40% dos investimentos das estatais.

incorporar parcela significativa da população ao mercado de massa, contribuíram para a expansão do PIB. O ritmo de crescimento, apesar de se manter abaixo do patamar observado nos países em desenvolvimento, atingiu a 4,6% a.a., maior média desde o Plano Real.

A maior presença do Estado e as ações de caráter desenvolvimentista alteraram em parte o cânone macroeconômico, pois, mesmo mantendo o tripé, as medidas no campo fiscal se destinaram ao controle da demanda agregada e ao fomento do crescimento econômico<sup>44</sup>.

Ampla expressão da nova forma de enxergar o papel da política fiscal no desenho da política macroeconômica veio por meio das ações de estabilização da relação dívida/PIB e da dinâmica de geração dos superávits primários. As metas de superávit primário passaram por constantes revisões, principalmente no que cabe aos descontos da parcela de investimento público do seu cálculo<sup>45,46</sup>, na tentativa de acelerar o crescimento. Certamente, o foco se voltou ao denominador da relação dívida/PIB. Apesar das críticas à política de redução do esforço primário, a estratégia não rompeu com os elementos centrais do regime fiscal do governo anterior e tampouco houve descuido com o resultado fiscal. Pelo contrário, as contas públicas apresentaram bom desempenho. O déficit nominal, depois de crescer a 3,2% do PIB em 2009 (ano agudo da crise mundial) voltou a se reduzir para 2,4% em 2010, índice baixo quando comparado à situação internacional. A relação dívida/PIB caiu de maneira sistemática e o aumento verificado em 2009 logo foi revertido, fazendo a relação voltar ao patamar de 2008, graças, em boa medida, ao efeito do crescimento do PIB sobre a dívida (Tabela 7).

---

<sup>44</sup> Retomando, em certa medida, o pensamento da vertente pós-keynesiana que defende que a política fiscal tem, pelo menos, o mesmo peso que a política monetária no controle macroeconômico (ARESTIS e SAWYER, 2003c; FONTANA, 2009b; TCHERNEVA, 2008).

<sup>45</sup> A primeira medida neste sentido foi a exclusão da contabilização dos gastos primários os investimentos do Plano Piloto de Investimentos em 2005, sendo 2006 o primeiro ano em que esse artifício contábil foi utilizado. A exclusão dos investimentos do PAC consolidou essa estratégia nos anos seguintes, que se ampliou em 2009, ao deixar de contabilizar os investimentos da Petrobras e da Eletrobrás.

<sup>46</sup> "... a proposta desenvolvimentista era adaptar as metas fiscais à importância do investimento público e ao peso do pagamento de juros sobre o orçamento público, retirando os investimentos mais estratégicos do cálculo do resultado primário do governo federal" (BARBOSA, 2010, p.13).

**Tabela 7 – Evolução da dívida líquida do setor público, consolidado (em % PIB)**

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Dívida líquida total - saldo</b>	<b>46,5</b>	<b>44,6</b>	<b>37,6</b>	<b>40,9</b>	<b>38</b>
<b>Dívida líquida - var. ac. ano</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-7</b>	<b>3,4</b>	<b>-3</b>
<b>Fatores condicionantes</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>5,8</b>	<b>2,9</b>
NFSP	3,6	2,7	2	3,2	2,4
Primário	-3,2	-3,2	-3,3	-1,9	-2,6
Juros nominais	6,7	6	5,3	5,1	5
Ajuste cambial	-0,3	0,8	-2,5	2,4	0,5
Dívida externa - outros ajustes	0,1	-0,1	-0,8	0,3	0
Reconhecimento de dívidas	0	0	0	0	0,1
Privatizações	-0,1	0	0	-0,1	-0,1
<b>Efeito do crescimento do PIB sobre a dívida</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>-5,9</b>

Fonte: Elaboração própria com base em dados de BACEN.

Enfim, pode-se afirmar que os fatores determinantes do sucesso da trajetória econômica do governo Lula, sobretudo pós-2006, não estão na manutenção do tripé convencional da política macroeconômica, mas sim nas mudanças da forma de atuação da política fiscal e do papel do Estado, presentes na política de aumento real do salário mínimo e na expansão dos gastos sociais e dos investimentos públicos, aliadas aos mecanismos de apoio ao capital privado e de defesa do crescimento e à ampliação da oferta de crédito que, em conjunto, sustentaram a retomada do PIB com melhor distribuição de renda.

O olhar atento revela que o Governo Lula, ao mesmo tempo em que se manteve fiel à convenção macroeconômica tradicional, em resposta a um conjunto variado de interesses solidamente consolidados na sociedade brasileira, criou espaços para as políticas de caráter social, cumprindo promessas de campanha (ERBER, 2011). O governo, em verdade, soube servir simultaneamente a dois senhores e manter apoios de diferentes setores, combinando o sucesso em garantir o crescimento do PIB com a distribuição de renda, sem descuidar dos interesses da camada mais alta de renda.

### Considerações Finais

Os pressupostos do NCM estão presentes no ideário dos formuladores de políticas públicas no Brasil desde a implantação do Plano Real e a mudança ocorrida no segundo governo Lula foi, de certa forma, “sancionada” internacionalmente. No contexto da crise mundial, a necessidade de socorrer os países dos efeitos da recessão deu lugar às propostas de revisão da teoria dominante, com a ampliação das ações de política fiscal. O chamado do *mainstream* em defesa de políticas fiscais ativas durante a crise se justificava diante da insuficiência dos mecanismos monetários em lidar com os

aspectos “estritamente financeiros” e com seus desdobramentos sobre a economia real. O *mainstream* passou a reconhecer que, em casos excepcionais (*sic*), quando a política monetária perde a eficácia, a política fiscal deve ser acionada, de maneira pontual, para estimular a atividade e ajudar na estabilização econômica, dada a sua capacidade de atuação na demanda agregada<sup>47</sup> (BERNANKE, 2002; KRUGMAN, 2005).

As mudanças na área fiscal realizadas no governo Lula foram apreendidas, no primeiro momento, como medidas exploratórias das possibilidades presentes no arcabouço convencional e passaram a ser criticadas quando se tornou evidente que os efeitos internos da crise haviam sido superados e a estratégia, pensada como temporária pelos simpatizantes do modelo teórico da NCM, não se alterou. De fato, as medidas adotadas desde 2006 revelaram alterações do comportamento do governo em favor de políticas de caráter desenvolvimentista.

A novidade colocou-se na adoção de um conjunto de ações de maior envolvimento do Estado no fomento ao crescimento, em substituição à estratégia anterior de privilegiar o papel do mercado no projeto de desenvolvimento. As mudanças não podem ser confundidas com o descomprometido das regras do regime fiscal, estabelecido mais de uma década antes, pois se manteve o compromisso de estabilidade da dívida pública e de solvência da situação fiscal, bem como as práticas orçamentárias e os limites de gestão fiscal definidos na LRF.

As críticas às mudanças intensificaram-se no governo Dilma, abrangendo desde os argumentos convencionais, como os de inchaço da máquina pública, de aumento dos gastos correntes até os referentes aos mecanismos usados na capitalização dos órgãos públicos ou na dinâmica de geração de superávit primário, que passou a ser conhecida como “contabilidade criativa”<sup>48</sup>. O maior clamor das críticas tem explicações de diferentes ordens, mas, no plano teórico, pode ser lido como o esforço conservador de, superado o momento mais agudo da crise, retornar ao conforto da visão convencional de defesa da ortodoxia fiscal<sup>49</sup> e do fim de políticas desenvolvimentistas. O embate, mesmo no campo convencional, não alcançou o consenso e não estão certos os desdobramentos a serem incorporados nas ações efetivas de política fiscal.

Os últimos anos do governo Lula mostraram que, mesmo diante dos limites em alterar o tripé de política macroeconômico, é viável rever a forma de pensar a política fiscal, com a sua

---

<sup>47</sup>Segundo Santos (2011, p. 85), “em tempos de taxas de juros muito baixas, crises severas (principalmente de deflação) ou no caso de países pertencentes a uniões monetárias (notadamente a União Europeia) sofrerem choques individuais, a política fiscal pode entrar em cena atuando no ajuste da demanda agregada”.

<sup>48</sup>O conceito refere-se ao fato do governo utilizar recursos oriundos de fora do que é considerado “setor público” no cálculo do resultado primário para aumentar seu superávit. Os instrumentos, presentes desde 2010, englobam pagamentos de dividendos ao Tesouro por empresas fora do conceito de setor público, venda de patrimônio público e empréstimos a empresas estatais também fora do conceito, antecipação de receitas, criação de receita primária, pagamento de despesas com títulos da dívida pública e mesmo o adiamento dos pagamentos, aumentando a rubrica “restos a pagar” de cada exercício orçamentário.

<sup>49</sup>Ver Barros (2010), Garcia (2010) e Mendes (2014), entre outros.

flexibilização em favor de medidas que coloquem o Estado como ator-chave na condução e no fomento do crescimento econômico.

Os avanços na gestão dos recursos públicos alcançados após a estabilização econômica não podem ser negados e permitiu melhor conhecimento sobre a realidade orçamentária, nem é o caso de negar que a adoção de regras fiscais limita comportamentos espúrios e descompromissos com as contas públicas. O que deve ser colocado em discussão é que um modelo que respeite esses avanços pode também se valer de um Estado mais presente na economia, cumprindo o papel de agente comprometido com crescimento econômico e redução das desigualdades sociais e econômicas. Os modelos que podem dar suporte teórico a essa visão existem, se recorrermos, por exemplo, à contribuição recente da escola pós-keynesiana<sup>50</sup>. Além disso, a experiência recém adotada mostrou a viabilidade da estratégica, confirmada pelo crescimento econômico apresentado até 2010. A dificuldade está em arregimentar força política em favor de um programa em condições de defender a opção do desenvolvimentismo social e de enfrentar as amarras antepostas ao avanço de um país com melhor distribuição de renda.

## Referências

- ALLSOPP, C.; VINES, D. The macroeconomic role of fiscal policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v.21, n.4, p.485-508, 2005.
- ARESTIS, P. "What is the new consensus in macroeconomics?". In: ARETIS, P. (Ed.) *Is there a New Consensus in Macroeconomics?* London: Palgrave MacMillan. 2007.
- ARESTIS, P. New consensus macroeconomics: a critical appraisal. *Levy Economics Institute Working Paper*, n.564, may 2009.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. New consensus, New Keynesianism, and the economics of the third way. *Levy Economics Institute Working Paper*, n.364, 2002.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. On the effectiveness of monetary policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n.369, 2003a.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. Reinventing fiscal policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n.381, 2003b.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. The case for fiscal policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n.382, 2003c.
- BACHA, E. L. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, v.14, n.1, p.5-17, 1994.
- BALTAR, P.; SOUEN, J.; CAMPOS, G. Emprego e distribuição de renda. *Texto para Discussão*, Campinas, IE-UNICAMP, n. 298, 2017.
- BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. "A inflexão do Governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda". In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Orgs). *Brasil: Entre o passado e o futuro*. São Paulo: Boitempo, 2010.
- BARRO, R. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, v.82, n.6, p.1095-1117, 1974.

---

<sup>50</sup> Como Setterfield (2005); Fontana (2009b) e Tcherneva (2011a; 2011b; 2012a, 2012b).

- BARRO, R.; GORDON, D. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *NBER Working Paper*, n.1079, 1983.
- BARROS, L. C. M. Arredondando o debate sobre o BNDES. *Valor Econômico*, Opinião, A13, 16 ago.2010.
- BELLUZZO, L. O declínio de Bretton Woodse a emergência dos mercados globalizados. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.1, v. 4, junho, 1995.
- BERNANKE, B. Deflation: making sure “it” doesn't happen here. *Remarks Before the National Economists Club*. Washington, D.C, 2002.
- BLANCHARD, O. The state of macro. *NBER Working Paper*, n.14259, 2008.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAORO, P. Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note*, n. 10/03, 2010.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAORO, P. Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. *IMF Staff Position Note*, n. 13/03, 2013.
- BLANCHARD, O.; SUMMERS, L. Rethinking stabilization policy. Back to the future. *Peterson Institute for International Economics*. 2017. Disponível em: <<https://piie.com/system/files/documents/blanchard-summers20171012paper.pdf>>. Acesso em 15/10/2017:
- BLINDER, A. The case against the case against discretionary fiscal policy. *Center for Economic Policy Studies Working Papers*, University of Princeton, n. 102, jun.2004.
- BRASIL. *Política econômica e reformas estruturais*. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Economia, 2003.
- CARLIN, W.; SOSKICE, D. *Macroeconomics: imperfections, institutions and policies*. Oxford: Oxford University Press, 2006.
- CLAESSENS, S. et al. Lessons and policy implications from the global financial crisis. *IMF Working Paper*, n. 10/44, 2010.
- CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. The Science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, v.37, n.4, p.1661-707, dez.1999.
- DELFIN NETTO, A. Déficit nominal zero. *Boletim de Conjuntura & Tecnologia*, Curitiba, UFPR, n.1, v.2, jul./ago.2005.
- DEVEREUX, M. Fiscal deficits, debt, and monetary policy in a liquidity trap. *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, n.44, abr.2010.
- EGGERTSSON, G. What fiscal policy is effective at zero interest rates? *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 402, 2009.
- EICHENGREEN, B. “Macroeconomic and financial policies before and after the crisis”. In: OBSTFELD, M.; CHO, D.; MASON, A. (Eds.). *Global economic crisis impacts, transmission and recovery: Impacts, transmission and recovery*. Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar, 2012.
- ERBER, F. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Rev. Econ. Política*, v.31, n.1, p.31-55, 2011.
- FILGUEIRAS, L. *História do Plano Real*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2000.
- FONTANA, G. Whither New Consensus Macroeconomics? The role of government and fiscal policy in modern macroeconomics. *Levy Economics Institute Working Paper*, n.563, 2009a.
- FONTANA, G. “Fiscal policy in today’s endogenous money world”. In: CREEL, J.; SAWYER, M. (Eds.). *Current thinking on fiscal policy*. London: Palgrave Macmillan, 2009b.

- FORDER, J. The historical place of the Friedman-Phelps' expectation critique. *Department of Economics Discussion Paper Series*, University of Oxford, n.399, 2007.
- FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *The American Economic Review*, v.58, n.1, p.1-17, mar. 1968.
- GARCIA, M. G. P. Contabilidade criativa e risco fiscal. *Valor Econômico*, Opinião, A15, 17 set.2010.
- GIAMBIAGI, F. Uma agenda fiscal para 2007-2010. *Texto para Discussão*, IPEA, Rio de Janeiro, n.1123, out.2005.
- GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. "Can severe fiscal contraction be expansionary?" In: BLANCHARD, O.; FISCHER, S. (Eds.). *NBER Macroeconomics Annual*, 1990.
- GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. Dívida Líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. *Texto para Discussão*, IPEA, Brasília, n.1514, dez.2010.
- GOLDFAJN, I.; GUARDIA, E. Regras fiscais e sustentabilidade da dívida no Brasil. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n.39, jul.2003.
- GOMES, G.; CRUZ, C. *Vinte anos de Economia Brasileira: Atualização*. Brasília: Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, 2017.
- GOODFRIEND, M.; KING, R. G. The New neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual*, v.12, p.231-283, 1997.
- GUARDIA, E. R. *O regime fiscal brasileiro*. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1999, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.
- GUARDIA, E.R. "As razões do ajuste fiscal". In: GIAMBIAGI, F.; REIS, J.G.; URANI, A. (Orgs.). *Reformas no Brasil: balanço e agenda*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.
- HELLER, P. S. Considering IMF's perspective on a "sound fiscal policy". *International Monetary Fund Discussion Paper*, n.02/08, jul. 2002.
- HIRATUKA, C.; SARTI, F. Investimento direto e internacionalização de empresas brasileiras no período recente. *Textos para Discussão*, IPEA, Brasília, n. 1610, 2011.
- HIRATUKA, C.; SARTI, F. Transformações na estrutura produtiva global, desindustrialização e desenvolvimento industrial no Brasil. *Revista de Economia Política*, v.37, n.1, p.189-207, 2017.
- KING, R. G. Quantitative theory and econometrics. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, p.53-105, summer 1995
- KIRSANOVA, T.; STEHN, S.; VINES, D. The interactions between fiscal policy and monetary policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 532-64, 2005.
- KYDLAND, F.E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *The Journal of Political Economy*, v.85, n.3, p.473-492, 1977.
- KRUGMAN, P. Is fiscal policy poised for a comeback? *Oxford Review of Economic Policy*, v.21, n.4, p.515-523, 2005.
- LEEPER, E. Equilibria under "active" and "passive" monetary and fiscal policies. *Journal of Monetary Economics*, v. 27, n. 1, p. 129-147, 1991.
- LEEPER, E. WALKER, T. "Perceptions and misperceptions of fiscal inflation". In: ALESINA, A.; GIAVAZZI, F. (Eds.). *Fiscal Policy after the financial crisis*. Chicago: National Bureau of Economic Research Conference Report, Chicago Press, 2013.
- LOPREATO, F. Novos tempos política fiscal e condicionalidades pós-80. *Revista de Economia Contemporânea*, v.8, n.1, p.125-154, jan./jun. 2004.

- LOPREATO, F. O papel da política fiscal: um exame da visão convencional. *Texto para Discussão*, IE-UNICAMP, Campinas, n. 119, fev.2006a.
- LOPREATO, F. “Política fiscal: mudanças e perspectivas”. In: CARNEIRO, R. (Org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: UNESP, 2006b.
- LOPREATO, F. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. São Paulo: UNESP, 2013.
- LOPREATO, F.; DEDECCA, C. Os desafios de um padrão de investimento para o crescimento com redução da desigualdade no Brasil. *Texto para Discussão*, IE-UNICAMP, Campinas, n. 223, 2013.
- LUCAS, R.E. Jr. “Econometric policy evaluation: a critique” .In: BRUNNER, K.; MELTZER, A. *The Phillips Curve and labor markets*. New York: Elsevier, 1976, p.19-46.
- MCCALLUM, B. T. Monetary policy analysis in models without money. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v.83, n.4, p.145-160, jul/ago. 2001.
- MEYER, L. H. Does money matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*,v.83, n.5, p.1-15, 2001.
- MENDES, M. *O que é contabilidade criativa?* [Online] Brasil Economia e Governo, 2014. Disponível em: <[www.brasil-economia-governo.org.br/?p=2132](http://www.brasil-economia-governo.org.br/?p=2132)>.Acesso em 16/10/2015:
- ORAIR, R. Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal. *Textos para Discussão*, IPEA, Brasília, n. 2215, 2016.
- PRATES, D. M. O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008. *Textos para Discussão*, CEPAL-IPEA, Brasília, n. 12, 2010.
- SANTOS, F. A. *A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal?* Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.
- SARGENT, T.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 1981.
- SETTERFIELD, M. *Is there a stabilizing role for fiscal policy in the new consensus?* Duplim Dublin: Department of Economics at Trinity College, University of Dublin, 2005.
- SNOWDON, B.; VANE, H. R. *Modern Macroeconomics: its origins, development and current state*. Northampton, MA: Edward Elgar, 2005.
- SOLOW, R. M. Rethinking fiscal policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v.21, n.4, p.509-514, 2005.
- TAVARES, M. Vinte anos de política fiscal no Brasil: dos fundamentos do novo regime à Lei de Responsabilidade Fiscal. *Revista de Economia & Relações Internacionais*, v.4, n.7, jul. 2005.
- TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v.39, n.1, p.195-214, 1993.
- TCHERNEVA, P. The Return of fiscal policy: can the new developments in the new economic consensus be reconciled with the post-Keynesian view? *Levy Economics Institute Working Paper*, n.539, 2008.
- TCHERNEVA, P. Fiscal policy effectiveness: lessons from the great recession. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 649, jan. 2011a.
- TCHERNEVA, P. Fiscal Policy: why aggregate demand management fails and what to do about it. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 650, 2011b.
- TCHERNEVA, P. Permanent on-the-spot job creation: the missing Keynes plan for full employment and economic transformation. *Review of Social Economy*, v.70, n.1, p.57-80, 2012a.

- TCHERNEVA, P. Reorienting fiscal policy after the great recession. *Levy Economics Institute Working Paper*, n.719, may 2012b.
- VARGAS, N. C. *Estados no Brasil e o controle fiscal e financeiro pela União no pós-Real*. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2006.
- VELLOSO, R. Escancarando o problema fiscal: é preciso controlar o gasto não financeiro obrigatório da União. In: VELLOSO, R. (Org.) *POR QUE O BRASIL NÃO É UM PAÍS DE ALTO CRESCIMENTO?* J. Olympio, Rio de Janeiro, 2006.
- WOODFORD, M. *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*. Princeton: Princeton University Press. 2003.
- WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *Remarks for a panel discussion at the AEA meeting*. Jan. 2008. Disponível em <[http://www.columbia.edu/~mw2230/Convergence\\_AEJ.pdf](http://www.columbia.edu/~mw2230/Convergence_AEJ.pdf)>. Acesso em 16/10/2015:

## Capítulo 4

### A Política Fiscal no Contexto da Financeirização: Teoria Insuficiente e Indicadores Inadequados<sup>1</sup>

#### Resumo<sup>2</sup>

O trabalho se propõe a problematizar a concepção de política fiscal no pensamento dominante em macroeconomia. A crítica enfoca a insuficiência dessa corrente em captar as relações entre o Estado e o capitalismo financeirizado e a inadequação dos indicadores utilizados para a avaliação da política fiscal. Num padrão de acumulação em que a gestão de ativos e a valorização da riqueza financeira dominam os movimentos dos fluxos econômicos, a política fiscal, muito além de lidar com receitas tributárias e despesas reais, se depara com a gestão dos estoques, seus movimentos e remunerações. Usando o caso da economia brasileira, mostra-se que as ações de natureza financeira e patrimonial que o Estado é compelido a realizar impactam o resultado fiscal de maneira mais significativa que os efeitos das receitas e despesas públicas, de maneira que, os indicadores-síntese utilizados, não expressam a dinâmica real das contas públicas e seu impacto sobre a economia.

**Palavras-chave:** Política fiscal – Brasil; Novo consenso macroeconômico, Financeirização.

#### Abstract

##### *Fiscal policy in the context of financialization: insufficient theory and inadequate indicators*

The paper queries the conception of fiscal policy in mainstream macroeconomics. The critics focus on the insufficiency of this approach to capture the relations established between the state and financialized capitalism and on the inadequacy of the indicators used to assess fiscal policy. In a pattern of capital accumulation in which the asset management and the financial wealth valuation overcome economic flows, fiscal policy, far beyond dealing with tax collection and real spending, must manage the financial stocks and their yields. Using the Brazilian economy as the case study, the paper shows that the financial and patrimonial management of the federal state is compelled to have greater impacts on fiscal balance than those related to public spending and collection. In a sense, the chosen fiscal indicators do not express the real dynamics of fiscal accounts and their impacts on the economy.

**Keywords:** Fiscal policy – Brazil; New macroeconomic consensus; Financialization.

**JEL** G32.

---

<sup>1</sup> Artigo em co-autoria com o co-orientador desta tese, prof. Dr. Geraldo Biasoto Junior. Publicado na Revista Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1063-1095, dez. 2017 <http://dx.doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art9> e devidamente autorizado para compor a tese de acordo com Anexo 2.

<sup>2</sup> Só pra acertar as referencias. Apagar depois

## Introdução

O pensamento dominante atual em macroeconomia, o Novo Consenso Macroeconômico (NCM), coloca a ênfase da discussão sobre a política fiscal na questão da sustentabilidade da dívida pública e no tamanho do superávit primário necessário para garantir-lhe uma dinâmica sustentável no tempo. A adoção de ambos como principais sinalizadores do comportamento fiscal serviu ao propósito de obscurecer o verdadeiro sentido das relações econômicas que estão por trás dos números.

A supremacia do superávit primário como medida e meta de política econômica esvaziou a discussão sobre a atuação fiscal do Estado na dinâmica da economia. É como se pouco importasse se a meta fosse alcançada com carga tributária de 10% ou 30% do PIB ou se os gastos se concentrassem no pagamento de salários ou de investimentos em infraestrutura.

O mesmo problema aparece no tratamento das questões de endividamento público. A relação dívida/PIB surge como elemento de síntese, com poder explicativo absoluto, mas questões teóricas decisivas são ignoradas por aqueles que defendem a sustentabilidade da dívida como valor supremo. Primeiro, a relação entre estoques e fluxos está sujeita a muitos condicionantes que não têm sido levados em consideração no pensamento dominante. Segundo, ter por base uma estrutura de passivos sem dimensionar e integrar os agentes possuidores dos respectivos ativos à análise, pouco esclarece sobre a verdadeira situação das contas públicas e sobre a atuação do Estado.

A crise de 2008 apontou a verdadeira dimensão e significado da política fiscal na economia capitalista. Mostrou, sobretudo, como a política fiscal é executada em um mundo dominado pela financeirização e seu papel na gestão de ativos e passivos do conjunto do sistema. Ademais, deixou transparentes os limites de se pensar essa política com base simplesmente no uso dos atuais indicadores de déficit e dívida.

A proposta do artigo é, a partir de dados da economia brasileira, questionar a política fiscal no NCM e o emprego dos indicadores fiscais tradicionais, por sua incapacidade de refletir aspectos relevantes da dinâmica das contas públicas. O uso desses indicadores é ainda mais problemático na fase atual, financeirizada, do capitalismo, cuja dinâmica deixou de se basear em fluxos e se sustenta na gestão de ativos e na valorização da riqueza financeira.

Com esse objetivo o artigo é dividido em 4 seções, além dessa introdução. Na seção 1 resgatamos o modelo do NCM e a lógica que impõe o uso dos indicadores fiscais como meta a ser alcançada e as implicações sobre a condução da política fiscal. Argumentamos que, no NCM, a política fiscal ocupa lugar subordinado e de âncora das principais variáveis macroeconômicas. Na seção 2, fazemos a crítica à lógica do NCM segundo a perspectiva de uma economia monetária da produção – abordagem que será utilizada no restante do artigo. Chamamos a atenção para um entendimento mais amplo das finanças públicas, mostrando o papel do Estado de garantir a gestão da riqueza em suas diversas formas e mercados. Argumentamos que o Estado é instado a realizar políticas de gestão do

estoque de riquezas e dos ativos privados e a assumir responsabilidades sobre sua valorização. Por essas razões, suas tarefas no capitalismo financeirizado são muito mais complexas e dispendiosas do que aquelas vigentes quando suas ações se limitavam a gerir os fluxos de renda e produção. Na seção 3, usamos os dados da economia brasileira para justificar a abordagem aqui adotada, identificando as principais ações de natureza financeira e patrimonial que impactam o resultado das contas públicas, de modo a mostrar que em uma economia financeirizada, a gestão fiscal está longe de refletir apenas os efeitos das receitas e despesas públicas. Na sequência, tecemos algumas considerações finais.

#### 4.1 A Política Fiscal no Pensamento Dominante e os Indicadores Fiscais

Há algumas décadas não era difícil entender a política fiscal e os resultados apresentados nos indicadores usuais. Em um capitalismo regulado<sup>3</sup>, o comportamento fiscal estava diretamente relacionado aos fluxos de receitas e despesas, o que exigia refletir sobre a dinâmica do sistema tributário e das principais funções do setor público. O controle da política fiscal vinculava-se às condições de gestão orçamentária e os níveis de endividamento público e de gastos com juros não despertavam maiores preocupações.

A dinâmica econômica, baseada fundamentalmente em fluxos, não se confrontava com grandes estoques e o uso de instrumentos financeiros sofisticados era restrito e pouco impactava as contas públicas, deixando-a livre para tratar das questões relativas à distribuição dos gastos e ao movimento da arrecadação. As fronteiras de identificação do campo fiscal eram mais nítidas e, teoricamente, trabalhava-se com conceitos mais restritos de contas públicas.

A preocupação dos teóricos da síntese neoclássica e dos monetaristas na aferição do resultado fiscal atendia à busca de captação do impacto das contas públicas sobre a demanda agregada, por se acreditar que a presença do Estado deficitário poderia resultar em processos inflacionários, gerados, no entender dos monetaristas (Friedman, 1948; Friedman e Heller, 1969), pela expansão monetária e crescente demanda de bens e, na visão da síntese, pelo desequilíbrio entre oferta e demanda agregada.

O uso do conceito de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), que expressa de maneira relativamente clara e simples o déficit público consolidado, serviu de suporte ao modelo monetário de ajuste do balanço de pagamentos (BP) que embasou as políticas de ajuste do Fundo Monetário Internacional, implementadas como parte dos acordos realizados no período da crise da dívida externa nos anos 1980 (Biasoto, 1995). O déficit público era visto como determinante do excesso de crédito interno líquido, responsável por ampliar a demanda agregada e gerar os problemas de BP (Bacha, 1983). Assim, a redução do déficit em conta corrente dependia do sucesso em fazer o

---

<sup>3</sup> Ver Belluzzo (1995).

ajuste fiscal, já que o controle do déficit público implicava cortes do crédito líquido da autoridade monetária e redução da demanda, com queda das importações.

Nessa discussão, portanto, a posição corrente das contas públicas era o foco da atenção e o conceito de NFSP medida suficiente para indicar a situação fiscal de determinado país. Controlar a NFSP significava controlar o impacto do setor público na economia, pois, dada a relação entre a política fiscal e a política monetária, o excesso de demanda agregada, seus impactos no BP, na inflação e no *crowding out* dos gastos privados seriam distorções evitadas.

A mudança do enfoque teórico dominante, com a presença dos novos clássicos e dos novos keynesianos, resultando no que veio a ser conhecido como o Novo Consenso Macroeconômico<sup>4</sup> (NCM), trouxe novos desdobramentos ao debate sobre os impactos da política fiscal na economia e no desenvolvimento dos indicadores. Em paralelo a esse movimento teórico, o processo de liberalização dos mercados globais e a livre movimentação de capitais após o fim do acordo de Bretton Woods, reforçam a defesa de que os países devem estabelecer condições macroeconômicas estáveis para entrarem no circuito de valorização internacional do capital (Lopreato, 2004; 2006), juntamente com a necessidade de indicadores simples, de amplo entendimento e que permitem comparações entre as diferentes economias.

Na perspectiva teórica, a partir da “crítica de Lucas” e da literatura sobre consistência temporal (“*time-consistency*”), ganharam força na corrente dominante as possíveis vantagens da adoção de regras na condução da política monetária<sup>5</sup> e do abandono das ações específicas de administração da demanda agregada, com especial rejeição às medidas fiscais.

O NCM acatou a ideia de que os dirigentes econômicos devem estar comprometidos com as “regras do jogo” ou com “o” regime de política econômica capaz de, a cada período, validar as expectativas dos agentes e garantir os resultados macroeconômicos desejados (Lopreato, 2006; Santos, 2011). O modelo do NCM sacramentou a política monetária como instrumento chave de ajuste macroeconômico e colocou a política fiscal em papel subordinado, mas responsável pela estabilidade de longo prazo.

---

<sup>4</sup> Goodfriend e King (1997) é o primeiro trabalho a apontar uma convergência metodológica e de proposições de política macroeconômica no mainstream, no que denominaram de Nova Síntese Neoclássica. Para os autores, a combinação dos pressupostos de otimização intertemporal e de expectativas racionais nos modelos macroeconômicos dinâmicos, dos novos clássicos, com a concorrência imperfeita e as rigidezes de preços e salários, dos novos keynesianos, dá a síntese do debate, implicando em um modelo de atuação governamental com regras de atuação para as políticas macroeconômicas. O modelo básico que passa a expressar a convergência é apresentado nas suas primeiras versões em Clarida et al. (1999); McCallum (2001); Meyer (2001) e Woodford (2003). Já Woodford (2008) sintetiza em grandes linhas o NCM.

<sup>5</sup> A ideia, presente desde Friedman (1948), se intensifica no atual *mainstream* a partir das discussões trazidas por Kydland e Prescott (1977); Barro e Gordon (1983) e Taylor (1993).

No modelo<sup>6</sup> do NCM, a política fiscal é captada por uma constante ou um choque exógeno na curva IS, uma vez que essa política não tem qualquer papel no ajuste macroeconômico, nessa visão<sup>7</sup>. Uma série de argumentos teóricos e empíricos levaram os autores do pensamento dominante a rejeitarem o papel da política fiscal enquanto instrumento de ajuste<sup>8</sup> e uma análise detalhada pode ser encontrada em Santos (2011). Importante apenas lembrar que tais argumentos, muitas vezes alimentados por uma indisposição geral (ideológica e política) do *mainstream* em relação à interferência do Estado na economia, abrangem as questões das demoras de implementação das políticas (“*implementation lags*”), levantadas desde Friedman (1968), e das muitas variantes de *crowding out* dos gastos privados pelo gasto público, culminando na Teoria da Equivalência Ricardiana (Barro, 1974).

O NCM herda a discussão de ineficiência e passa a atribuir à política fiscal o papel de garantir os fundamentos da economia (Wren-Lewis, 2000; Lopreato, 2004). Isso significa manter as contas públicas de modo a permitir a eficiência da política monetária – livre de dominância fiscal (Sargent; Wallace, 1981)<sup>9</sup> – no controle da inflação. A preocupação do NCM para com a política fiscal passa a ser apenas com a previsibilidade e sustentabilidade das contas públicas, pois uma trajetória previsível e sustentável para as variáveis fiscais<sup>10</sup> permite que os agentes econômicos validem suas expectativas e o sistema atinja o equilíbrio geral.

Essa discussão rebate na definição dos indicadores usados para sinalizar as contas públicas. O conceito de NFSP permanece em uso, relevante para indicar as condições conjunturais do setor público, principalmente a sua parcela primária, mas a trajetória fiscal prospectiva passa a ser avaliada pelo conceito de sustentabilidade do endividamento público, captado pela relação dívida/PIB.

Mesmo não estando presente no modelo básico do NCM<sup>11</sup>, implicitamente, a dívida é sustentável se o governo cumpre a restrição orçamentária necessária para garantir sua solvência e evitar seu crescimento explosivo:

---

<sup>6</sup> Amplamente conhecido na literatura, o modelo básico do NCM, com uma curva IS, uma curva de Phillips e uma regra de Taylor tem como objetivos macroeconômicos a determinação do produto no seu nível potencial e da inflação na meta. Para isso, o ajuste ocorre via taxa de juros nominal a cargo do Banco Central. O modelo usado como referência aqui é o mesmo de Arestis e Sawyer (2002); Arestis (2007); Carlin e Soskice (2006); Tcherneva (2008) e Fontana (2009).

<sup>7</sup> Como apontam Arestis e Sawyer (2002, 2003); Tcherneva (2008); Fontana (2009), entre outros

<sup>8</sup> Ver Blinder (2004), Solow (2005) e Forder (2007).

<sup>9</sup> Como dito anteriormente, no modelo básico do NCM a política fiscal é pré-determinada (uma constante) ou representa um choque exógeno. É preciso frisar que é pressuposto que a política monetária não reaja à política fiscal. Na maior parte da literatura *mainstream* que analisa as interações entre as duas políticas e em que a inflação é objetivo macroeconômico, a política fiscal sempre reage à política monetária e não o contrário. Ver, a respeito, Kirsanova et al. (2005), Leeper (1991) e Leeper e Walker (2013).

<sup>10</sup> Tais como a arrecadação e os programas de gastos, a emissão de títulos, o financiamento externo e a dívida pública.

<sup>11</sup> Alguns autores apontam essa incompletude, por exemplo, Arestis e Sawyer (2003), Allsopp e Vines (2005), Chari et al. (2008), Fontana (2009) e Arestis (2008).

$$D = G - T + iB = \Delta B + \Delta H \quad (1)$$

onde  $D$  é o déficit,  $G$  os gastos públicos,  $T$  a arrecadação tributária,  $B$  o estoque de dívida,  $i$  a taxa de juros nominal e  $H$  a senhoriagem.

A equação indica que os déficits devem ser financiados pela emissão de dívida pública ( $\Delta B$ ) ou pela emissão monetária ( $\Delta H$ ). Desconsiderando o papel da senhoriagem, por simplicidade e por ser desprezível nos sistemas financeiros modernos (Allsopp e Vines, 2005; Leeper e Walker, 2013), os déficits públicos implicam em acúmulo de dívida. Se  $Y_t$  é produto no período  $t$ , a dívida se acumula por:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{(G-T)_t}{Y_t} \quad (2)$$

onde  $r$  é a taxa de juros real ( $i = r - \pi$ ) e  $g$  o crescimento real do produto. Fazendo  $B/Y = b$  e o déficit primário,  $(G - T)/Y = x$ , a equação fica:

$$\Delta b = b(r - g) + x \quad (3)$$

A equação 3 indica que a evolução da dívida/PIB depende do estoque de dívida, da taxa de crescimento do produto, da taxa de juros e do déficit primário (todos em termos reais). Nessa abordagem, a dívida é sustentável quando  $\Delta b$  diminua até se tornar zero ou negativo ao longo do tempo<sup>12</sup>. O argumento é que, além do risco de default e das instabilidades macroeconômicas se ele ocorrer, um aumento da dívida, avaliado como instável pelos detentores de títulos, expõe a economia a uma série de problemas: a política monetária anticíclica enfraquece, o financiamento externo fica oneroso devido a um aumento do risco soberano, as taxas de juros requeridas para o (re)financiamento da dívida aumentam, a capacidade de atrair investimento externo diminui<sup>13</sup>.

Além desses problemas, o crescimento da dívida pode levar a um aumento do nível de preços da economia, segundo a parcela do *mainstream* que defende a Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP). Para esses autores<sup>14</sup>, o governo tem uma restrição orçamentária intertemporal que indica que a dívida será paga em algum momento no futuro pela geração de superávits primários, segundo a equação:

$$\frac{B_t}{P_t} = E_t[PV(\text{superávits})] \quad (4)$$

<sup>12</sup> Não há nenhum nível pré-determinado em que a relação dívida/PIB seja considerada sustentável. Tampouco se pode achar consenso na literatura, de todas as vertentes, que aponte qual taxa de endividamento público é considerada insustentável. Veja, por exemplo, a discussão trazida por Reinhart e Rogoff (2010) tanto no meio acadêmico quanto nas páginas do "New York Times" e imprensa especializada em 2013.

<sup>13</sup> Ver Heller (2002), FMI (2009) e Devereux (2010).

<sup>14</sup> Por exemplo, Leeper (1991); Woodford (1998); Cochrane (1998) e Leeper e Walker (2013).

onde  $P$  é o nível de preços da economia e  $PV$  (superávits) é o valor presente esperado dos superávits primários do governo.

Para a TFNP, se a condição de equilíbrio da equação 4 for violada temporariamente, é possível que haja um aumento no nível de preços da economia. Segundo o argumento, isso ocorre quando um aumento do gasto gera um déficit que os agentes avaliam que não será financiado por aumento de tributos no futuro. A emissão de dívida para financiá-lo é percebida como um aumento na riqueza dos detentores dos títulos, que aumentarão o consumo e, após um efeito temporário nas quantidades, pressionarão os preços, até que o equilíbrio seja reestabelecido (Cochrane, 1998; Leeper; Walker, 2013).

Tanto em 3 quanto em 4 a variável de ajuste é o resultado fiscal. Em 3 argumenta-se que o governo pode afetar  $x$  de maneira mais direta que  $r$  ou  $g$  e, em 4, como controlar a inflação é objetivo macroeconômico, o governo deve mostrar comprometimento com uma trajetória esperada de obtenção de resultados primários que garantam hoje um valor real estável da dívida e que evite um aumento no nível de preços. Assim, para manter a dívida sustentável e mostrar aos agentes que eventuais déficits não são desproporcionais à capacidade do governo se financiar, nessa abordagem, o governo deve controlar suas contas. Na prática, a sustentabilidade da dívida requer o ajuste do superávit primário, para estabilizar a relação dívida/PIB. Nesta forma de pensar, independente da origem do problema com impacto nas contas públicas, seja decorrente da necessidade de sustentar o câmbio, de garantir o nível da taxa de juros básica ou de outra natureza, é preciso ajustar o superávit primário.

O movimento teórico consolidado pelo NCM resumiu a política fiscal na análise de dois indicadores básicos: o resultado primário, capitado pela NFSP, e a relação dívida/PIB. O foco deixou de ser o valor corrente e os efeitos do déficit público na demanda agregada e se tornou o ajuste intertemporal das contas públicas, calculado a partir dos valores prospectivos dos seus determinantes. Numa teoria que considera a moeda neutra, essa é uma tentativa de acolher o mundo dos grandes estoques e fluxos de capital. No que segue, fazemos a crítica a essa visão, usando a ótica de uma economia monetária da produção.

#### 4.2 A Crítica ao NCM Pela Ótica de uma Economia Monetária da Produção

Na abordagem aqui proposta, a política fiscal, mesmo entendida em seu sentido mais restrito, vinculada a receitas e despesas orçamentárias, deve ser compreendida em estrita relação com o conceito de economia monetária da produção. A dicotomia entre produção e consumo, que as principais vertentes do pensamento econômico dominante sustentam, é falsa. A segregação entre um mundo da produção e outro do consumo, que se encontram no momento das trocas, apenas serve para retirar da moeda seus atributos mais relevantes numa economia capitalista.

Mas a ideia de neutralidade da moeda, tão cara ao pensamento dominante, possui uma derivação que afeta a discussão que temos em tela de maneira absoluta. Se o mundo da produção define o produto social por uma lógica própria, derivada da composição dos fatores produtivos, ao largo, portanto, da moeda, se segue que a flutuação da quantidade desta só produzirá alteração no nível de preços. Em verdade, a criação de moeda, sob uma noção de neutralidade, não tem nenhuma funcionalidade na dinâmica da economia.

Da noção de neutralidade da moeda deriva uma forma de entendimento das responsabilidades do Estado no desempenho de suas funções como poder emissor ou regulador da emissão monetária. De um lado, via BC, uma instituição de Estado, no controle da liquidez do sistema e, de outro, na gestão do caixa do Tesouro Nacional (TN), cujo déficit significaria a expansão monetária, na forma de gastos superiores às receitas<sup>15</sup>.

Ao contrário da visão quase pueril sobre a forma de entrada da moeda nas transações econômicas, a forma defendida por Keynes (1930) parece mais realista<sup>16</sup>. A moeda é um espelho das relações sociais que são produzidas ao longo das transações econômicas. Ao contrário de apenas servir como lubrificante para as trocas, a moeda é, em primeira instância, uma forma de contratualização, na qual os agentes dão expressão às decisões de produção, consumo e investimento.

O entendimento da entrada da moeda na economia, como elemento neutro, condiciona uma compreensão do papel do déficit público na dinâmica econômica que é muito semelhante nas abordagens do NCM e da velha síntese. Entende-se que as transações recebem uma pressão adicional pela presença do Estado com gastos superiores às receitas. Assim, o aparelho econômico recebe uma pressão externa. Na velha síntese, especialmente nas suas versões iniciais, a pressão do déficit era benéfica por ocupar o espaço de uma tendência ao subconsumo. Na concepção do NCM, ao contrário, a pressão fiscal é entendida como “dominância fiscal” e trabalha para instabilizar o sistema, seja pela via do excesso de demanda, seja pela tendência à insustentabilidade do ritmo de crescimento da dívida.

Em oposição a essa abordagem, pela ótica da demanda efetiva, o Estado não apenas gera demanda agregada, mas, especialmente, atua na mobilização das ações e expectativas dos agentes, que tomam decisões sobre a produção (Keynes, 1936; Davidson, 1978; Carvalho, 2008). Logicamente, as decisões são tomadas por comparação entre o último período de produção e as expectativas de

---

<sup>15</sup> Logicamente, o financiamento dos déficits, em sistemas financeiros complexos, não é realizado por expansão monetária, mas conta com estratégias de colocação de títulos ou financiamento bancário. No entanto, as consequências econômicas destas alternativas são semelhantes à expansão monetária, especialmente porque a tese basilar é de que a produção social está decidida em outro âmbito.

<sup>16</sup> Diferentemente da abordagem do NCM, o conceito relevante de moeda para a discussão da política fiscal a que este artigo se propõe é de perspectiva de Keynes (1936), que assume a importância da moeda como elemento decisivo da dinâmica da acumulação capitalista.

mudança para o próximo. Em toda a dinâmica econômica o Estado é elemento de grande peso e exerce forte impacto sobre as decisões dos agentes quanto à demanda efetiva. Nos dias atuais esta interação dinâmica reveste-se de novos elementos, sendo produzida e mantida num ambiente econômico muito mais complexo, notadamente pela dimensão dos ativos e da riqueza e por sua influência sobre produção e investimento.

O movimento feito pelo NCM no campo fiscal abandona os fluxos de demanda para focalizar nas posições de ativos e, de maneira indireta, buscar as repercussões sobre o nível de atividade. O mérito em perceber o fortalecimento dos determinantes financeiros e das posições de ativos, perde-se ao não avançar a análise do impacto desses determinantes sobre a dinâmica da própria dívida pública, consubstanciados em diferentes movimentos que não estão relacionados ao comportamento das receitas e despesas fiscais, mas às formas de atuação do Estado, em diferentes frentes, preocupadas com a condução da política monetária ou no seu papel de gestor financeiro. Em realidade, a abordagem do NCM apenas reiterou, no âmbito da política fiscal, o movimento mais amplo do processo de acumulação capitalista, caracterizado pela financeirização, sem discutir propriamente as diversas facetas da atuação do Estado que impactam nos indicadores fiscais.

Dentro da miríade de definições possíveis, entre as quais se reconhece a vanguarda da proposição de Braga (1993)<sup>17</sup>, o conceito de financeirização que melhor capta a dinâmica fiscal (presente no Brasil) é o de Epstein (2005, p. 3):

“...financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies.”

No âmbito das economias nacionais a financeirização é caracterizada pela acumulação de riqueza<sup>18</sup> através da concorrência acirrada nos mercados de crédito e de capital, interconectados pela securitização<sup>19</sup>. No plano internacional, o conceito expressa o padrão de riqueza negociada no mercado de capitais, mundialmente integrado e tendo o dólar como seu denominador<sup>20</sup> (Braga, 2000).

---

<sup>17</sup> “A dominância financeira – a *financeirização* – é expressão geral das formas contemporâneas de definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo. Por dominância financeira apreende-se, inclusive conceitualmente, o fato de que todas as corporações têm em suas aplicações financeiras, de lucros retidos ou de caixa, um elemento central do processo de acumulação global de riqueza” (Braga, 1993, p. 26 – ênfase no original).

<sup>18</sup> A lógica financeira domina as decisões e a concorrência intercapitalista, configurando assim a financeirização como padrão de acumulação de riqueza. Esse padrão é “sistêmico porque a financeirização está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural segundo princípios de uma lógica financeira geral” (Braga, 2000, p. 270).

<sup>19</sup> Entendida basicamente como o processo de transformação de ativos não negociáveis em negociáveis, numa coletivização das poupanças individuais e pelo processo de definir, gerir e distribuir riqueza financeira.

<sup>20</sup> Como é amplamente reconhecida, a financeirização como o modo de ser do capitalismo contemporâneo surge nos anos 1960 nos EUA e se intensifica no processo de liberalização financeira, de mobilidade de capitais e da supremacia do dólar no padrão monetário-financeiro internacional, desde o fim de Bretton Woods (Tavares, 1997; Braga, 2000).

No Brasil a financeirização está expressa na dominância que a dívida pública coloca sobre as outras formas acumulação de ativos financeiros e nos próprios condicionantes financeiros de sua evolução, frente aos determinantes estritamente fiscais. Na seção seguinte, por meio da análise da dinâmica fiscal brasileira, discutimos a fragilidade da abordagem e a incapacidade dos indicadores utilizados pelo NCM em captar a atuação do Estado numa economia financeirizada.

### 4.3 Contas Públicas e Política Fiscal no Brasil: Instrumentos Inadequados, Teorias Insuficientes

Faz parte do senso comum e do discurso corrente dos economistas que a dívida pública é a soma dos déficits passados. Entretanto, o mundo capitalista financeirizado caracteriza-se muito mais por uma incessante criação e destruição de ativos e passivos. Em verdade, as relações entre a dívida e os déficits incorridos pelo governo não são evidentes. Muito mais fortes são os elos que a dívida tem com a gestão da liquidez e da riqueza e com o câmbio e os fluxos financeiros externos, sobretudo numa economia instável como a brasileira, em que é crucial a presença estatal para garantir segurança em diferentes frentes da regulação de ativos e passivos financeiros e cambiais.

A discussão sobre a política fiscal brasileira enfrenta dificuldades de grande magnitude. Num capitalismo financeirizado e crescentemente comandado pela lógica da valorização de estoques de riqueza, seguir formulando e executando políticas focalizadas em tributos e gastos reais jamais dará lugar a um manejo minimamente consistente das políticas macroeconômicas. Conceitos de mensuração do déficit e das dívidas públicas, formulados para o mundo dos anos 1950 e 1960, onde a predominância era dos fluxos econômicos, não são adequados para mensurar as questões fiscais num ambiente onde os grandes estoques de riqueza dominam a dinâmica da economia.

No que segue mostramos que a política fiscal responde a questões financeiras e patrimoniais de dimensão muito mais amplas que aquelas relacionadas apenas à capacidade de gerir tributos e despesas. A questão é delicada, pois a inadequação dos instrumentos de medida e monitoramento da política fiscal produz equívocos de diagnóstico e ainda mais instabilidade e descrédito<sup>21</sup>.

Nas diversas abordagens a temas específicos da política fiscal, que veremos na sequência, fica muito clara a imbricação entre as contas públicas e as diversas formas de intervenção estatal na condução das políticas econômicas. Seja por sua participação na gestão de reservas internacionais e no mercado cambial, seja por suas intervenções na disponibilização de crédito e no seu custo, as políticas geram custos fiscais que vão muito além da visão dominante sobre as contas públicas, mas se

---

<sup>21</sup> A análise aqui realizada é dos últimos 15 anos, mas a preocupação maior é com os movimentos de política que demonstram as implicações financeiras e cambiais sobre a gestão e os resultados da política fiscal. As descontinuidades de séries temporais também colocam obstáculos à apresentação de todos os dados para o período.

referem à participação no Estado na gestão dos fluxos financeiros e cambiais, do crédito e dos patrimônios privados.

#### 4.3.1 A Capacidade das Medidas de Déficit em Aferir os Impactos Reais e Financeiros

As correntes dominantes no debate econômico atual sustentam que as contas públicas podem gerar insegurança na estrutura de preços e ativos futuros, efeito que é transmitido pelos movimentos da dívida pública em sua interação com os portfólios dos agentes privados. Vale notar que a sustentabilidade da dívida, enquanto ativo financeiro e passivo do Estado, é umbilicalmente ligada à gestão corrente das contas públicas, dado que um desequilíbrio pontual pode ser compreendido como tendência de longo prazo, com impacto na dívida e em suas condições de financiamento futuras.

A forma pela qual as contas governamentais aparecem no NCM, em verdade, tem por base uma teoria de portfólios privados onde os poupadores dividem seus ativos entre títulos diversos. O desequilíbrio das contas públicas, expandindo a necessidade de financiamento para o Estado, pressiona os poupadores a alterarem suas carteiras, o que afeta as condições de risco dos papéis e taxa de juros da economia. Ao mesmo tempo, a procura por financiamento espelha a expansão do gasto público e sua pressão sobre a oferta global.

O conceito de NFSP, tradicional medida utilizada pelo FMI em suas políticas de ajuste, foi acolhido pelo NCM como forma de medir o impacto das contas públicas na economia. É o déficit nominal, base para contabilização do resultado primário, pela extração de receitas e despesas financeiras. Importante notar que não é uma diferença entre receitas e despesas de caixa, mas uma aferição da variação do estoque de obrigações do Estado, em diversas formas de endividamento.

Desde o início da mensuração do NFSP, nos anos 1980, os conceitos nominal e operacional conviveram como forma de aferição das contas públicas. Em verdade, a diferença entre os dois é a correção monetária e cambial do endividamento<sup>22</sup>. No final dos anos 1990, o BC do Brasil deixou de publicar o déficit operacional, fixando-se nos resultados nominal e primário.

A decisão de abandonar o resultado operacional do setor público não é trivial, justamente porque o confronto das contas públicas é com a poupança privada, que financia seus desequilíbrios, o que vai dar forma à percepção de sustentabilidade da dívida pública. O que está em causa para o NCM é que o financiamento ao setor público não avance sobre a poupança, deslocando o setor privado.

Nesse aspecto, faz toda a diferença avaliar a política fiscal por conceito operacional ao invés do nominal<sup>23</sup>. Em sua gestão de portfólios, os agentes privados incorporam as correções do valor

---

<sup>22</sup> Lembrando que o déficit operacional é o déficit nominal menos as correções monetária e cambial.

<sup>23</sup> Blanchard (1990, p. 19), ao discutir medidas para os impactos da política fiscal na economia defende o déficit ajustado pela inflação: "The evidence reviewed above suggests that, if the choice is between adjusting or not adjusting for inflation, adjusting probably dominates. Thus, the first indicator of fiscal impact I suggest is simply

nominal de seu estoque de aplicações. A não ser que haja uma crise de confiança nos títulos públicos, o espaço para financiar a correção nominal desses títulos está garantido pela manutenção da mesma proporcionalidade entre dívidas de tomadores públicos e privados nos portfólios dos aplicadores<sup>24</sup>.

Vale observar que as proposições políticas fiscais que indicam a necessidade de zerar o déficit nominal implicam em redução da participação dos títulos públicos no conjunto dos portfólios privados. Mas não foi por isso que se começou a monitorar o NFSP. O temor era a pressão do Estado por expansão da participação dos títulos públicos na carteira conjunta dos aplicadores.

O déficit operacional, na forma medida pelas estatísticas atuais, está longe de ser um bom sinalizador das contas públicas, mas, pelo exposto acima, é superior ao déficit nominal, na avaliação dos dois âmbitos principais das relações entre o público e o privado. De um lado, o impacto do conjunto do setor público sobre a demanda agregada e, de outro, a pressão exercida pela busca de financiamento sobre os portfólios dos poupadores e detentores de riqueza financeira.

Embora o BC não publique os dados, uma dedução do déficit operacional pode ser realizada a partir do NFSP, como explicitado na Tabela 1. Do NFSP tradicional (déficit nominal) foi deduzida a atualização monetária embutida no principal das dívidas, que é reportada pelo BC na tabela de Usos e Fontes das NFSP<sup>25</sup>. Dentre os 15 anos entre 2002 e 2016, 6 apresentaram superávit operacional. Até 2013 os números eram bastante oscilantes e, mesmo nos momentos de déficit operacional, implicavam baixo impacto na economia<sup>26</sup>. É verdade que o triênio 2014/2016 coloca uma realidade totalmente nova, mas, como veremos à frente, as contas destes anos espelham a deterioração das condições econômicas, com impactos importantes sobre as receitas públicas e diversas ações estatais de natureza financeira e patrimonial.

---

the inflation adjusted deficit as a ratio to GDP” (Grifos no original). Já Blejer e Cheasty (1991, p. 1666-1667) justificam o uso do déficit operacional de maneira mais clara: “The operational deficit excludes inflation-induced interest payments on the assumption that they are similar to amortization payments in their effects on the economy- namely, that they do not represent new income to recipients, and are willingly reinvested in government bonds, at existing market conditions, and therefore they do not affect the level of aggregate demand in real terms”.

<sup>24</sup> Um exemplo simples desta questão: se um aplicador tem, no início do ano, um portfólio de R\$ 100 milhões, igualmente distribuído entre títulos público e privados, uma inflação de 4% ao ano fará com que ele tenha R\$ 104 milhões, ao final do mesmo ano. Para manter a proporcionalidade inicial, o aplicador, ao final do ano terá R\$ 52 milhões em títulos públicos e outros R\$ 52 milhões em títulos privados. Ou seja, sem alterar condições de mercado, o espaço para financiar R\$ 2 milhões em títulos públicos está dado pela própria dinâmica do processo.

<sup>25</sup> Dados compilados do BC e referem-se sempre à metodologia pós 2008, excluídos dos conceitos tanto a Eletrobrás quanto a Petrobras. Lembrando que, por se tratar de NFSP, o resultado positivo é déficit e o negativo, superávit.

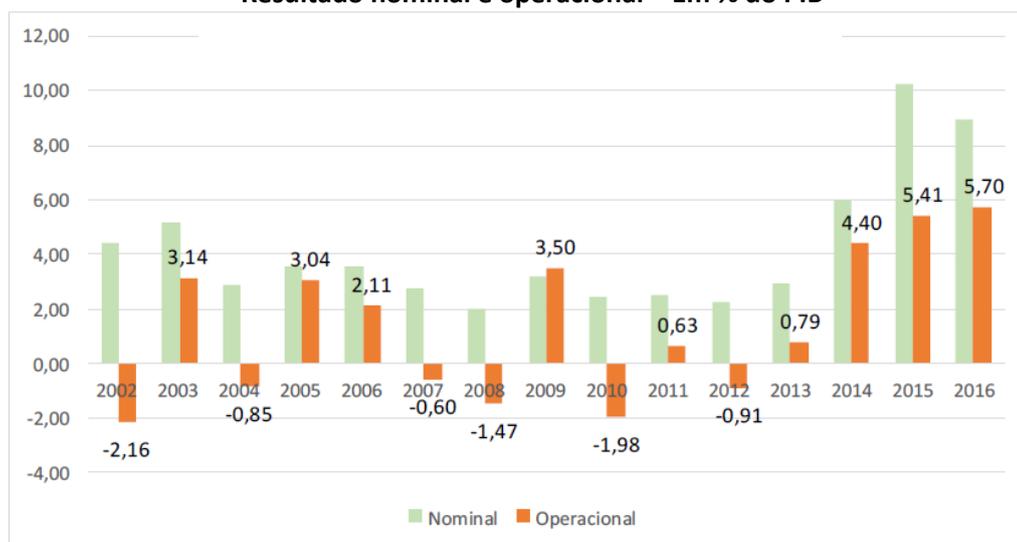
<sup>26</sup> No entanto, há dúvidas quanto aos valores consignados como atualização monetária pelo BC. A volatilidade é bem superior à registrada nos índices de preços e o ano de 2009 causa especial interrogação, uma vez que a atualização é negativa em 0,31% do PIB.

**Tabela 1**  
**Déficit Nominal e Déficit Operacional – 2002 a 2016 – Em % do PIB**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nominal	4,42	5,18	2,88	3,54	3,57	2,74	1,99	3,19	2,41	2,47	2,26	2,96	5,95	10,22	8,95
Primário	-3,19	-3,24	-3,69	-3,74	-3,15	-3,24	-3,33	-1,94	-2,62	-2,94	-2,18	-1,71	0,56	1,85	2,48
Juros Internos	6,54	7,36	5,71	6,64	6,38	5,95	5,40	5,14	5,00	5,43	4,46	4,66	5,37	8,33	6,45
Juros Reais	-0,04	5,32	1,98	6,14	4,92	2,61	1,94	5,45	0,62	3,60	1,29	2,50	3,82	3,52	3,20
Atualiz. Monetária	6,58	2,05	3,73	0,50	1,46	3,34	3,46	-0,31	4,39	1,84	3,18	2,17	1,55	4,81	3,25
Juros Externos	1,07	1,06	0,86	0,64	0,34	0,02	-0,08	0,00	0,02	-0,02	-0,02	0,00	0,01	0,04	0,02
Operacional	-2,16	3,14	-0,85	3,04	2,11	-0,60	-1,47	3,50	-1,98	0,63	-0,91	0,79	4,40	5,41	5,70

Fonte: Elaboração própria a partir das séries temporais do BC.

**Gráfico 1**  
**Resultado nominal e operacional – Em % do PIB**



Fonte: Tabela 1.

Da análise dos déficits nominal e operacional emergem duas observações cruciais. A primeira, de que a demanda agregada, pelo menos até o final de 2013, foi muito pouco afetada pelas contas do governo. Ao invés do governo ser elemento ativo na indução da dinâmica econômica, ele até se colocou contra ela, ao retirar mais tributos do que injetar recursos na forma de despesas. O Gráfico 1 mostra que isto é verdade para metade dos 12 anos que precedem a crise (de 2002 a 2013). Note-se que, no ano de maior déficit operacional, o determinante não foi nem a política fiscal, mas o processo recessivo importado da crise mundial.

A segunda observação é relativa ao campo financeiro. Partindo do suposto, altamente realista para uma economia como a brasileira, de que a atualização monetária é acomodada nas carteiras dos aplicadores, a Tabela 1 mostra que a pressão exercida foi muito baixa na maioria dos anos, sendo negativa em alguns deles. Em 2003 e 2009, a macroeconomia teve o papel essencial e aí os problemas são de outra ordem, que discutiremos mais à frente. O triênio 2014/2016 mostrou o óbvio: a um Estado desarticulado, que se transformou em polo dinâmico da retração, só poderia corresponder uma crise de financiamento, com todos os problemas frente ao mercado decorrentes da deterioração da confiança na capacidade do Estado em gerir suas contas.

Em que pese não ser o objetivo deste artigo a aferição do impacto fiscal do período, é possível sustentar que, olhando por um conceito mais adequado – o operacional, embora não oficial, não há como imputar às contas fiscais um papel de pressão sobre a economia, seja na demanda global, seja na posição de portfólios. Em verdade, mesmo no período de 2010 a 2013 seria mais correto dizer que o Estado exerceu pressão quase nula. Já no período de crise de 2014 a 2016, frente a uma economia estagnada, as contas públicas acabam por exercer pressão sobre demanda e financiamento<sup>27</sup>.

#### 4.3.2 Reservas Internacionais e Custos Fiscais

A política cambial é marcada pela gestão dos fluxos e dos riscos comerciais e financeiros com exterior, o que envolve escolhas entre várias alternativas. No atual regime cambial, marcado pela liberdade de capitais, a preponderância dos fluxos financeiros sobre os comerciais agudizou os riscos na administração do BP. Em verdade, as ações da política econômica, desde meados dos anos 1990, buscaram facilitar a entrada de recursos. O mercado internacional, dada a ampliação de liquidez e a busca de remunerações mais altas que as oferecidas nos mercados tradicionais, inundou o Brasil de investimentos, sob as mais diversas formas e modalidades. Logicamente, a taxa de juros oferecida nas dívidas públicas, permanentemente elevadas em termos reais, construiu processos de forte atração de capitais.

O Brasil optou, como vários outros países, por não colocar restrições à entrada ou à saída de capitais<sup>28</sup>. O acúmulo de Reservas Internacionais (RI) pelo BC foi, deste modo, a principal política de mitigação de riscos adotada pela política econômica brasileira: uma política de Estado que envolve custos para o Estado, refletidos nas autoridades monetárias, nas contas fiscais e no endividamento público.

O custo da política de manutenção de amplas reservas cambiais é, grosso modo, a diferença entre a taxa de aplicação das RI, pelo BC, nos mercados globais, e o custo em Reais de remuneração dos investidores internacionais. Em outras condições macroeconômicas, seria legítimo pensar que parcela dos investimentos externos no Brasil pudesse estar aplicada em operações com o setor privado, operando no mercado interno e, portanto, a remuneração do investimento seria privada e não pública. Por isso, os cálculos que se seguem buscam isolar o componente de custos que é arcado pelo setor público.

---

<sup>27</sup> Os autores não consideram as medidas de déficit realizadas por meio do NFSP as mais corretas. A necessidade de construção de conceitos e formas de aferição da política fiscal é premente e apresenta-se como um pano de fundo do presente artigo

<sup>28</sup> Num breve período foi estabelecida uma penalidade para a entrada de capitais, com a incidência de IOF, o que limitava a lucratividade do investimento externo no Brasil. Ver: Prates et al. (2014).

Avaliando o ano de 2015, a Tabela 2 apresenta os cálculos do custo fiscal da manutenção das RI, segundo seus estoques no final de cada mês. A linha “remuneração das RI” indica os valores recebidos, a uma taxa anual de aplicação de 0,6% ao ano<sup>29</sup>. A Selic mensalizada foi aplicada aos estoques das RI, com o que se apurou o custo da colocação de títulos públicos que enxugam a liquidez gerada pelas RI no mercado financeiro doméstico. Os valores indicam que o custo líquido da manutenção de RI foi de R\$ 69,3 bilhões naquele ano, o que significa 1,16% do PIB<sup>30</sup>.

Considerando que o país dispõe do triplo de RI do que os fluxos comerciais legitimariam, seu custo fiscal seria de 0,77% ao ano. Mas, vale notar, este é o piso da estimativa. Um aspecto que poderia ser levado em consideração é que os investidores internacionais que, na conversão de dólares em Reais aumentam as RI, não são aplicadores em papéis vinculados à Selic, mas em papéis prefixados (NTN- F e LTN). Os rendimentos destes superaram os dos atrelados à Selic em 3 a 4% reais ao ano.

**Tabela 2**  
**Custo fiscal da manutenção de Reservas Internacionais – 2015 – Em R\$ milhões**

	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	Total
Reservas Internac.	979.510	1.058.967	1.177.007	1.103.873	1.168.231	1.141.536	1.244.111	1.335.967	1.455.608	1.415.308	1.404.906	1.423.637	
Remuneração	5.893	6.371	7.081	6.641	7.029	6.868	7.485	8.038	8.758	8.515	8.453	8.565	89.698
Selic Mensalizada	0,96%	0,89%	1,02%	0,99%	1,06%	1,06%	1,10%	1,14%	1,10%	1,14%	1,10%	1,14%	
Custo das RI	9.407	9.429	12.000	10.955	12.411	12.111	13.718	15.202	16.026	16.105	15.468	16.200	159.031
Saldo negativo	3.514	3.058	4.918	4.313	5.383	5.242	6.232	7.164	7.269	7.590	7.015	7.634	69.332
Custo em % do PIB													1,16

Fonte: Elaboração própria a partir da Nota para a Imprensa sobre Setor Externo e séries temporais, ambas do BC.

Algumas questões devem ser pontuadas com respeito à estimativa acima. Em primeiro lugar, o elevado custo de manutenção das RI é fruto de duas distorções: a) o abismo entre a remuneração das aplicações do BC no mercado internacional e a taxa de juros paga nos títulos brasileiros vendidos no mercado interno; e b) a desproporção dos fluxos financeiros que provocam riscos à gestão da paridade cambial e induzem autoridades econômicas a buscarem grandes volumes de RI como garantia contra movimentos especulativos. Mas é importante ter em mente que este desenho de relações com setor externo é, em última instância, uma decisão da política macroeconômica que implica custos fiscais.

A segunda questão é relativa à forma como o custo fiscal das RI se transforma em gasto do TN. Na verdade, não se trata de um gasto direto e nem primário. A Lei n. 11.803/2008<sup>31</sup>, que dá suporte à equalização cambial, estabelece que os custos com operações cambiais do BC são, semestralmente, compensados pelo TN mediante a emissão direta de títulos do TN para a carteira do BC. Não se trata, portanto, nem de gasto efetivo e nem mesmo afeta o resultado primário. Mas o custo

<sup>29</sup> Este exercício não pretende mostrar valores efetivos, mas apenas identificar a magnitude do problema. Vale observar que, segundo o Balanço do BC de 2015, a remuneração foi expressivamente menor que a utilizada neste exemplo.

<sup>30</sup> As notas à imprensa sobre o mercado aberto, publicadas mensalmente pelo BC, evidenciam o direcionamento das aplicações dos não-residentes em títulos prefixados do TN.

<sup>31</sup> Para uma apreciação mais detida, ver Mendes (2016).

cambial aumenta o endividamento público e gera encargos para o TN com a remuneração dos títulos entregues ao BC. Vale frisar que, mesmo na ausência da Lei, o custo fiscal das RI exerceria pressão sobre Resultado de Balanço do BC e necessidade de compensação pelo TN.

#### 4.3.2 Intervenções do Estado nos mercados financeiros

A intervenção nos mercados financeiros é outra fonte frequente de enormes custos para o Estado brasileiro. Dois casos são particularmente emblemáticos: os swaps cambiais e a interação entre o endividamento externo e o mercado de capitais. No caso dos swaps, o montante de operações realizado pelo BC cresceu de 2013 a dezembro de 2015, quando registrou seu ponto mais elevado (R\$ 426,8 bilhões) para depois reverter a R\$ 85,5 bilhões, em dezembro de 2016. O custo dos swaps chegou, no acumulado de 2015, a R\$ 102 bilhões pelo conceito de competência<sup>32</sup>.

Mercados cada vez mais líquidos, onde posições são formadas e desmontadas em segundos, requerem instrumentos poderosos das políticas econômicas para não transformar a especulação em colapso do sistema financeiro e do aparelho produtivo. O uso de instrumentos como os swaps é uma alternativa importante para a política cambial e pode envolver custo muito menor para a autoridade monetária e o sistema econômico do que a instabilidade produzida pelo processo especulativo. A operação de swaps vinculada ao câmbio, realizada pelo BC, consistiu em firmar contratos onde o BC garantia pagar a correção do câmbio se esta fosse maior que a evolução dos Certificados de Depósito Interbancário (CDI – que é praticamente a evolução da Selic). Se o CDI tivesse evolução maior que o câmbio, o ente privado pagaria a diferença ao BC.

Embora o instrumento seja útil em momentos de aguda especulação, não resta dúvida de que, no caso brasileiro, foi usado para possibilitar um hedge patrimonial para empresas endividadas em dólar. O discurso oficial<sup>33</sup> sempre afirmou que o uso dos swaps visava à sustentação da paridade cambial, sem alteração de patamar. A verdade, no entanto, era que a mudança estrutural do BP já se tornara evidente, em decorrência do fim do boom de preços de commodities.

O swap cambial foi uma política de gestão de ativos privados objetivando suavizar a mudança estrutural das relações externas. Foi usado para controlar o risco dos agentes expostos à variação do câmbio. O hedge oferecido pelo BC contra a mudança de valor, em Reais, das dívidas externas “salvou” diversos agentes endividados em moeda estrangeira.

Mas não foram apenas os agentes endividados em dólar que se aproveitaram do hedge cambial oferecido pelo BC. Em seu Relatório de Estabilidade Financeira, o BC aponta que, em jun./2015, a dívida em moeda estrangeira de empresas não exportadoras com hedge local era de 4,0% do PIB (Gráfico 2). Isto indica que até R\$ 230 bilhões, cerca de 67% do volume de swaps cambiais

---

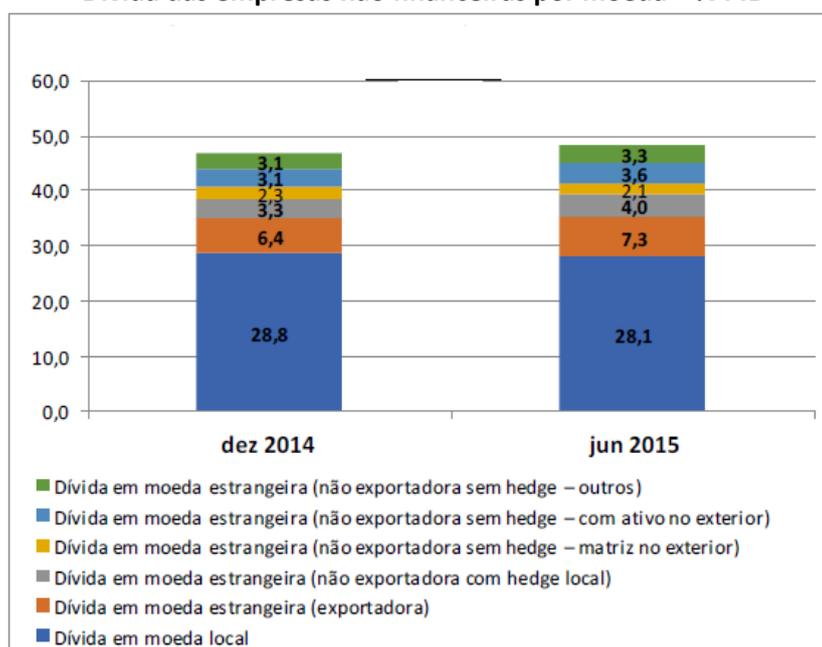
<sup>32</sup> Nota para a Imprensa de Política Fiscal do BC, vários números.

<sup>33</sup> Ver, por exemplo, Mantega (2014).

àquela altura, poderiam fazer o hedge de empresas endividadadas em moeda estrangeira. A diferença esse valor e o total de swaps cambiais negociados pelo BC é de mais de R\$ 100 bilhões.

Não há informações oficiais sobre os tomadores destes swaps cambiais junto ao BC. No entanto, uma avaliação de contornos mais gerais, pode ser realizada a partir das posições de mercado. Exceto pelos bancos comerciais brasileiros que possuem a condição de ficarem vendidos em moeda estrangeira<sup>34</sup>, os grandes players do mercado não têm razões para construir posições em câmbio, ou seja, não têm por que usar mecanismos de hedge cambial.

**Gráfico 2**  
**Dívida das empresas não financeiras por moeda – % PIB**



Fonte: Banco Central. Relatório de Estabilidade Financeira, out./2015.

A ausência de outros agentes demandantes de hedge para seus passivos dolarizados nos leva para outra hipótese: detentores de ativos em Reais que precisam manter valores patrimoniais em moeda estrangeira, os investidores internacionais. De fato, há uma confluência do excesso de swaps cambiais com a posição de não- residentes em títulos públicos. De jun./2013 a ago./2015, os investidores estrangeiros ampliaram sua posição em títulos do TN de R\$ 258 bilhões para R\$ 463 bilhões, uma expansão real de cerca de 54%. A alternativa de fazer hedge destas posições com swaps cambiais foi determinante para a forte expansão da posição dos não- residentes na dívida pública, que chegou a inéditos 18%, ao final de 2015<sup>35</sup>.

Como nosso objetivo principal é mostrar os custos fiscais derivados das articulações institucionais que a política econômica constitui na sustentação de mercados, é relevante mostrar uma

<sup>34</sup> Desde os movimentos especulativos de 2007 a 2010, quando os bancos constituíram grandes posições em moeda estrangeira, há uma regulação, datada de 2011, que os impede de ultrapassar limites bastante estreitos.

<sup>35</sup> Para uma discussão mais aprofundada ver Salto et al. (2016).

ponte entre a dívida pública e o mercado acionário. Neste caso, não se trata de algo emergencial, mas de uma articulação mais perene. A Bolsa de Valores brasileira conta, entre seus aplicadores, com uma importância desmedida dos investidores estrangeiros. Ao final de 2015, eles representavam 52,8% de todo o capital investido<sup>36</sup>. Ou seja, mesmo com toda a incerteza em torno da economia, a entrada de capitais externos na Bovespa foi de R\$ 20,3 bilhões, segunda melhor marca anual de toda história.

É importante atentar para o fato de que a presença de investidores internacionais na Bolsa brasileira talvez não fosse viável sem a possibilidade, concedida pela institucionalidade brasileira, de alternância de posições entre títulos públicos e aplicações em ações. De fato, a inexistência da possibilidade de aplicação em título público exigiria que, ao desmontar posições em bolsa, o investidor estrangeiro buscasse aplicar num título privado, que não existe, por falta de demandantes de crédito com condições de risco compatíveis com as expectativas dos aplicadores estrangeiros. Por outro lado, o investidor estrangeiro teria grande dificuldade em entrar ou sair do país sem uma boa forma de arbitrar a reconversão dos Reais em moeda estrangeira, especialmente numa economia volátil como a brasileira. Sair em más condições significa perda de capital na moeda de origem.

Durante o movimento mais forte de entrada de capitais externos, tanto para Bolsa como para aplicações em renda fixa (na prática, títulos públicos), a dívida pública cresceu, sem que houvesse movimento expressivo de demanda de financiamento de déficits públicos<sup>37</sup>. É evidente que a política econômica montou uma estratégia para que os investidores estrangeiros estivessem na Bolsa brasileira, mas o custo a ser arcado pelo Estado com a montagem desta estrutura é ampliar em muito os gastos com juros da dívida pública, justamente pagos aos investidores internacionais posicionados em renda fixa, o que girou em torno de 14 e 19% da dívida emitida pelo TN, nos últimos anos. O grande aumento da dívida pública junto a não-residentes não foi decorrente de déficits públicos, mas sua principal função acabou sendo a de dar melhores condições de arbitragem aos investidores internacionais no mercado de capitais<sup>38</sup>.

Combinando essa avaliação e a hipótese sobre os swaps cambiais lançados para além das empresas endividadadas em dólares é forçoso notar que as intervenções do Estado em mercados, como o identificado, produzem responsabilidades para com as estruturas de capital e os impasses colocados pela volatilidade da moeda brasileira frente às moedas fortes. Para atrair capitais, o Estado paga um seguro na forma de rentabilidade. Para impedir a fuga de capitais, nas flutuações mais fortes do câmbio, mecanismos de transferência de capital, como os swaps, são acionados.

---

<sup>36</sup> FSP (2016).

<sup>37</sup> No BP este influxo de capitais para aplicação em renda fixa, na verdade títulos públicos, se expressava como aumento das reservas internacionais.

<sup>38</sup> A Secretaria do TN emitiu os títulos comprados pelos não-residentes e deu liquidez aos mesmos, quando necessário.

Em todos os casos, as políticas macroeconômicas geram custos não fiscais ao Estado brasileiro que são entendidos como custos da política fiscal e cristalizam-se como dívida pública.

#### 4.4 O financiamento do investimento e os custos fiscais

A estruturação do financiamento ao investimento sempre foi uma grande questão para a economia brasileira, cujo equacionamento só poderia ter no Estado seu agente principal. A ausência de instituições privadas com capacidade para expandir o crédito e bancar o risco das aplicações fez com que o Estado, via BNDES<sup>39</sup>, tivesse que articular a solução<sup>40</sup>.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) mostra que o TN acumulou ativos contra o BNDES de 8,4% do PIB, em nov./2016. Este valor se reduziu a 6,8% do PIB, em dezembro do mesmo ano, em razão da devolução de R\$ 100 bilhões que o banco promoveu. Atente-se para o fato de que as operações entre o TN e o BNDES não significam expansão da DLSP, dado que a dívida emitida tem como contrapartida um ativo do TN. No entanto, por serem expansão do volume de títulos em mercado, as operações entre o TN e o BNDES resultaram em elevação da dívida bruta governamental.

A expansão do endividamento público teve como objetivo dotar o BNDES de maiores disponibilidades para financiamento aos agentes privados. Mas este processo teve objetivos distintos a cada momento de sua realização. Numa primeira etapa, a motivação foi a reorganização da estrutura financeira das empresas frente à crise internacional. A primeira fase dos aportes ao BNDES foi, primordialmente, o suporte à administração de ativos e passivos privados, o que, logicamente, teve grande impacto na mitigação dos danos à produção e à renda corrente.

A recuperação da economia, em 2010, abriu caminho para que os aportes do TN ao BNDES tivessem características mais ligadas à expansão econômica e ao financiamento do investimento do que o perfil de aplicações ligado ao combate à crise dos anos anteriores. Neste ponto há uma inflexão importante na política econômica, dado que não se trata apenas de colocar recursos à disposição dos investidores, mas possibilitar fontes de financiamento a uma taxa de juros expressivamente menor do que a taxa geral vigente.

Uma economia onde prevalece alta taxa de juro real por longo prazo impede que o financiamento do investimento seja feito com endividamento interno. Do mesmo modo, uma economia onde a descontinuidade cambial é a norma, não há como realizar investimentos que produzam fluxo de caixa em Reais, com endividamento em moeda estrangeira. A economia brasileira apresenta as duas restrições. Nem o investimento do setor privado em estrutura produtiva, nem a

---

<sup>39</sup> Uma instituição dotada de recursos derivados de mobilização compulsória.

<sup>40</sup> Em diversas oportunidades, o financiamento em moeda estrangeira, junto ao mercado internacional, foi alternativo à ausência de fontes de crédito de longo prazo, mas o Estado acabou assumindo os custos derivados das mudanças cambiais.

nova forma de enfrentar as questões da infraestrutura, as Parcerias Público-Privadas (PPP) e as concessões, poderiam ser realizados nos contornos que a economia brasileira vinha apresentando.

A política econômica montou um mecanismo que, ao mesmo tempo, criava crédito e reduzia o seu custo. As emissões de títulos pelo TN e os aportes de recursos neles lastreados, ao BNDES, faziam a função que Keynes (1937) identificaria como “motivo *finance*”. Já a divergência entre a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e a Selic, bancada com recursos do TN, constituía-se em subsídio de crédito que viabilizava investimentos produtivos mesmo num quadro de elevadas taxas de juros reais<sup>41</sup>. Já no campo das concessões e das PPP, o diferencial de taxas viabilizou projetos que jamais seriam executados, dado que o subsídio de crédito produzia uma taxa interna de retorno (TIR) melhor que a formalmente estabelecida<sup>42</sup>.

As operações realizadas pelo TN para ampliar a oferta de crédito pelo BNDES envolveram uma arquitetura bastante específica. O TN realizou emissões diretas de títulos públicos repassados ao BNDES. Para que recursos monetários fossem gerados, o título teria que ser vendido em mercado. Mas o caminho foi outro, os resultados do BC, transferido em forma dinheiro à Conta Única do TN podem ser usados para resgate de dívidas. Deste modo, recursos da Conta Única resgataram títulos do TN que estavam em mãos do BNDES<sup>43</sup>.

Os críticos certamente apontariam criação de moeda, escudados no fato de que a geração dos valores desproporcionais que a Conta Única do TN acumulou não foi derivada dos superávits de receitas contra despesas. De fato, um sistema de operacionalidade bastante discutível, baseado na Lei 11.803, ampliou de maneira inconsistente o montante de recursos da Conta Única<sup>44</sup>.

O ponto é controverso e ainda pouco estudado, mas não há como deixar de apontar que o BC agiu como um criador de crédito operado pelo BNDES. Numa abordagem pós-keynesiana, a legitimidade ou não do processo reside na forma como o dinheiro entrou na economia: a criação de crédito que é apropriada pelos mutuários e coloca em marcha decisões de compra de bens e geração de postos de trabalho é radicalmente diferente daquela onde a moeda permanece nos circuitos financeiros, apenas se auto reproduzindo. Mas a questão, num mundo do capitalismo financeirizado é

---

<sup>41</sup> Os setores industriais em processo de investimento e seus fornecedores foram grandes beneficiários do Programa de Sustentação do Investimento (PSI).

<sup>42</sup> A esta TIR aumentada pelo financiamento com juro subsidiado o mercado deu o nome de TIR alavancada.

<sup>43</sup> Os elementos deste parágrafo foram objeto de exposição oral de Antonio Carlos Dávila Carvalho Jr., consultor da Câmara Federal e ex-Auditor do Tribunal de Contas da União. A apresentação aconteceu na II Jornada de Debates sobre a Dívida Pública, realizada pelo Ministério Público Federal, em Brasília, 23 e 24 de novembro de 2016. Ver o vídeo do encontro em: <http://www.tvmpf.mpf.mp.br/videos/1900>.

<sup>44</sup> (44) A previsão da Lei 11.803 é de que sejam aferidos semestralmente todos os ganhos e perdas cambiais do BC. Os ganhos são revertidos em depósitos em dinheiro na Conta Única. As perdas são compensadas pelo TN com emissão direta de títulos à carteira do BC. A volatilidade excessiva do câmbio acaba por produzir movimentos financeiros de grande magnitude, nos dois sentidos: BC deposita grandes somas na Conta única e Tesouro emite grande quantidade de títulos ao BC. Essa é a principal explicação para a Conta Única do TN no BC ter chegado a 16% do PIB. Ver Mendes (2016).

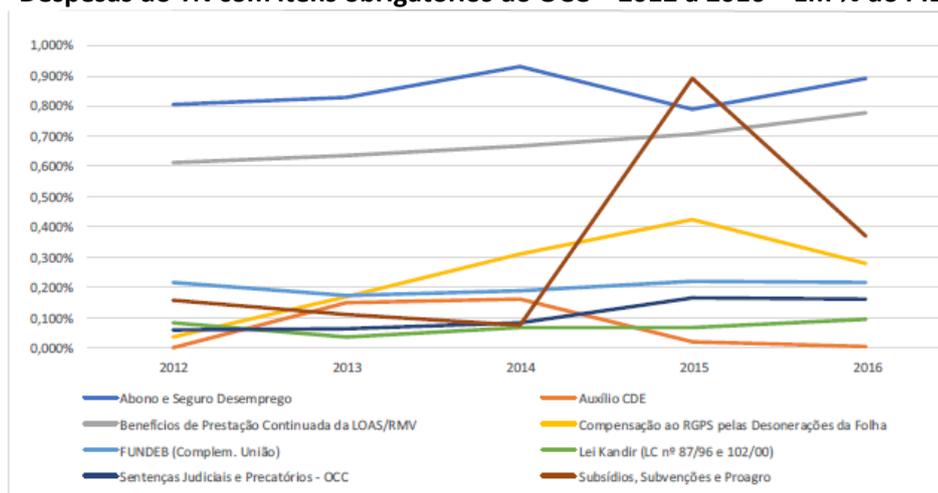
ainda mais complexa, posto que é necessário analisar a forma como os recursos alteraram as posições de carteira dos agentes e como estas modificações impactaram a economia real.

#### 4.5 O peso do crédito e dos subsídios na execução do Tesouro Nacional

Se a questão acima é de fronteira no pensamento econômico, outra questão não pode levantar discussões: o subsídio de crédito é um custo para a política fiscal. Não foram poucas as inserções da política de gastos do TN no crédito e nas composições de capital. Os números dos programas de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf), de Sustentação do Investimento (PSI), Especial de Saneamento de Ativos (PESA), de Garantia da Atividade Agropecuária (Proagro), de Cooperação Nipo-Brasileira para o Desenvolvimento dos Cerrados (Prodecer), além do microcrédito e das equalizações do custeio e do investimento do agronegócio e da equalização do Programa de Financiamento às Exportações (PROEX), não deixam dúvidas<sup>45</sup>.

Entre as despesas obrigatórias, notabiliza-se a expansão dos subsídios, subvenções e programas como o Proagro. Embora as famosas “pedaladas fiscais” prejudiquem a comparação, por agregar despesas de cerca de 30 meses no ano de 2015, é fácil notar que o patamar se elevou pela observação dos dados de 2016, onde não há contaminação por despesas prévias a este ano. A expansão da despesa do TN, exceto benefícios previdenciários, entre 2013 e o triênio 2014/2016 foi de 1,07% do PIB (Gráfico 3), sendo que apenas a expansão de subsídios e subvenções representou 31,2% desta elevação

**Gráfico 3**  
Despesas do TN com itens obrigatórios do OCC – 2012 a 2016 – Em % do PIB



Fonte: Resultado do Tesouro Nacional. Vários números

<sup>45</sup> É uma realidade histórica do Estado brasileiro uma presença muito forte na oferta de crédito, via orçamento, o que já significou recursos muito mais volumosos nos anos 1970 e 1980.

Os dados acima não procuram discutir as pedaladas ou a pertinência da expansão do gasto. O intuito é apontar que a execução do orçamento federal é apenas um aspecto das políticas de Estado. Estas políticas englobam movimentos de política econômica que não se limitam às receitas tributárias e às despesas com pessoal e custeio. Ao contrário, as contas públicas, no mundo financeirizado, abrangem um enorme leque de ações do Estado, onde convivem desde a merenda escolar e até a intervenção nos mercados de derivativos, passando pelos subsídios creditícios. E, dada a dimensão crescente dos estoques de ativos e do risco a eles associado, a política fiscal se torna peça ainda mais decisiva no xadrez do capitalismo contemporâneo.

#### 4.6 Estado e dívida: um gestor financeiro travestido de gestor fiscal

O mundo teórico do NCM tem uma concepção bastante específica para a dívida e o déficit público. De fato, a identificação de um padrão de sustentabilidade intertemporal para a evolução da dívida, numa composição entre a taxa de juros e a taxa de crescimento do produto, exige que o lado fiscal esteja equilibrado<sup>46</sup>. Há uma precedência do lado financeiro sobre o lado real nesta concepção de regime de contas públicas, do que emerge o controle da dívida como pilar da política econômica.

O conceito de NFSP já estava pronto e, há tempos, em utilização<sup>47</sup>, sendo rapidamente adotado para aferir o superávit primário realizado. A definição do conceito de dívida pública foi, a partir daí, quase automática. A DLSP<sup>48</sup> tinha objetivo inicial de trazer ativos e passivos do Estado para os cálculos do endividamento, mas não logrou alcançar seus objetivos, limitando-se a incorporar os créditos do setor público ao setor agrícola<sup>49</sup>. Entretanto foi rapidamente eleita para medir a dívida pública e ser utilizada como balizador para a quantificação do superávit primário necessário.

A DLSP é um conceito de abrangência semelhante ao NFSP, incluindo dívidas em moeda estrangeira (bônus e bancária), dívidas bancárias internas, reestruturações, renegociações, títulos da dívida mobiliária (interna e externa), aplicações diversas de instituições financeiras no BC, posições em mercado aberto e atrasos junto a fornecedores. No lado do ativo, encontram-se os créditos fornecidos ao setor privado e público financeiro e os haveres junto a uma ampla gama de relações entre o setor público e a economia<sup>50</sup>.

A evolução da DLSP mostrou uma violenta e longa redução, seguida de uma expressiva expansão no último ano. Ao final de 2002, como mostra a Tabela 3, a DLSP situava-se em 59,9% do

---

<sup>46</sup> Como nas equações 3 e 4.

<sup>47</sup> Em 1981, quando do início das tratativas com o FMI sobre as cartas de intenções que davam suporte aos acordos de ajuste de BP.

<sup>48</sup> Peça de análise da qual o NFSP foi um espelho desde sua criação, em 1986.

<sup>49</sup> O objetivo do conceito de DLSP era o de compreender de forma abrangente os ativos e passivos do Estado, inclusive ações de empresas e patrimônios. As dificuldades conceituais acabaram por limitar o conceito às dívidas e créditos concedidos.

<sup>50</sup> Para uma discussão dos elementos do conceito, ver Jaloretto (2009).

PIB<sup>51</sup>. A queda foi contínua até chegar a 30,5% do PIB, em 2013. Em 2014, com a deterioração das condições macroeconômicas e da situação fiscal, o estoque de dívida teve uma trajetória expansiva que chegou a 46,0% do PIB, em 2016. Ainda assim, a DLSP caiu 13,9p.p. entre os extremos da série.

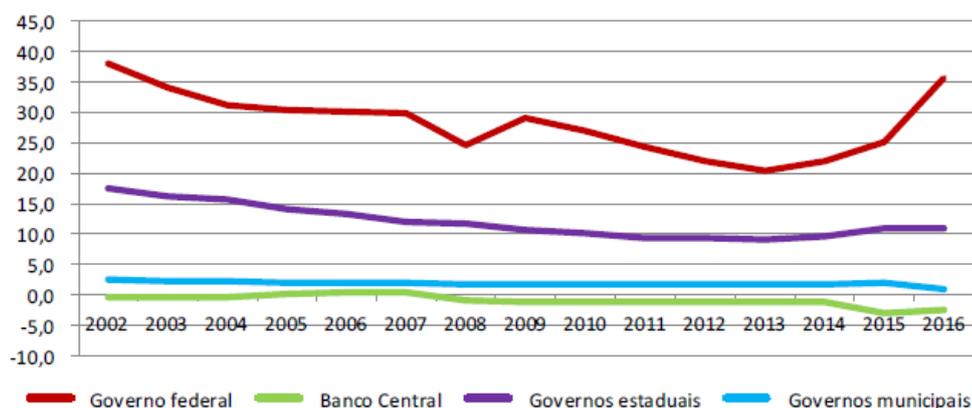
O governo federal, como mostra o Gráfico 4, reduziu sua dívida de 38,1% em 2002 a 20,5% do PIB em 2013. No entanto, a trajetória foi revertida, chegando a 35,7% do PIB ao final da série. Os governos regionais apresentaram uma redução, muito mais consistente, tendo a dívida caído de 17,3%, em 2002, para 10,9% do PIB em 2016, depois do vale registrado de 9,1% do PIB em 2013.

**Tabela 3**  
**Dívida Líquida do Setor Público – 2002 a 2016 Em % do PIB (posição em dezembro)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Dívida líquida total</b>	59,9	54,3	50,2	47,9	46,5	44,5	37,6	40,9	38	34,5	32,2	30,5	32,6	35,6	46
Governo federal	38,1	34	31,2	30,4	30,2	29,7	24,4	29,2	26,9	24,3	22,1	20,5	22	25	35,7
Banco Central	-0,4	-0,3	-0,4	0,2	0,4	0,3	-1	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-3,1	-2,5
Governos estaduais	17,3	16,2	15,6	14,1	13,2	11,9	11,6	10,5	10	9,2	9,2	9,1	9,5	11	10,9
Governos municipais	2,4	2,3	2,3	2	2	1,8	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,9	1
Empresas estatais	2,6	2,1	1,5	1,2	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,9	0,9
Federais	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0	0
Estaduais	2,6	2	1,7	1,4	1,1	1	1	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,9	0,9
Municipais	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0	0	0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco de Dados BC.

**Gráfico 4**  
**Evolução dos componentes da DLSP – 2002 a 2016 – Em % do PIB**



Fonte: Elaboração a partir das séries temporais do BC.

Os dados da DLSP escondem, no entanto, uma alteração radical na origem das fontes de crédito. Como pode ser comprovada pela Tabela 4, a DLSP interna, que atingia o montante de 44,4% do PIB em 2002, subiu continuamente até 61,3% do PIB em 2016. Ao final da série, a dívida líquida interna significava 133% da DLSP.

<sup>51</sup> Não sabe a razão, mas há dois anos este valor era de 60,4% do PIB e não consta que o PIB de 2002 tenha sido revisado desde 2015.

O caminho inverso foi trilhado pela DLSP externa que saiu, no mesmo período, de um montante de obrigações equivalente a 15,6% do PIB, para uma posição credora de 15,3% do PIB – uma variação de 30,9p.p. do PIB em 14 anos. Não foram apenas as RI, em forte movimento expansivo, que determinaram este comportamento, posto que outras dívidas (especialmente Clube de Paris, BIRD e BID) tiveram intensa retração: 15,7p.p. do PIB.

**Tabela 4**

**DLSP interna e externa – 2002 a 2016 Em % do PIB (posição em dezembro)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dívida líquida total	59,9	54,3	50,2	47,9	46,5	44,5	37,6	40,9	38	34,5	32,2	30,5	32,6	35,6	46
Dívida interna líquida	44,4	43,2	42,4	44,8	47,6	51,8	48,3	49,7	47,2	46,8	45,1	43,9	46,2	54,8	61,3
Dívida externa líquida	15,6	11	7,8	3,1	-1,2	-7,3	-10,7	-8,8	-9,3	-12,3	-12,9	-13,4	-13,6	-19,2	-15,3
BCB (com Res. Intern.)	-4	-3,4	-3,7	-5,8	-7,6	-11,7	-15,5	-12,2	-12,2	-14,9	-15,6	-16,3	-17	-23,7	-19,1
Demais	19,5	14,4	11,6	8,9	6,4	4,4	4,8	3,5	2,9	2,6	2,8	2,9	3,4	4,5	3,8

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco de Dados do Site do BCB.

A constatação tem grande relevância do ponto de vista das relações de riqueza e posse de ativos na economia e especialmente das relações entre os agentes e a política fiscal. Como já apontado, a dívida interna traduz os movimentos de débito e crédito frente aos agentes que aceitam manter riqueza em moeda nacional<sup>52</sup>. O poder emissor implica maiores responsabilidades sobre o valor da moeda (e da riqueza) para o Estado. No caso das dívidas externas, os pagamentos não serão recebidos em moeda brasileira e, portanto, a condição de geração de dólares, e não de Reais, é que estará em causa para avaliação de risco dos credores externos.

Talvez o mais importante instrumento para entender a interação entre a macroeconomia e a DLSP seja a análise de seus fatores condicionantes. A Tabela 5 resume os dados publicados pelo BC e torna transparente a baixa relevância da questão fiscal num conceito que tem por objetivo justamente fazer sua mensuração. Os fatores que movem a dinâmica do estoque de dívidas públicas são diversos e fazem do superávit primário mero coadjuvante. O posicionamento da taxa de juros, o crescimento do PIB e a evolução cambial repercutem muito mais sobre a variação da dívida do que o próprio superávit primário.

Na maioria dos anos entre 2002 e 2016 nem seria necessário fazer superávits primários, dado que outros elementos que influem na dívida tiveram comportamento compensatório frente aos juros, mitigando o crescimento do quociente dívida/PIB. As duas últimas linhas da Tabela 4 mostram as relações entre o fator crescimento (fg), o fator juros nominais (fr) e o fator cambial (fe). Em 2004, 2008 e 2010, apenas o fator crescimento já teria superado o fator juros nominais.

<sup>52</sup> No caso dos swaps cambiais ofertados pelo BC, o pagamento é realizado em moeda nacional, embora indexado ao dólar, caso supere a variação do CDI. Por isso, o seu tratamento é como dívida interna.

**Tabela 5**  
**Fatores condicionantes da DLSP – 2002 a 2016 - Em % do PIB**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Primário	-3,19	-3,24	-3,69	-3,74	-3,15	-3,24	-3,33	-1,94	-2,62	-2,94	-2,18	-1,71	0,56	1,85	2,48
Juros Nominais	7,61	8,42	6,56	7,28	6,72	5,98	5,32	5,13	5,03	5,41	4,44	4,67	5,39	8,36	6,47
Ajuste cambial - Div Int	5,15	-1,32	-0,17	-0,21	-0,09	-0,09	0,10	-0,10	0,04	-0,08	-0,07	-0,09	-0,05	-0,28	0,07
Ajuste cambial - Div Ext	4,66	-2,47	-0,73	-0,72	-0,18	0,88	-2,62	2,53	0,42	-1,44	-1,11	-1,71	-1,61	-6,15	3,09
Dív Externa	0,01	0,89	0,31	-0,06	0,13	-0,08	-0,85	0,33	0,04	-0,21	-0,10	0,33	0,22	0,36	-0,03
Cresc. do PIB	-5,98	-7,99	-6,65	-4,92	-4,75	-5,31	-5,58	-2,52	-5,82	-4,26	-3,14	-3,12	-2,36	-1,20	-1,62
Outros	0,21	0,04	0,29	0,11	-0,10	-0,07	-0,02	-0,11	0,01	0,01	-0,12	-0,06	-0,06	0,08	-0,05
Variação da DLSP	8,45	-5,68	-4,07	-2,27	-1,43	-1,94	-6,98	3,32	-2,91	-3,51	-2,28	-1,69	2,08	3,03	10,40
fg / fr	-0,79	-0,95	-1,01	-0,68	-0,71	-0,89	-1,05	-0,49	-1,16	-0,79	-0,71	-0,67	-0,44	-0,14	-0,25
(fg + fe) / fr	0,50	-1,29	-1,10	-0,81	-0,73	-0,77	-1,68	0,05	-1,06	-1,11	-0,99	-0,98	-0,71	-0,87	0,23

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco de Dados do BCB.

Quando o ajuste cambial é incorporado à análise, as dúvidas sobre a necessidade de se fazer superávit primário são mais intensas. De 2002 a 2014, o efeito conjunto do crescimento com a valorização do Real representou mais de 70% do fator juros nominais, em 9 anos. Em 6 deles, a relação foi maior que 0,98. Ou seja, o superávit primário poderia ser muito inferior e ainda assim a dívida estaria estabilizada<sup>53</sup>.

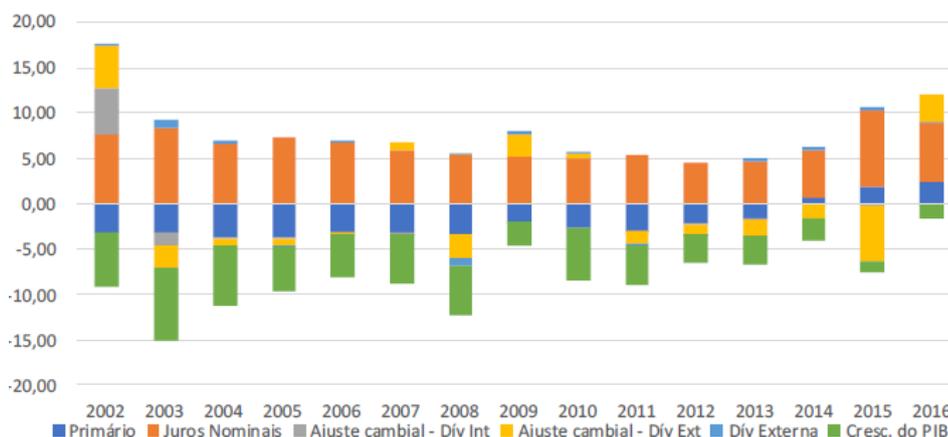
Efeitos completamente distintos tiveram os ajustes cambiais com a desvalorização do Real. Em 2002 e 2009, ajustes cambiais e dívida externa exerceram pressão expansionista sobre a DLSP, de 9,9% e 2,8% do PIB, respectivamente. Ou seja, os esforços fiscais foram incinerados pelo comportamento do câmbio. Note-se que a utilização da variação cambial num conceito de dívida que quer aferir o financiamento frente aos agentes que estão referidos à moeda nacional é bastante problemática<sup>54</sup>. Mas a observação é importante para que tenhamos presente a dimensão da ausência de conexão entre a teoria, os conceitos e instrumentos de medidas utilizados.

Os anos de 2015 e 2016 são particularmente esclarecedores. No primeiro, o ajuste cambial foi favorável ao endividamento em 6,2% do PIB, dada a desvalorização do Real que afeta as RI, aumentando seu valor em Reais. Isto resultou em pequena variação da DLSP, mesmo com déficit primário e os juros nominais mais altos de toda a série. Em 2016, o câmbio mudou de sinal, e foi fator condicionante da elevação da DLSP em 3,1p.p. do PIB. Isto ocasionou a maior variação de dívida da série, mesmo com a soma de primário e juros nominais bem inferior à de 2015. O Gráfico 5 permite uma avaliação do impacto de questões cambiais na evolução da dívida.

<sup>53</sup> Em verdade, não consideramos esta questão relevante, porque seria muito mais adequado para a política econômica que as flutuações cambiais tivessem um tratamento muito mais refinado, mas a comparação é relevante, porque este é o estado das artes dos instrumentos de medida da política fiscal.

<sup>54</sup> Quando se avalia a variação da dívida interna, está em causa a moeda de emissão do Estado Nacional e, portanto, sua credibilidade está sendo monitorada pelos agentes econômicos. No caso da dívida externa, o poder emissor está fora do país e, por isso, nenhuma questão de solvência intertemporal pode ser colocada a partir da ação da política econômica interna.

**Gráfico 5**  
**Fatores condicionantes da DLSP – 2002 a 2016 - Em % do PIB**



Fonte: BC. Elaboração própria.

É importante verificar também o conceito da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que passou a ser majoritariamente monitorado pelos analistas macroeconômicos a partir do descrédito na DLSP. Ele tem três diferenças essenciais com relação à DLSP: a) não contém as contas do BC, o que isola as RI, embora considere suas operações compromissadas; b) compreende apenas as administrações governamentais, desconsiderando as empresas estatais; e c) considera todos os passivos, mas não desconta os ativos governamentais<sup>55</sup>.

A DBGG oscilou entre 50 e 55% do PIB de 2006 a 2014. Foi no segundo semestre de 2014, quando se iniciou a retração da economia, que a dívida aumentou aceleradamente, saindo de 52,8%, em jun./2014, para 69,6% do PIB, em dez/2016. Dívida mobiliária e operações compromissadas do BC explicam 14,9p.p. dos 16,8p.p. do PIB da elevação, ou seja, a dinâmica financeira explica 90% da expansão da dívida bruta. Em contraposição, a soma dos déficits primários de 2015 e 2016 chega a 4,33% do PIB. A desproporção dos efeitos real e financeiro mostra que a dinâmica das dívidas vai muito além do mero cotejamento entre receitas e despesas.

O avanço da dívida mobiliária e das operações compromissadas de quase 15p.p. do PIB em 30 meses não pode ser explicado apenas pela política fiscal, embora ela tenha sua parcela de contribuição. O fato é que as políticas de dívida mobiliária e gestão monetária do BC são, em primeira instância, a administração da riqueza social alocada em forma líquida, a diferentes prazos e instrumentos financeiros. Dadas as condições de desenvolvimento dos mercados de capitais no Brasil, são muito limitadas as ofertas de aplicação de recursos em passivos privados. Em condições normais,

<sup>55</sup> O conceito de DLSP é muito mais adequado para uma economia como a brasileira, de forte presença estatal, mas os problemas de coerência na sua mensuração minaram sua credibilidade.

há uma convergência dos aplicadores para papéis emitidos pelo governo e por suas instituições. Na crise, a predominância das operações financeiras com o governo oferecendo passivos é absoluta, seja pela aversão ao risco dos aplicadores, seja pelo patamar de remuneração oferecido pelo Estado.

A questão aqui colocada é de grande relevância porque aponta uma falta de sintonia entre as políticas e seus indicadores. A evolução das dívidas, numa sociedade capitalista, atende a questões que vão muito além do fiscal, dado que câmbio, a gestão dos ativos e da liquidez são elementos centrais da administração das dívidas públicas. A falta de clareza sobre a política fiscal e sobre seus indicadores leva a políticas mal calibradas e a mais instabilidade.

### Considerações finais

O artigo problematizou a formulação e a execução da política fiscal num capitalismo marcado pela financeirização e pelos grandes estoques de riqueza. Da contraposição à concepção do NCM, que neutraliza a política fiscal, negando-lhe função outra que não a de garantir a sustentabilidade da dívida pública, emerge a presença estatal ativa nas decisões econômicas, sempre entremeadas dos conflitos inerentes ao capitalismo. Da visão de que a política fiscal é executada numa economia monetária da produção, o Estado e suas contas ganham o protagonismo negado pela tese da moeda neutra.

Logicamente, os instrumentos da Golden Age keynesiana não poderiam gerir uma fase do capitalismo em que o processo de acumulação assume na riqueza financeira sua forma mais pujante. Mas o desenvolvimento de métodos para o Estado gerir a grande massa de ativos e garantir o processo de valorização do capital privado acaba anulando as outras formas de sua intervenção no processo de geração de riqueza material nova. De agente componente da demanda efetiva a ser definida em conjunto com os demais agentes de uma economia monetária da produção, o Estado, via política fiscal, passa a ser gestor da riqueza e garantidor da sua valorização.

O estado das artes no campo da política fiscal reflete a falta de clareza sobre as relações entre o Estado e o capitalismo financeirizado. Muito além de gerir receitas tributárias e despesas reais, a política fiscal tem que se deparar com a gestão dos estoques e de seus movimentos e remunerações. A gestão da liquidez, dos ativos e patrimônios, as arbitragens no mercado cambial, as políticas de crédito e subsídios, ganham dimensão e predominância nas contas públicas. Foi o que demonstramos com a avaliação do custo das RI, com a oferta de hedge via swaps e com a leitura dos fatores condicionantes da DLSP.

Se os conceitos de política fiscal, não são claros neste ambiente macroeconômico, as medidas das contas públicas tampouco seriam consistentes. Em verdade, NFSP é um híbrido entre o impacto financeiro e o real, onde o déficit operacional, que seria o mais relevante, nem mesmo é medido. Já no campo das medidas da dívida pública, bruta ou líquida, aspectos cambiais e de gestão

de liquidez tornam estéril seu uso enquanto balizadoras da política fiscal. A magnitude dos estoques e a enorme variação dos seus preços (juros e câmbio) fazem dos indicadores utilizados meras variáveis residuais.

Analisar a política fiscal é, certamente, muito mais complexo quando movemos o foco de seu resultado, geralmente o primário, para sua substância: as enormes demandas colocadas sobre o Estado. Demandas que se expressam na forma de tributos, cobrados e não cobrados, e de gastos das mais variadas formas e naturezas. No entanto, a análise da política fiscal só será completa se ela refletir o movimento do Estado em sua interação dinâmica com a economia real e em suas relações com a renda e os estoques de riqueza.

## Bibliografia

- ALLSOPP, C.; VINES, D. The macroeconomic role of fiscal policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 485-508, 2005.
- ARESTIS, P. On the effectiveness of monetary policy. Annandale-On-Hudson, NY, Levy Economics Institute, 2003. (Working Paper, n. 369).
- ARESTIS, P. What is the new consensus in macroeconomics? In: ARETIS, P. (Ed.). *Is there a new consensus in macroeconomics?* Basingstoke, Reino Unido: Palgrave MacMillan, 2007.
- ARESTIS, P. New consensus macroeconomics and inflation targeting: a Keynesian critique. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, Número Especial, p. 629-653, 2008.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. New consensus, new Keynesianism, and the economics of the third way. Annandale-On-Hudson, NY, Levy Economics Institute, 2002. (Working Paper, n. 364).
- BACHA, E. Prólogo para a Terceira Carta. In: *FÓRUM GAZETA MERCANTIL. FMI X Brasil: a armadilha da recessão*. São Paulo: Gazeta Mercantil, 1983.
- BARRO, R. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, v. 82, n. 6, p. 1095–1117, 1974.
- BARRO, R.; GORDON, D. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. Cambridge, MA, *National Bureau of Economic Research*, 1983. (Working Paper, n. 1079).
- BELLUZZO, L. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 4, 1995.
- BIASOTO, G. A questão fiscal no contexto da crise do pacto desenvolvimentista. Tese (Doutorado)– Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), 1995.
- BIASOTO, G. Sustentabilidade da dívida e superávit primário: restrições fiscais e financeiras ao desenvolvimento. In: CONGRESSO DA AKB, 9, Uberlândia, 2015. Anais...
- BLANCHARD, O. Suggestions for a new set of fiscal indicators. Paris: OECD Economics Department, 1990. (Working Papers, n. 79).
- BLEJER, M.; CHEASTY, A. The measurement of fiscal deficits: analytical and methodological issues. *Journal of Economic Literature*, v. 29, n. 4, p. 1644-1678, 1991.
- BLINDER, A. The case against the case against discretionary fiscal policy. Princeton, NJ: *Center for Economic Policy Studies*, 2004. (Working Papers, n. 102).
- BRAGA, J. A. Financeirização da riqueza. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 2, p. 25-58, 1993.
- BRAGA, J. A. Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Campinas: IE/Unicamp, 2000.
- CARLIN, W.; SOSKICE, D. *Macroeconomics: imperfections, institutions and policies*. Oxford: Oxford University Press, 2006.
- CARVALHO, F. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25, 2008.

- CHARI, V. V.; KEHOE, P. J.; MCGRATTAN, E. R. New Keynesian models: not yet useful for policy analysis. Cambridge: *National Bureau of Economic Research*, 2008. (Working Paper Series, n. 14313).
- CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, v. 37, n. 4, p. 1661-707, 1999.
- COCHRANE, J. A frictionless view of U.S. inflation. Chicago: *Center for Research in Security Prices*, University of Chicago, 1998. (CRSP Working Papers, n. 479).
- DAVIDSON, P. *Money and the real world*. London: MacMillan, 1978.
- DEVEREUX, M. Fiscal deficits, debt, and monetary policy in a liquidity trap. Federal Reserve Bank of Dallas. *Globalization and Monetary Policy Institute*, 2010. Dallas, Texas: Working Paper, n. 44.
- EPSTEIN, G. *Financialization and the world economy*: United Kingdom: Edward Elgar Publishing, 2005.
- FOLHA DE SÃO PAULO – FSP. Bolsa fecha 2015 com terceiro maior fluxo de capital estrangeiro em 21 anos. 6 jan. 2016. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/01/1726440-bolsa-fecha-2015-com-terceiro-maior-fluxo-de-capital-estrangeiro-em-21-anos.shtml>. Acesso 30 out. 2017.
- FONTANA, G. Whither new consensus macroeconomics? The role of government and fiscal policy in modern macroeconomics. Annandale-On-Hudson, NY, Levy Economics Institute, 2009. (Working Paper, n. 563).
- FORDER, J. The historical place of the Friedman-Phelps. Expectation critique. Oxford: University of Oxford. Department of Economics, 2007. (Discussion Paper Series, n. 399).
- FRIEDMAN, M. A monetary and fiscal framework for economic stability. *The American Economic Review*, Pittsburgh, PA, v. 38, n. 3, p. 245-264, 1948.
- FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *The American Economic Review*, Pittsburgh, PA, v. 58, n. 1, p. 1-17, 1968.
- FRIEDMAN, M.; HELLER, W. Monetary vs. fiscal policy. New York: W. W. Norton, 1969.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – FMI. Global Prospects and Policies. *World Economic Outlook: Sustaining the recovery*, p. i-66. 2009.
- GOODFRIEND, M.; KING, R. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual*, Cambridge, v. 12, p. 231-283, 1997.
- HELLER, P. Considering IMF's perspective on a "sound fiscal policy". Washington, DC: International Monetary Fund, 2002. (Discussion Paper, n. 02/08).
- JALORETTO, C. *Seis décadas de déficit público no Brasil*. Brasília: STN, 2009.
- KEYNES, J. M. A treatise on money: the pure theory of money. In: THE COLLECTED writings of John Maynard Keynes, v. V. London: Macmillan, 1930 [1978].
- KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt-Brace & World, Inc. 1936.
- KEYNES, J. M. Alternative theories of the rate of interest. *Economic Journal*, n. 47, p. 241-52, 1937.
- KIRSANOVA, T.; STEHN, S.; VINES, D. The interactions between fiscal policy and monetary policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 532-564, 2005.
- KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *The Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3.p. 473-492, 1977.
- LEEPER, E. Equilibria under "active" and "passive" monetary and fiscal policies. *Journal of Monetary Economics*, v. 27, n. 1, p. 129-147, 1991.
- LEEPER, E.; WALKER, T. Perceptions and misperceptions of fiscal inflation. In: ALESINA, A.; GIAVAZZI, F. (Ed.). *Fiscal policy after the financial crisis*. National Bureau of Economic Research Conference Report, Chicago Press, 2013.
- LOPREATO, F. Novos tempos. Política fiscal e condicionalidades pós-80. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 8, n. 1, p. 125-154, 2004.
- LOPREATO, F. O papel da política fiscal: um exame da visão convencional. (Texto para Discussão, n. 119). Campinas: Unicamp. IE, 2006.
- MANTEGA, G. Rally contra o câmbio vai quebrar a cara porque nós temos US\$ 380 bilhões de reservas. Folha de São Paulo, Caderno de Economia, p. 1, 19 out. 2014.

- MCCALLUM, B. Price level determinacy with an interest rate policy rule and rational expectations. *Journal of Monetary Economics*, v. 8, n. 3, p. 319-329, 1981.
- MENDES, M. A Lei 11.803/2008 e a Relação Financeira Tesouro – Banco Central. Brasília: Senado Federal, 2016. (Textos para Discussão, n. 189).
- MEYER, L. Does money matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 83, n. 5, p. 1-15, 2001.
- PRATES, D.; BALTAR, C.; SEQUETO, M. A inserção externa do Brasil no contexto da crise global. In: NOVAIS, L.; CAGNIN, R.; BIASOTO, G. (Org.). *A economia brasileira no contexto da crise global*. São Paulo: Edições Fundap, 2014. p. 79-122.
- REINHART, C.; ROGOFF, K. Growth in a time of debt. *American Economic Association Papers and Proceedings*, v. 100, n. 2, p. 573-578, 2010.
- SALTO, F.; AFONSO, J. R.; BIASOTO, G.; KOHLER, M. As duas dimensões do ajuste fiscal. In: BACHA, E. (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 467-480.
- SARGENT, T.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 1981.
- SANTOS, F. A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal? Dissertação (Mestrado)–Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.
- SOLOW, R. Rethinking fiscal policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 509-514, 2005.
- TAVARES, M.; MELIN, L. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, M.; FIORI, J. (Org.). *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Ed. Vozes, 1997. p. 55-86.
- TAYLOR, J. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 39, n. 1, p. 195-214, 1993.
- TCHERNEVA, P. The return of fiscal policy: can the new developments in the new economic consensus be reconciled with the post-Keynesian view? Annandale-On- Hudson, NY, Levy Economics Institute, 2008. (Working Paper, n. 539).
- WREN-LEWIS, S. The limits to discretionary fiscal stabilization policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 16, n. 4, p. 92-115, 2000.
- WOODFORD, M. Public debt and the price level. Princeton, NJ: Princeton University, 1998. (Working Paper).
- WOODFORD, M. Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003.
- WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 1, n. 1, p. 267-279, 2008.

## Considerações Finais à guisa de conclusão

Discutindo o papel da política fiscal na macroeconomia da demanda efetiva propomos fornecer os elementos fundamentais básicos para uma alternativa ao modelo atual de política macroeconômica, defendido pelo NCM e executada nas principais economias do mundo, inclusive no Brasil. No modelo atual, não há espaço para a atuação perene da política fiscal enquanto instrumento estabilização econômica no curto prazo e há pouco espaço na determinação da trajetória de longo prazo da economia. O NCM aceita implicitamente a existência de um Estado que fornece bens e serviços à população e que sua atuação afeta as condições de maximização dos agentes que levam à determinação da curva de oferta, mas não discute sua atuação para além desse fato. No modelo de estabilização econômica, o NCM entende a política fiscal apenas no seu aspecto estritamente financeiro e de gestão orçamentária, o de gerar um superávit primário nas contas públicas que se julga cumprir com a restrição orçamentária do governo e a consequente trajetória de estabilidade da relação dívida/PIB. As condições fundamentais do modelo são criadas para que esses sejam os resultados últimos da política fiscal. Sendo assim, a abordagem do NCM descarta todas as ações que o Estado pode implementar na economia por ser um agente singular com uma lógica fiscal e financeira completamente distinta da lógica do setor privado e capaz de influenciar direta e indiretamente as decisões deste.

Na perspectiva do NCM, todos os instrumentos fiscais estão submetidos à lógica financeira (fiscalista) de geração do resultado primário, ignorando seus mecanismos de transmissão via demanda agregada e via expectativas por meio de seus impactos positivos sobre as variáveis macroeconômicas. O NCM dá algum espaço à atuação da política fiscal para corrigir falhas de mercado ou em socorro a crises econômicas, como ocorreu de maneira marginal após a crise mundial de 2008, mas, diante da falta de consenso sobre as medidas a serem adotadas e seus efeitos sobre a economia, a tentativa de usar os instrumentos fiscais acabou resultando em dissenso significativo entre os próprios acadêmicos do pensamento convencional e os formuladores de políticas, com prejuízo das ações e dos objetivos almejados. Logo na sequência do ápice da crise voltou à cena *mainstream* a defesa da sustentabilidade das contas públicas e os argumentos radicais como o da contração fiscal expansionista.

Ao contrário do NCM, que *descarta a priori* a política fiscal do modelo de estabilização, a abordagem da macroeconomia da demanda efetiva, defendida aqui, *parte da* política fiscal como instrumento crucial para a política econômica atingir os objetivos socialmente determinados, porque entende o Estado como um agente econômico único. Ao contrário da iniciativa privada, o Estado tem

particularidades, sendo a criação da moeda de curso forçado uma das principais, que permitem sua atuação no tempo econômico da demanda efetiva, ou seja, agindo de maneira atemporal para garantir um patamar de gastos agregados que busque os níveis socialmente desejados de emprego e renda.

Basicamente isso se deve ao fato que, além de o próprio Estado ser uma instituição atemporal, ele representa os anseios da sociedade e não age estritamente segundo a lógica do mercado, ou pelo menos não deveria agir, dada sua essência constituinte. Além disso, o Estado possui mecanismos de financiamento que não estão disponíveis à iniciativa privada. Pela ótica da aqui defendida, o Estado não apenas atua na demanda agregada, mas, especialmente, deve manter o nível de demanda efetiva em patamares condizentes com os objetivos sociais e mobilizar os agentes privados, que tomam decisões sobre a produção e a alocação de recursos nas mais diversas configurações de seus portfólios em busca desses objetivos.

A importância do Estado é exacerbada na fase atual do capitalismo, de integração econômica e financeira em termos globais, em que a interação dinâmica entre setor público e privado se reveste de elementos bastante complexos, principalmente por conta da dimensão dos ativos e da riqueza privada, pela capacidade de atuação do Estado na sua valorização e/ou na garantia dessa riqueza e pelo impacto que a dimensão financeira exerce sobre os componentes do produto agregado. Esses aspectos, basilares na abordagem heterodoxa, são inexistentes na perspectiva do NCM, de modo que abordagem da macroeconomia da demanda efetiva deve se aproveitar de todo o ferramental teórico e as experiências práticas para que, em conjunto, os diversos seguimentos da tradição keynesiana alterem o *status quo* do modelo de política macroeconômica atual. A tese aqui apresentada, de modo geral, se propôs a discutir os elementos comuns, o ponto de partida e de convergência, que une as diversas correntes do pensamento econômico heterodoxo, apresentando desde concepções estritamente teóricas sobre a economia capitalista a análises da realidade concreta, passando por um nível intermediário de abstração entre estes dois “extremos”. Isso tudo a partir de uma profunda discrepância de ponto de partida de entendimento do mundo quando comparado ao pensamento econômico dominante.

## Bibliografia geral

- ABEL, A. B.; BLANCHARD, O. J. "An Intertemporal Model of Savings and Investment," *Econometrica*, May 1983, 51, 675–692.
- ABBAGNANO, N. Dicionário de Filosofia. 5ª edição, São Paulo: Martins Fontes. 2007
- ALLAIN, O. Tackling the instability of growth: a Kaleckian-Harrodian model with an autonomous expenditure component. *Cambridge Journal of Economics*, v. 39, n. 5, p. 1351-1371, 2014
- ALLSOPP, C.; VINES, D. The macroeconomic role of fiscal policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 485-508, 2005.
- ARANTES, F.; LOPREATO, F.. O NOVO CONSENSO EM MACROECONOMIA NO BRASIL: A POLÍTICA FISCAL DO PLANO REAL AO SEGUNDO GOVERNO LULA. *Rev. econ. contemp.*, Rio de Janeiro , v. 21, n. 3, e172131, 2017 .
- ARANTES, F; BIASOTO JR, G. A política fiscal no contexto da financeirização: teoria insuficiente e indicadores inadequados. *Econ. soc.*, Campinas, v. 26, n. spe, p. 1063-1095, Dec. 2017.
- ARANTES, Flávio; MACEDO E SILVA. The New Consensus under Stress: The Financial Crisis and the Fiscal Policy Comeback. *Revista Análise Econômica*, v. 38, n. 75 (março/2020). No prelo.
- ARESTIS, P. What is the new consensus in macroeconomics? In: ARESIS, P. (ed.). *Is there a new consensus in macroeconomics?* UK: Palgrave MacMillan, 2007.
- ARESTIS, P. New Consensus Macroeconomics: A Critical Appraisal. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 564, may 2009.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. New consensus, new keynesianism, and the economics of the third way. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 364. 2002.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. On the effectiveness of monetary policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 369, 2003a.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. Reinventing fiscal policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 381, 2003b.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. The case for fiscal policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n.382, 2003c.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. New consensus macroeconomics and inflation targeting: a keynesian critique. *Economia e Sociedade*, v. 17, Número Especial, p. 629-653, 2008.
- ASIMAKOPULOS, A. The Role of the Short Period: Comment on Bharadwaj. In: Kregel, J. (ed.) *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations* (London: Macmillan). 1983
- AIYAGARI, R.; GERTLER, M. The Backing of Government Bonds and Monetarism. *Journal of Monetary Economics* n. 16 (1985), p. 19-44. North-Holland.
- BACHA, E. L. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, v.14, n.1, p.5-17, 1994.
- BAI, Y.; LEEPER, E. Fiscal stabilization vs. passivity. *Economics Letters*, n. 154 (2017), p. 105–108
- BAILEY, MA. J. *National Income and the Price Level: A Study in Macroeconomic Theory*. 2d ed. New York: McGraw-Hill, 1971.
- BALL, L. 'Aggregate demand and long-run unemployment', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1999 (2), pp. 189–236.
- BALTAR, P.; SOUEN, J.; CAMPOS, G. Emprego e distribuição de renda. *Texto para Discussão*, Campinas, IE-UNICAMP, n. 298, 2017.

- BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. "A inflexão do Governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda". In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Orgs). *Brasil: Entre o passado e o futuro*. São Paulo: Boitempo, 2010.
- BARRO, R. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, 1974.
- BARRO, R Output Effects of Government Purchases. *Journal of Political Economy*, 1981, vol. 89, issue 6, p. 1086-1121. 1981.
- BARRO, R. The Ricardian Approach to Budget Deficits. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 2 pp. 37-54. 1989a.
- BARRO R. The Neoclassical Approach to Fiscal Policy. In: Barro; R; *Modern Business Cycle Theory*. Harvard University Press and Basil Blackwell Publishers; 1989b.
- BARRO, R. *Macroeconomics*. John Wiley & Sons, New York, NY c1990.
- BARRO, R.; GORDON, (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n.1079.
- BARROS, L. C. M. Arredondando o debate sobre o BNDES. *Valor Econômico*, Opinião, A13, 16 ago.2010.
- BASTOS, C.; MARTINS; N.; DWECK; E. Taxa de juros zero Impactos e limites. Grupo de Economia do Setor Público. UFRJ Rio de Janeiro. Texto para Discussão. 2020.
- BELL, S. 'Do taxes and bonds finance spending? *Journal of Economic Issues*, 34 (3), September, p. 603-620. 2000.
- BELLUZZO, L. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.1, v. 4, junho, 1995.
- BERNANKE, B.; GERTLER, Mark; GILCHRIST, Simon. "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," NBER Working Paper, n. 6455. 1998.
- BERNANKE, Ben S.; MISHKIN, Frederic S.. "Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy?," *Journal of Economic Perspectives*, v. 11(2, Spring), 1997.
- BERNANKE, B. Deflation: making sure "it" doesn't happen here. *Remarks Before the National Economists Club*. Washington, D.C, 2002.
- BHARADWAJ, K. (1983) On Effective Demand: Certain Recent Critiques In: Kregel, J. (ed.) (1983) *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations* (London: Macmillan). 1983
- BIASOTO, G. A questão fiscal no contexto da crise do pacto desenvolvimentista. Tese (Doutorado)– Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), 1995.
- BIASOTO, G. Sustentabilidade da dívida e superávit primário: restrições fiscais e financeiras ao desenvolvimento. In: CONGRESSO DA AKB, 9, Uberlândia, 2015. Anais...
- BLANCHARD, O. Suggestions for a new set of fiscal indicators. Paris: OECD Economics Department, 1990. (Working Papers, n. 79).
- BLANCHARD, O. Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 10389, março. 2004.
- BLANCHARD, O. The state of macro. *NBER Working Paper*, n.14259, 2008.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAORO, P. Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note*, n. 10/03, 2010.

- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAORO, P. Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. *IMF Staff Position Note*, n. 13/03, 2013.
- BLANCHARD, O.; SUMMERS, L. "Hysteresis and the European Unemployment Problem," NBER Macroeconomics Annual 1986, Cambridge: MIT Press, p. 15-78. 1986
- BLANCHARD, O.; SUMMERS, L. Rethinking stabilization policy. Back to the future. *Peterson Institute for International Economics*. 2017. Disponível em: <<https://piie.com/system/files/documents/blanchard-summers20171012paper.pdf>>. Acesso em 15/10/2017:
- BLEJER, M.; CHEASTY, A. The measurement of fiscal deficits: analytical and methodological issues. *Journal of Economic Literature*, v. 29, n. 4, p. 1644-1678, 1991.
- BLINDER, ALAN S. Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy. In: The Federal Reserve Bank of Kansas City. *Monetary Policy Issues in the 1980s*. pp. 3-34. 1982
- BLINDER, ALAN S. "What Central Bankers Can Learn from Academics—and Vice-Versa," *J. Econ. Perspect.* 11:2, pp. 3–19. 1997.
- BLINDER, A. The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy. *Center for Economic Policy Studies Working Papers*, n. 102 (100?), University of Princeton, junho. 2004.
- BLINDER, A.; SOLOW, R. "Does Fiscal Policy Matter?". *Journal of Public Economics*, pp. 319—337. 1973.
- BOHN, H. Budget balance through revenue or spending adjustments? Some historical evidence for the United States. *Journal of Monetary Economics*, n. 27 p. 333-359. North-Holland. 1991
- BOZANI, V.; DRYDAKIS, N. Studying the NAIRU and its Implications. IZA Discussion Paper No. 6079 October. 2011.
- BRAGA, J. A. Financeirização da riqueza. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 2, p. 25-58, 1993.
- BRAGA, J. A. Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Campinas: IE/Unicamp, 2000.
- BRASIL. *Política econômica e reformas estruturais*. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Economia, 2003.
- BRYANT, J.; WALLACE, N.. A suggestion for further simplifying the theory of money. *Research Department Staff Report 62*. Federal Reserve Bank of Minneapolis. 1980.
- CALVO, G. "Staggered Prices in a Utility Maximizing Framework," *Journal of Monetary Economy*, n. 12:3, pp. 383–98. 1983.
- CANUTO, Otaviano. *Brasil e Coréia do Sul: os (des)caminhos da industrialização tardia*. São Paulo: Nobel, 1994.
- CARLIN, W.; SOSKICE, D. *Macroeconomics: imperfections, institutions and policies*. Oxford: Oxford University Press, 2006.
- CARLIN, W.; SOSKICE, D. *Macroeconomics: Institutions, Instability, and the Financial System* Oxford: Oxford University Press, 2015.
- CARVALHO, F. C. Economic policies for monetary economies. *Brazilian Journal of Political Economy* [online]. 1997, v. 17, n. 4, pp. 507-528. <https://doi.org/10.1590/0101-31571997-0972>.
- CARVALHO, F. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25, 2008.
- CAVERSAZI, E.; GODIN, A. Post-keynesian stock-flow-consistent modelling: a survey. *Cambridge Journal of Economics*, v. 39, n. 1, p.157-187, 2015.

- CHARI, V. V.; KEHOE, P. J.; MCGRATTAN, E. R. New Keynesian models: not yet useful for policy analysis. Cambridge: *National Bureau of Economic Research*, 2008. (Working Paper Series, n. 14313).
- CHICK, V. *Macroeconomics After Keynes: A Reconsideration of the General Theory*. MIT Press Classics. MIT Press: Cambridge, US. 1983
- CHRISTIANO, L. J.; FITZGERALD, T. J. (2000). Understanding the Fiscal Theory of the Price Level. *Economic Review*, Quarter 2, v. 36, n. 2, p. 1-38.
- CLAESSENS, S. et al. Lessons and policy implications from the global financial crisis. *IMF Working Paper*, n. 10/44, 2010.
- CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, v. 37, n. 4, p. 1661-707, 1999.
- COATES, K.; RIVERA, E. Fiscal dominance and foreign debt: five decades of Latin American experience. *Money Affairs* volume xvii, number 2, july-december 2004.
- COCHRANE, J. H. "A Frictionless View of U.S. Inflation," NBER Chapters, in: *NBER Macroeconomics Annual 1998*, volume 13, pages 323-421, National Bureau of Economic Research, Inc. 1999.
- COLANDER, D. Effective Supply and Effective Demand, *Journal of Post Keynesian Economics*, 23:3, 375-381. 2001
- COLANDER, D. Was Keynes a Keynesian or a Lernerian? *Journal of Economic Literature* Vol. XXII (December 1984), pp. 1572-1575. 1984
- COUTINHO, L. Coréia do Sul e Brasil: paralelos, sucessos e desastres. In: FIORI, José Luís (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.
- DAVIDSON, P. *Money and the real world*. London: MacMillan, 1978.
- DAVIDSON, P. Keynes' Principle of Effective Demand versus the Bedlam of the New Keynesians. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 21, No. 4 (Summer, 1999), pp. 571-588
- DAVIDSON, P. The Principle of Effective Demand: Another View. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 23, No. 3 (Spring, 2001), pp. 391-409
- DAVIDSON, P; EUGENE SMOLENSKY, E. *Aggregate Supply and Demand Analysis*. Harper & Row, 1964
- DE CONTI, B., PRATES, D. AND PLIHON, D. (2014) "A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos". *Economia e Sociedade*, 23(2), p. 341-372.
- DE FIORE, F.; TRISTANI, O. (2008). Credit and the Natural Rate of Interest. *European Central Bank Working Paper Series*, n. 889. Frankfurt am Main, Germany.
- DE FRAJA, G. Productive efficiency in public and private firms. *Journal of Public Economics* Volume 50, Issue 1, January 1993, p. 15-30 1993
- DELFIN NETTO, A. Déficit nominal zero. *Boletim de Conjuntura & Tecnologia*, Curitiba, UFPR, n.1, v.2, jul./ago.2005.
- DEQUECH, D. Asset choice, liquidity preference, and rationality under uncertainty. *Journal of Economic Issues*, Estados Unidos, v. 34, n.1, p. 159-176, 2000.
- DEQUECH, D. A determinação da produção e do emprego no período curto: uma breve apresentação pedagógica da teoria de Keynes. In: FERRARI, F. F. *Teoria Geral setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana*. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006.
- DE VROEY, M. (2001). Friedman and Lucas on the Phillips Curve: from disequilibrium to equilibrium approach. *Eastern Economic Journal* 27 (2): 127-148.

- DEVEREUX, M. Fiscal deficits, debt, and monetary policy in a liquidity trap. *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, n. 44, 2010.
- DILLARD, D. Effective Demand and the Monetary Theory of Employment. In: Barrère, A. (eds) *The Foundations of Keynesian Analysis*. Keynesian Studies. Palgrave Macmillan, London. (1988).
- DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. Texto para Discussão n. 303, Campinas, Instituto de Economia, 2017.
- EGGERTSSON, G. What fiscal policy is effective at zero interest rates? *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 402, 2009.
- EICHENGREEN, B. "Macroeconomic and financial policies before and after the crisis". In: OBSTFELD, M.; CHO, D.; MASON, A. (Eds.). *Global economic crisis impacts, transmission and recovery: Impacts, transmission and recovery*. Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar, 2012.
- ERBER, F. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Rev. Econ. Política*, v.31, n.1, p.31-55, 2011.
- ESPINOSA-VEGA, M.; RUSSELL, S.. "History and theory of the NAIRU: a critical review." *Economic Review* [Atlanta, Ga.], vol. 82, no. 2, Mar.-Apr. 1997, p. 4+. Accessed 12 May 2020.
- EPSTEIN, G. *Financialization and the world economy*: United Kingdom: Edward Elgar Publishing, 2005.
- EPSU (European Public Service Union). *Public and Private Sector Efficiency*.
- FEBRERO, E. Three difficulties with neo-chartalism. *Journal of Post Keynesian Economics*. V. 31. N. 3, p. 523-541.
- FILGUEIRAS, L. *História do Plano Real*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2000.
- FLETCHER, G. A. *The Keynesian Revolution and its Critics*. The Macmillan Press LTD. Houndmills, Basingstoke and London. 1989.
- FOLHA DE SÃO PAULO – FSP. Bolsa fecha 2015 com terceiro maior fluxo de capital estrangeiro em 21 anos. 6 jan. 2016. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/01/1726440-bolsa-fecha-2015-com-terceiro-maior-fluxo-de-capital-estrangeiro-em-21-anos.shtml>. Acesso 30 out. 2017.
- FONTANA, G. Whither new consensus macroeconomics? the role of government and fiscal policy in modern macroeconomics. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 563. 2009a.
- FONTANA, G. Fiscal Policy in Today's Endogenous Money World. In: CREEL, J.; SAWYER, M. (eds.). *Current Thinking on Fiscal Policy*, Palgrave Macmillan. (2009b).
- FORDER, J. The historical place of the Friedman-Phelps' expectation critique. *Department of Economics Discussion Paper Series*, University of Oxford, n.399, 2007.
- FORSTATER, M. (1999). Functional finance and full employment: lessons from Lerner for today. *The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 272*, 1999.
- FRIEDMAN, Milton. "The Role of Government in a Liberal Society." Lecture given at Wabash College, Crawfordsville, IN, June 1956.
- FRIEDMAN, M. *A Theory of the Consumption Function*. Princeton Univ. Press. (1957).
- FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, v. 58, n. 1, p. 1-17, March.1968.
- FRIEDMAN, M. Taxation, Inflation, and the Role of Government" In: *Taxation, Inflation and the Role of Government*, pp. 1-12. CIS Occasional Paper, no. 4. St. Leonards, N.S.W., Australia: Centre for Independent Studies, 1981.

- FRIEDMAN, M. "The Role of Government in a Free Society." *Milton Friedman Speaks*. Lecture sponsored by Stanford University, Stanford, CA, February 9, 1978.
- FRIEDMAN, M.; HELLER, W. Monetary vs. fiscal policy. New York: W. W. Norton, 1969.
- FULLWILER, S. T. The costs and benefits of a job guarantee: estimates from a multi-country-econometric model. In: *The job guarantee. Toward true full employment*, Murray Michael J., Mathew Forstater (eds.), 73–94. New York: Palgrave Macmillan. 2013.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – FMI. Global Prospects and Policies. *World Economic Outlook: Sustaining the recovery*, p. i-66. 2009.
- GAREGNANI, P (1978) "Notes on Consumption Investment and Effective Demand: I" *Cambridge Journal of Economics*, 2:4 (1978:Dec.) p.335-353
- GAREGNANI, P (1979) "Notes on Consumption Investment and Effective Demand: II" *Cambridge Journal of Economics*, 3:1 (1979:Mar.) p.63-82
- GAREGNANI, P. "Two routes to effective demand". In: Kregel, J (ed.). *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations* (London: Macmillan). 1983
- GARCIA, M. G. P. Contabilidade criativa e risco fiscal. *Valor Econômico*, Opinião, A15, 17 set.2010.
- GENTIL, D.; HERMANN, J.. A política fiscal do primeiro governo Dilma Rousseff: ortodoxia e retrocesso. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, n. 3, p. 793-816, dez. 2017
- GIAMBIAGI, F. Uma agenda fiscal para 2007-2010. *Texto para Discussão*, IPEA, Rio de Janeiro, n.1123, out.2005.
- GIVAZZI, F; PAGANO, M. "Can severe fiscal contraction be expansionary?" In: BLANCHARD, O.; FISCHER, S. (Eds.). *NBER Macroeconomics Annual*, 1990.
- GOBETTI, S. Ajuste Fiscal no Brasil: os limites do possível. Brasília: Ipea, fev.2015. (Texto para Discussão, n. 2.037).
- GOBETTI, S. W.; SCETTINI, B. P. Dívida Líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. *Texto para Discussão*, IPEA, Brasília, n.1514, dez.2010.
- GODLEY, W. AND FETHERSTON, M. 1978. "New Cambridge" Macroeconomics and Global Monetarism: some issues in the conduct of U.K. monetary policy. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 9, 33-65.
- GODLEY, W. and CRIPPS, F. 1983. *Macroeconomics*, New York: Oxford University Press.
- GOLDFAJN, I.; GUARDIA, E. Regras fiscais e sustentabilidade da dívida no Brasil. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n.39, jul.2003.
- GOMES, G.; CRUZ, C. *Vinte anos de Economia Brasileira: Atualização*. Brasília: Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, 2017.
- GOODFRIEND, M.; KING, R. G. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 12, p. 231-296, 1997.
- GORDON, D.; LEEPER, E. The Price Level, The Quantity Theory of Money, and the Fiscal Theory of The Price Level. *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 53, No. 1, February 2006
- GUARDIA, E. R. *O regime fiscal brasileiro*. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1999, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.
- GUARDIA, E.R. "As razões do ajuste fiscal". In: GIAMBIAGI, F.; REIS, J.G.; URANI, A. (Orgs.). *Reformas no Brasil: balanço e agenda*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.

- HAAVELMO, T. Multiplier effects of a balanced budget. *Econometrica*, v.13, n. 4, p. 311-318, 1945.
- HAHN, F.H. The Winter of Our Discontent. *Economica*, New Series, Vol. 40, No. 159 (Aug., 1973), pp. 322-330
- HAIM, D. A Job Guarantee Proposal for Austria: Public Policy for Full Employment and the Reduction of Poverty and Inequality. Theses - Graduate Programs in Economic Theory and Policy. Levy Economics Institute of Bard College. 2021.
- HALL, R.E. (1978): Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence, *Journal of Political Economy*, 86(6), 971–987.
- HALL, R. E., "Labor Supply and Aggregate Fluctuations." In: *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 12, Amsterdam: North Holland, 1980.
- HANSEN, A. (1941). Fiscal Policy and Business Cycles. W.W. Norton, Incorporated, 1941
- HANSEN, A. Monetary and Fiscal Policy. Oxford and IBH, New Delhi, 1949.
- HELLER, P. S. Considering IMF's perspective on a "sound fiscal policy". *International Monetary Fund Discussion Paper*, n.02/08, jul. 2002.
- HIRATUKA, C.; SARTI, F. Investimento direto e internacionalização de empresas brasileiras no período recente. *Textos para Discussão*, IPEA, Brasília, n. 1610, 2011.
- HIRATUKA, C.; SARTI, F. Transformações na estrutura produtiva global, desindustrialização e desenvolvimento industrial no Brasil. *Revista de Economia Política*, v.37, n.1, p.189-207, 2017.
- HOOVER, K. Is There a Place for Rational Expectations in Keynes's General Theory? In: HARCOURT, G.C.; RIACH, P. A. A 'Second Edition' of the General Theory, Vol. 1, Routledge, New York, USA. 1997
- INNES, A. M. The Credit Theory of Money. *The Banking Law Journal*, Vol. 31, Dec./Jan., Pages 151-168. (1914)
- JALORETTO, C. *Seis décadas de déficit público no Brasil*. Brasília: STN, 2009.
- JONES, J. Americans Widely Back Government Job-Creation Proposals. GallupNews. <https://news.gallup.com/poll/161438/americans-widely-back-government-job-creation-proposals.aspx>. 2013.
- KALDOR, L. The Role of Effective Demand in the Short Run and the Long Run. In: Barrère, A. (eds) *The Foundations of Keynesian Analysis*. Keynesian Studies. Palgrave Macmillan, London. (1988).
- KALECKI, M. 1932. 'The Business Cycle and Inflation In J. Osiatynski ed., *Collected Works of Michal Kalecki, Volume I*. Oxford: Clarendon Press, 1990: 147–55.
- KALECKI, M. 1933. Essay on the Business Cycle Theory. In J. Osiatynski ed., *Collected Works of Michal Kalecki, Volume I*. Oxford: Clarendon Press, 1990: 147–55.
- KALECKI, M. (1944). Three ways to full employment. The economics of full employment. Basil Blackwell Oxford.
- KALECKI, M. (1954) Teoria da dinâmica econômica: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista. São Paulo: Abril Cultural, 1983 (Os Economistas).
- KALECKI, M (1964) Why Economics is Not an Exact Science? In: OSIATYŃSKI, J. (1997). *Collected Works of Michał Kalecki, Volume II Capitalism: Economic Dynamics*.
- KERR, W; KING, R. G. "Limits on Interest Rate Rules in the IS Model," *Econ. Quart.*, LXXXII, pp. 47–76. 1996.

- KEYNES, J. M. (1933) "A Monetary Theory of Production". In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. 13.
- KEYNES, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest, and Money. In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, volume VII.
- KEYNES, J. M. (1937a) "Ex post and ex ante". In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, volume. XIV.
- KEYNES, J. M. (1937b). The General Theory of Employment. The Quaternaly Journal of Economics. Volume 51, Issue 2, February 1937, Pages 209–223.
- KEYNES, J. M. (1937c) "Alternative Theories of the Rate of Interest". In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. XIV;
- KEYNES, J. M. (1951), Essays in Biography. In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1951, volume X.
- KEYNES, J. M. (1979), The General Theory and After. In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1979, volume XXIX.
- KEYNES, J. M. (1980), Activities 1940-1946 shaping the Post-War World: Employment and Commodities, In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1980, volume XXVII.
- KING, R. G. Quantitative theory and econometrics. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, p.53-105, summer 1995
- KING, R. G.; WOLMAN, A. L. "Inflation Targeting in a St. Louis Model of the 21st Century," NBER Working Paper, n. 5507. 1996.
- KING, Robert G.; PLOSSER Charles I.; REBELO, Sergio T. Production, growth and business cycles: I. The basic neoclassical model. *Journal of Monetary Economics*, V. 21, Issues 2–3, p. 195-232.1988.
- KIMBALL, Miles S. The Quantitative Analytics of the Basic Neomonetarist Model. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No. 4, Part 2: Liquidity, Monetary Policy, and Financial Intermediation (Nov., 1995), pp. 1241-1277
- KIRSANOVA, T.; STEHN, S.; VINES, D. The interactions between fiscal policy and monetary policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 532-64, 2005.
- KNAPP, G.F., [1924]1973. "The State Theory of Money," Clifton, NY: Augustus M. Kelley.
- KOCHERLAKOTA, N.; PHELAN, C. Explaining the Fiscal Theory of the Price Level.. *Quarterly Review*. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall. 1999.
- KREGEL, J. A. 1976. Economic Methodology in the Face of Uncertainty: The Modelling Methods of Keynes and the Post-Keynesians. *The Economic Journal*, Jun., 1976, Vol. 86, No. 342 (Jun., 1976), pp. 209-225
- KREGEL, J. A. 1983. "Effective Demand: Origins and Development of the Notion," Palgrave Macmillan Books, in: J. A. Kregel (ed.). *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations*, chapter 2, pages 50-103, Palgrave Macmillan. 1983
- KREGEL, J. A. 1985. Budget Deficits, Stabilisation Policy and Liquidity Preference: Keynes's Post-War Policy Proposals. In: F. Vicarelli (ed.), *Keynes's Relevance Today*. THE MACMILLAN PRESS LTD 1985
- KREGEL, J. A. 1994-1995. The Viability of Economic Policy and the Priorities of Economic Policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 17, No. 2 (Winter, 1994-1995), pp. 261-277

- KREGEL, J. (2008) The Continuing Policy Relevance of Keynes's General Theory. *In: Wray, R.; Forstater, M. (eds.). Keynes for the Twenty-First Century: The Continuing Relevance of The General Theory.* Palgrave Macmillan
- KRUGMAN, P. Is fiscal policy poised for a comeback? *Oxford Review of Economic Policy*, v.21, n.4, p.515-523, 2005
- KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *The Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3.p. 473-449, 1997.
- LANDWEHR, J. J. The Case for a Job Guarantee Policy in Germany – a political-economic analysis of the potential benefits and obstacles. Institute for International Political Economy Berlin. Working Paper, No. 150/2020
- LAVOIE, M. (2011), The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: A friendly critical look. Third International School on Keynesian Macroeconomics, Berlin, July 31-August 6, 2011.
- LAYARD, R., NICKELL, S., JACKMAN, R. (1991): *Unemployment. Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford University Press, Oxford.
- LEEPER, E. Equilibria under "Active" and "Passive" monetary and fiscal policies. *Journal of Monetary Economics*, v. 27, n. 1, p. 129-147, 1991.
- LEEPER, E. M.; WALKER, T. B. Perceptions and misperceptions of fiscal inflation. *In: ALESINA, A.; GIAVAZZI, F. (ed). Fiscal policy after the financial crisis.* Chicago: University Chicago Press, 2013.
- LERNER, A. 'Functional finance and the federal debt', *Social Research*, 10, February, pp. 38-51. (1943).
- LERNER, A. (1947) Money as a Creature of the State. *The American Economic Review*, Vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1947), pp. 312-317.
- LERNER, A. 1978. "Keynesianism; Alive, If Not So Well," Fiscal responsibilities in constitutional democracy. Eds.: J. Buchanan; R. Wagner. Boston, MA: Martinus Nijhoff, 1978, pp. 59-69.
- LIMA, U. M. O debate sobre o processo de desenvolvimento econômico da Coreia do Sul: uma linha alternativa de interpretação. *Economia e Sociedade* [online]. 2017, v. 26, n. 3 [Acessado 10 novembro 2022], pp. 585-631. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n3art3>>.
- LOHMANN, S. (1992), 'Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility Versus Flexibility', *American Economic Review*, March.
- LOPREATO, F. Novos tempos política fiscal e condicionalidades pós-80. *Revista de Economia Contemporânea*, v.8, n.1, p.125-154, jan./jun. 2004.
- LOPREATO, F. O papel da política fiscal: um exame da visão convencional. *Texto para Discussão*, IE-UNICAMP, Campinas, n. 119, fev.2006a.
- LOPREATO, F. "Política fiscal: mudanças e perspectivas". *In: CARNEIRO, R. (Org.) A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula.* São Paulo: UNESP, 2006b.
- LOPREATO, F. *Caminhos da política fiscal do Brasil.* São Paulo: UNESP, 2013.
- LOPREATO, F.; DEDECCA, C. Os desafios de um padrão de investimento para o crescimento com redução da desigualdade no Brasil. *Texto para Discussão*, IE-UNICAMP, Campinas, n. 223, 2013.
- LUCAS, R. 'Expectations and the Neutrality of Money', *Journal of Economic Theory*, April. 1972.
- LUCAS, R. "Econometric policy evaluation: A critique," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Elsevier, vol. 1(1), pages 19-46, January. 1976
- LUCAS, R. Deficit finance and inflation. *New York Times* (August 26): 28. 1981a.

- LUCAS, R. Inconsistency in fiscal aims. *New York Times* (August 28): 30. 1981b.
- LUCAS, R. E. *Understanding business cycles. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 5, 7–29. doi:10.1016/0167-2231(77)90002-1 (1977).
- LUCAS, R.; STOKEY, N. L., "Optimal fiscal and monetary policy in an economy without capital". *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 12(1), pages 55-93. 1983.
- MANTEGA, G. Rally contra o câmbio vai quebrar a cara porque nós temos US\$ 380 bilhões de reservas. *Folha de São Paulo, Caderno de Economia*, p. 1, 19 out. 2014.
- MAZZUCATO, M. *The entrepreneurial State: debunking public vs. private sector Myths*. London: Anthem Press, 2014.
- MAZZUCATO, M.; SKIDELSKY, Toward a New Fiscal Constitution. Understanding the Pandemic Stock Market. Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/onpoint/new-fiscal-constitution-job-guarantee-by-mariana-mazzucato-and-robert-skidelsky-2020-07>
- MCCALLUM, B. Monetary policy analysis in models without money. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 83, n. 4, p. 145-160, 2001
- MCCALLUM, Bennett T; NELSON, Edward. 1997. "An Optimizing IS-LM Specification for Monetary Policy and Business Cycle Analysis," NBER Working Paper 5875.
- MCGRATTAN, E. Comment. In: GOODFRIEND, M.; KING, R. G. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 12, p. 231-296, 1997.
- MENDES, M. *O que é contabilidade criativa?* [Online] *Brasil Economia e Governo*, 2014. Disponível em: <[www.brasil-economia-governo.org.br/?p=2132](http://www.brasil-economia-governo.org.br/?p=2132)>. Acesso em 16/10/2015:
- MEYER, L. Does money matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 83, n. 5, p. 1-15, 2001.
- MILL, J., *Commerce Defended*. 1808. Disponível em <https://oll.libertyfund.org/title/mill-commerce-defended-1808>
- MILLER, P. J. Fiscal policy in a monetarist model. Research Department Staff Report 67. Federal Reserve Bank of Minneapolis. 1981.
- MINSKY, H.P.. "Stabilizing an Unstable Economy," New Haven, CT: Yale University Press. 1986
- MINSKY, H.P Hyman P. Minsky Notes on Effective Demand: Comment on Bharadwaj. In: Kregel, J. (ed.) (1983). *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations 1983*
- MODIGLIANI, F. The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital. *Social Research*, Vol. 33, No. 2, *Essays in Economic Theory in Honor of Adolph Lowe and Hans Neisser*, pp. 160-217. 1966
- MODIGLIANI, F.; PAPADEMOS, L. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1975, No. 1, pp. 141-165 Published by: Brookings Institution Press. 1975.
- MOHAN, T. T.; RAY, S. C. Comparing Performance of Public and Private Sector Banks: A Revenue Maximisation Efficiency Approach. *Economic and Political Weekly* Vol. 39, No. 12, *Money, Banking and Finance* (Mar. 20-26, 2004).
- MONTES, G.C; ALVES, R. C. Teoria das finanças funcionais e o papel da política fiscal: uma crítica pós-keynesiana ao novo consenso macroeconômico. *Revista de Economia Política*, v. 34, n. 4 (129), p. 670-688. 2012.
- NORTH, D. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- OKUN, A. M. "Potential GNP: Its Measurement and Significance." Reprinted as Cowles Foundation Paper 190. 1962.

- ORAIR, R. Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal. *Textos para Discussão*, IPEA, Brasília, n. 2215, 2016.
- PALLEY, T. (2015) "Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: a critique of modern monetary theory", *Review of Political Economy*, 27(1), p. 1-23.
- PASINETTI, L.L. The Principle of Effective Demand. In G.C. Harcourt and P.A. Riach (eds.), A "Second Edition" of the General Theory, vol. 1. London and New York: Routledge, 1997, pp. 93-104.
- PASINETTI, L.L. The principle of effective demand and its importance in the long run. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 23(3): 383-390, 2001.
- PATINKIN, D 1976 *Keynes's Monetary Thought: A Study of its Development*, Durham, N.c.: Duke University Press.
- PESSALI, H.; DALTO, F. A mesoeconomia do desenvolvimento: o papel das instituições. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 20, n. 1, p.11-37, 2010.
- PHELPS, E. *Structural Slumps: the Modern Equilibrium Theory of Unemployment, Interest, and Assets*. Harvard University Press. Cambridge, Massachussets. 1994
- PIMENTEL, K. S. M. Ensaio sobre política fiscal, demanda efetiva e finanças funcionais. Tese (doutorado), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, Rio de Janeiro. 2018.
- PLOSSER, C. T. Understanding Real Business Cycles. *Journal of Economic Perspectives* — Volume 3, Number 3 — Summer 1989 — Pages 51–77. 1989
- POSEN, A. "The Future of Inflation Targeting." *Challenge* 51(4): 5–22. 2008.
- POSSAS, M. (1986) "Para uma releitura teórica da Teoria Geral". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 16(2), agosto; republicado em Lima, G. T., Sicsú, J. (org.). *Macroeconomia do Emprego e da Renda. Keynes e o Keynesianismo*. São Paulo: Ed. Manole, 2003.
- POSSAS, M. L. Uma interpretação de pontos controversos da Teoria Geral de Keynes. *Brazilian Keynesian Review*, v. 1, p. 71 - 95, 2015.
- POSSAS, M.; BALTAR, P. E. A. Demanda efetiva e dinâmica em Kalecki. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro: IPEA, v.11, n.1, abr, 1981, p.107.
- PRATES, D. M. O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008. *Textos para Discussão*, CEPAL-IPEA, Brasília, n. 12, 2010.
- PRATES, D. Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post-Keynesian approach. *Textos para Discussão IE/UNICAMP*, n. 315, 2017.
- PRATES, D.; BALTAR, C.; SEQUETO, M. A inserção externa do Brasil no contexto da crise global. In: NOVAIS, L.; CAGNIN, R.; BIASOTO, G. (Org.). *A economia brasileira no contexto da crise global*. São Paulo: Edições Fundap, 2014. p. 79-122.
- PRYKE, R. The Comparative Performance of Public and Private Enterprise. *Fiscal Studies* Vol. 3, No. 2 (July 1982), pp. 68-81. 1982.
- REINHART, C.; ROGOFF, K. Growth in a time of debt. *American Economic Association Papers and Proceedings*, v. 100, n. 2, p. 573-578, 2010.
- ROGOFF, K. 'The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target', *Quarterly Journal of Economics*, November. 1985.
- REIS, J. The State and the Market: An Institutional and Relational Take. *RCCS Annual Review Issue* n. 4. 2012. <http://journals.openedition.org/rccsar/433>; DOI: 10.4000/rccsar.433.

- RESENDE, C. Cross-Country Estimates of the Degree of Fiscal Dominance and Central Bank Independence. Bank of Canada Working Paper 2007-36 June 2007
- RESENDE, C.; REBEL, N. The Welfare Implications of Fiscal Dominance. *Bank of Canada Working Paper* 2008-2028, September 2008.
- ROBINSON, J. *The Generalisation of the General Theory and Other Essays*. London: Macmillan. 1979.
- ROGERS, C. The General Theory: Existence of a monetary long-period unemployment equilibrium. In: HARCOURT, G.C.; RIACH, P. A. A 'Second Edition' of the General Theory, Vol. 1, Routledge, New York, USA. 1997
- ROMER, D. Keynesian Macroeconomics without the LM Curve. *Journal of Economic Perspectives*—Volume 14, Number 2—Pages 149–169, Spring 2000.
- ROMER, C.; BERNSTEIN, J. (2009). *The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan*. Disponível em [www.economy.com/mark-zandi/documents/The\\_Job\\_Impact\\_of\\_the\\_American\\_Recovery\\_and\\_Reinvestment\\_Plan.pdf](http://www.economy.com/mark-zandi/documents/The_Job_Impact_of_the_American_Recovery_and_Reinvestment_Plan.pdf)
- ROTEMBERG, J. J.; WOODFORD, M. "An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy," *NBER Macroeconomics Annual* 12 297-346. 1997.
- SALTO, F.; AFONSO, J. R.; BIASOTO, G.; KOHLER, M. As duas dimensões do ajuste fiscal. In: BACHA, E. (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 467-480.
- SAMUELSON, P. "The Pure Theory of Public Expenditure." *Review of Economics and Statistics*. V. 36 (4): 387–89. 1954.
- SANTOS, F. A. *A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal?* Dissertação (Mestrado) - Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 2011.
- SARGENT, T. Beyond Demand and Supply Curves in Macroeconomics. *The American Economic Review*, Vol. 72, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Fourth Annual Meeting of the American Economic Association pp.382-389. May, 1982.
- SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall, 1981.
- SAY, J. B. A treatise on political economy, or, The production, distribution, and consumption of wealth. AUGUSTUS M. KELLEY PUBLISHERS. 1821. Disponível em <https://socialsciences.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/say/treatise.pdf>
- SAWYER, M. The NAIRU a critical appraisal. *The Levy Economics Institute*. Working Paper n. 203. 1997
- SAWYER, M. (2001) Kalecki on money and finance, *European Journal of the History of Economic Thought*, 8:4, 487-508, DOI: 10.1080/09672560110079502.
- SETTERFIELD, M. Towards a Long-Run Theory of Effective Demand: Modeling Macroeconomic Systems with Hysteresis *Journal of Post Keynesian Economics*, 15:3, 347-364.1993
- SETTERFIELD, M. Expectations, Path Dependence and Effective Demand: A Macroeconomic Model along Keynesian Lines, *Journal of Post Keynesian Economics*, 21:3, 479-501. 1999
- SETTERFIELD, M. Is there a stabilizing role for fiscal policy in the new consensus? *Department of Economics at Trinity College*, University of Dublin. 2005.
- SEARLE, J. R. What is an institution. *Journal of Institutional Economics*, v. 1, n. 1, p. 1-22, 2005.
- SKOTT, P. 'Fairness as a source of hysteresis in employment and relative wages', *Journal of Economic Behavior and Organization*, 57, pp. 305–31. 2005.

- SNOWDON, B.; VANE, H. R. *Modern Macroeconomics: its origins, development and current state*. Northampton, MA: Edward Elgar, 2005.
- SOLOW, R. Rethinking fiscal policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 509-514, 2005.
- SVENSSON, L.E.O. 'Optimal Inflation Targets, "Conservative" Central Banks and Linear Inflation Contracts', *American Economic Review*, March.1997.
- TANNER, E.; RAMOS, A. M. Fiscal sustainability and monetary versus fiscal dominance: evidence from Brazil, 1991–2000 *Applied Economics*, n. 35, p. 859–873. 2003,
- TAVARES, M.; MELIN, L. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, M.; FIORI, J. (Org.). *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Ed. Vozes, 1997. p. 55-86.
- TAVARES, M. Vinte anos de política fiscal no Brasil: dos fundamentos do novo regime à Lei de Responsabilidade Fiscal. *Revista de Economia & Relações Internacionais*, v.4, n.7, jul. 2005.
- TAYLOR, J. B. Aggregate Dynamics and Staggered Contracts *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 1 pp. 1-23. Feb., 1980.
- TAYLOR, J. B. Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 39(1), p. 195-214. 1993.
- TCHERNEVA, P. The return of fiscal policy: can the new developments in the new economic consensus be reconciled with the post-Keynesian view? *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 539, 2008.
- TCHERNEVA, P Fiscal Policy Effectiveness: Lessons from the Great Recession. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 649, January. 2011a.
- TCHERNEVA, P Fiscal Policy: Why Aggregate Demand Management Fails and What to do about It. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 650, January. (2011b).
- TCHERNEVA, P (Permanent On-The-Spot Job Creation: The Missing Keynes Plan for Full Employment and Economic Transformation. *Review of Social Economy*, v.70 (1), p. 57-80. 2012a).
- TCHERNEVA, P Reorienting Fiscal Policy after the Great Recession. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 719, May. (2012b).
- TCHERNEVA, P Reorienting Fiscal Policy: A Critical Assessment of Fiscal Fine-Tuning. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 772, August. (2013).
- TCHERNEVA, P. (2014a). Full Employment: The Road Not Taken. Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No. 789.
- TCHERNEVA, P. (2014b). Reorienting fiscal policy: a bottom-up approach. *Journal of Post Keynesian Economics / Fall 2014*, Vol. 37, No. 1 43.
- TCHERNEVA, P. (2020). *The Case for a Job Guarantee*. Polity Press. Cambridge.
- TOBIN. J. *Essays in Economics*. Volume 1: Macroeconomics. Amsterdam, London, North-Holland Publishing Company, 1971.
- TOBIN, J. Stabilization policy ten years after. *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 11, issue 1, Tenth Anniversary Issue, 19-90. 1980.
- TOBIN, J. The natural rate as new classical macroeconomics. In: CROSS, R. (ed) *The Natural Rate of Unemployment Reflections on 25 Years of the Hypothesis*. Cambridge University Press. P 32-42. 1995.

- TOBIN, J. Supply Constraints on Employment and Output: NAIRU versus Natural Rate. COWLES FOUNDATION DISCUSSION PAPER NO. 1150. April. 1997.
- UNDP (United Nation Development Program). Is the Private Sector more Efficient? A cautionary tale. UNDP Global Centre for Public Service Excellence. Discussion Papers. 2015.
- VAN ELS, P. J. A. Real Business Cycle Models and Money: A Survey of Theories and Stylized Facts. *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 131, H. 2 (1995), pp. 223-264
- VARGAS, N. C. *Estados no Brasil e o controle fiscal e financeiro pela União no pós-Real*. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2006.
- VELLOSO, R. Escancarando o problema fiscal: é preciso controlar o gasto não financeiro obrigatório da União. In: VELLOSO, R. (Org.) *POR QUE O BRASIL NÃO É UM PAÍS DE ALTO CRESCIMENTO?* J. Olympio, Rio de Janeiro, 2006.
- VERGNHANINI, R.; DE CONTI, B. Modern Money Theory: a criticism from the periphery. *Brazilian Keynesian Review*, 3(2), p.16-31, 2nd Semester/2017.
- VICARELLI, F. *Keynes: The Instability of Capitalism*. The Macmillan Press Ltd 1984
- WEINTRAUB, Effective Demand and Income Distribution. in: J. A. Kregel (ed.). *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations*, chapter 2, pages 50-103, Palgrave Macmillan. 1983.
- WOODFORD, M. Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy. *Economic Theory*, v. 4, n. 3, p. 345-80. 1994
- WOODFORD, M. Price-level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 43, n. 1, p. 1-46.1995.
- WOODFORD, M. Control of the Public Debt: A Requirement for Price Stability? NBER Working Paper No. 5684, Issued in July 1996.
- WOODFORD, M. Public debt and the price level. *Princeton University Working Paper*, 1998. Available at: <http://www.columbia.edu/~mw2230/BOE.pdf> . Acess on: 05 nov. 2019.
- WOODFORD, M. Fiscal Requirements for Price Stability. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 33(3), p. 669-728. 2001.
- WOODFORD, M. *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003.
- WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *Remarks for a panel discussion at the AEA meeting, 2008*. Available at: [http://www.columbia.edu/~mw2230/Convergence\\_AEJ.pdf](http://www.columbia.edu/~mw2230/Convergence_AEJ.pdf). Acess on: 05 nov. 2019.
- WOODFORD, M. Simple analytics of the government expenditure multiplier. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 3, n. 1, p. 1-35, 2011.
- WRAY, L. R. *Understanding Modern Money*, Cheltenham: Edward Elgar. 1998.
- WRAY, L. R (2003) *Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços*. Rio de Janeiro: UFRJ/Contraponto, 2003.
- WRAY, L. R Lessons from the subprime meltdown. *Challenge*, v. 51(2), p. 40-68. 2008.
- WRAY, L. R., *Modern Money Theory: A Primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*, Palgrave Macmillan. 2012
- WRAY, R. L. *Modern money theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. UK: Palgrave Macmillan, 2015.

- WRAY, R.; DANTAS, F.; FULLWILER, S.; TCHERNEVA, P.; KELTON, S. Public Service Employment: A Path to Full Employment. Levy Economics Institute of Bard College. 2018.
- WREN-LEWIS, S. The limits to discretionary fiscal stabilization policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 16, n. 4, p. 92-115, 2000.
- YUN, T. "Nominal Price Rigidity, Money Supply Endogeneity, and Business Cycles," *Journal of Monetary Economy*, n. 37, pp. 345–70. 1996.
- ZIETZ, J. Log-Linearizing Around the Steady State: A Guide with Examples. *SSRN Electronic Journal*. 10.2139/ssrn.951753 (2006).