

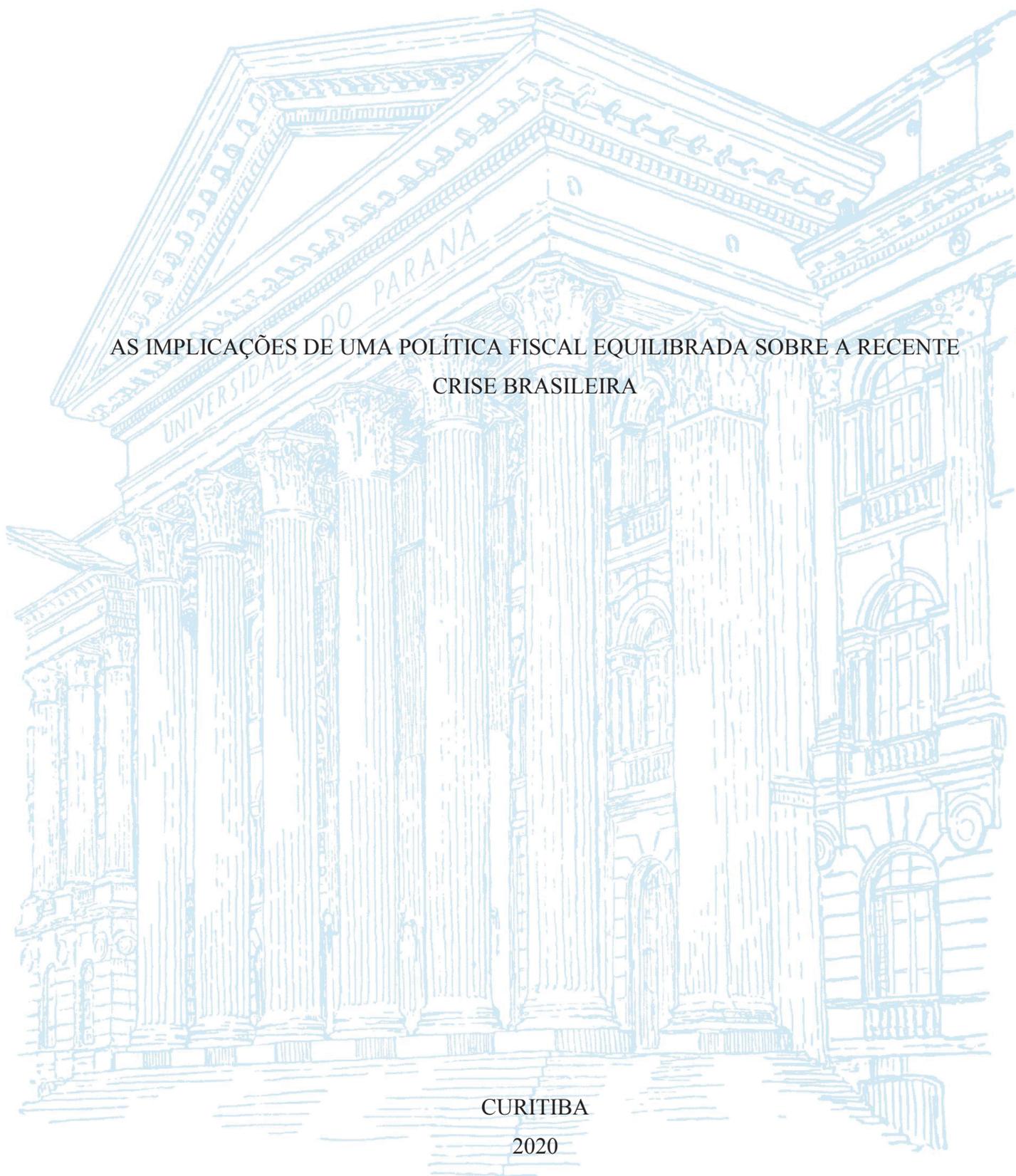
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

PABLO AUGUSTO TALLINI

AS IMPLICAÇÕES DE UMA POLÍTICA FISCAL EQUILIBRADA SOBRE A RECENTE  
CRISE BRASILEIRA

CURITIBA

2020



PABLO AUGUSTO TALLINI

AS IMPLICAÇÕES DE UMA POLÍTICA FISCAL EQUILIBRADA SOBRE A RECENTE  
CRISE BRASILEIRA

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Políticas Públicas.

Área de Concentração: Estado, Economia e Políticas Públicas – Economia Política do Estado Nacional e da Governança Global.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto.

CURITIBA

2020

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS  
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)  
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Tallini, Pablo Augusto

As implicações de uma política fiscal equilibrada sobre a recente crise brasileira / Pablo Augusto Tallini. – 2020.

124 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Orientador: Fabiano Abranches Silva Dalto.

Defesa: Curitiba, 2020.

1. Política pública. 2. Política econômica. 3. Orçamento. 4. Crise econômica. 5. Brasil. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas. II. Dalto, Fabiano Abranches Silva. III. Título.

CDD 338.542

## TERMO DE APROVAÇÃO

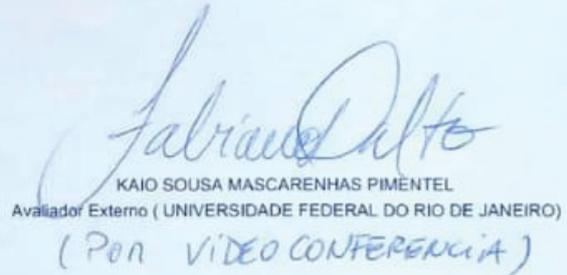
Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em POLÍTICAS PÚBLICAS da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **PABLO AUGUSTO TALLINI**, intitulada: **AS IMPLICAÇÕES DE UMA POLÍTICA FISCAL EQUILIBRADA SOBRE A RECENTE CRISE BRASILEIRA**, sob orientação do Prof. Dr. FABIANO A. S. DALTO, após terem inquirido o aluno e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de Mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

Curitiba, 27 de Fevereiro de 2020.



FABIANO A. S. DALTO  
Presidente da Banca Examinadora



KAIO SOUSA MASCARENHAS PIMENTEL  
Avaliador Externo ( UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO )  
( Por VIDEO CONFERENCIA )



ENZO MATONO GERIONI  
Avaliador Externo (SEM VÍNCULO)

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Professor Fabiano Dalto, por toda a ajuda, contribuição e apoio no desenvolvimento deste trabalho. Pelo tempo dedicado aos encontros e sua disponibilidade. Admiro o seu grande trabalho, o qual acompanho desde a graduação.

Aos meus amigos, em especial Tainari, Gislaine, Carol, Bruna e Patrícia por todo o companheirismo. Cada um foi fundamental desde o início deste trabalho.

Ao Fagner pelos momentos, apoio, atenção e vocabulário sofisticado.

A Professora Raquel Guimarães que me ajudou com os primeiros passos na análise empírica.

Aos meus pais que sempre incentivaram nossos estudos.

A minha irmã pelo apoio e troca de ideias.

## RESUMO

Este trabalho tem como objetivo entender o papel do orçamento equilibrado como orientação de política fiscal na desaceleração da economia brasileira iniciada em 2011. Apesar da literatura identificar o problema do endividamento do setor privado e a redução dos gastos governamentais, carece de explicação para a origem deste processo. O presente trabalho através de uma visão hierárquica considera que, em primeiro lugar, o governo Dilma reduziu os gastos na tentativa de equilibrar o orçamento. Portanto, isso levou à redução do gasto privado em consumo e investimento. Essa visão se sustenta a partir de uma revisão do orçamento equilibrado, especialmente o teorema de Haavelmo. Identifica-se que o efeito multiplicador postulado por Haavelmo só é possível quando o governo gasta antes. Essa conclusão foi possível através da apresentação da *Modern Monetary Theory* (MMT), em que indicamos que o orçamento equilibrado é consequente quando se considera a sequência entre gasto e arrecadação. Portanto, quando o governo tributa antes, impõe ao setor privado endividamento.

Palavras-chave: Política fiscal. Orçamento Equilibrado. Haavelmo. Modern Monetary Theory. Crise brasileira.

## **ABSTRACT**

This paper aims to understand the role of a balanced budget as a fiscal policy guideline in the slowdown of the Brazilian economy that began in 2011. Although the literature identifies the problem of private sector indebtedness and the reduction of government spending, it lacks explanation for the origin of this process. The present work, through a hierarchical view, considers that, in the first place, the Dilma's government reduced spending in an attempt to balance the budget. Therefore, this led to the reduction of private spending on consumption and investment. This view is supported by a review of the balanced budget, especially Haavelmo's theorem. It is identified that the multiplier effect postulated by Haavelmo is only possible when the government spends earlier. This conclusion was made possible by the presentation of the Modern Monetary Theory (MMT), in which we indicate that a balanced budget is consistent when considering the sequence between spending and collection. Therefore, when the government taxes before, it imposes indebtedness on the private sector.

Keywords: Fiscal policy. Balanced Budget. Haavelmo. Modern Monetary Theory. Brazilian crisis.

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - VARIAÇÃO NA RENDA AGREGADA APÓS $\Delta T = \Delta G$ .....	18
GRÁFICO 2 – EFEITO DE UMA VARIAÇÃO NOS GASTOS COM TIME LAG .....	20
GRÁFICO 3 – RENDA AGREGADA APÓS $\Delta T = \Delta G$ .....	21
GRÁFICO 4 – COMPORTAMENTO DA RENDA DISPONÍVEL APÓS $T = G$ COM <i>TIME LAG</i> .....	26
GRÁFICO 5 – NÍVEL DE RENDA TOTAL COM <i>TIME LAG</i> .....	27
GRÁFICO 6 – EFEITO DE UMA MUDANÇA NOS GASTOS GOVERNAMENTAIS.....	31
GRÁFICO 7 – EFEITO DE UM AUMENTO SIMULTÂNEO DOS TRIBUTOS E GASTOS .....	33
GRÁFICO 8 – VARIAÇÕES NA RENDA NUMA ECONOMIA ABERTA .....	34
GRÁFICO 9 – EFEITO JUROS SOBRE RENDA E CONSUMO .....	40
GRÁFICO 10 – MUDANÇAS DE NÍVEL NA RENDA NACIONAL QUANDO $\Delta G$ .....	43
GRÁFICO 11 – ORÇAMENTO EQUILIBRADO COM E SEM DÍVIDA.....	44
GRÁFICO 12 – COMPORTAMENTO DA POUPANÇA E DÍVIDA .....	45
GRÁFICO 13 – METAS E RESULTADO PRIMÁRIO - % PIB .....	79
GRÁFICO 14 – RECEITAS E DESPESAS REAIS DO GOVERNO CENTRAL – EM NÚMERO ÍNDICE, BASE 100 = 2010.....	81
GRÁFICO 15 – PIB - CONSUMO FINAL FAMÍLIAS VARIAÇÃO REAL TRIMESTRAL %.....	82
GRÁFICO 16 – SALÁRIO MÍNIMO REAL E NOMINAL .....	85
GRÁFICO 17 – VARIAÇÃO PERCENTUAL DO SALÁRIO MÍNIMO REAL EM NÚMERO ÍNDICE, BASE 100 = 2002.....	85
GRÁFICO 18 – INVESTIMENTOS PÚBLICOS REAIS EM BILHÕES DE REAIS .....	88
GRÁFICO 19 – TAXA DE INVESTIMENTO PÚBLICO .....	89
GRÁFICO 20 – VOLUME DE CRÉDITO DIRECIONADO (R\$ MILHÕES).....	91
GRÁFICO 21 – VOLUME DE CRÉDITO LIVRE (R\$ MILHÕES).....	91
GRÁFICO 22 – ESTIMATIVA DAS DESONERAÇÕES DO GOVERNO FEDERAL EM BILHÕES R\$.....	98
GRÁFICO 23 – DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL EM BILHÕES DE R\$ .....	101
GRÁFICO 24 – TAXAS DE JUROS E DE CRESCIMENTO.....	101

GRÁFICO 25 – ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS E COMPROMETIMENTO DA RENDA %.....	102
GRÁFICO 26 – TAXA DE CRESCIMENTO REAL – EM VARIAÇÃO %.....	104

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO...</b>	<b>12</b>
<b>2 O ORÇAMENTO EQUILIBRADO .....</b>	<b>15</b>
2.1 O que diz Haavelmo? .....	15
2.2 Generalizações do modelo do orçamento equilibrado de Haavelmo .....	18
2.3 A resposta de Haavelmo às críticas .....	24
2.4 O multiplicador do orçamento equilibrado numa economia aberta .....	29
2.5 Implicações do modelo de orçamento equilibrado .....	35
2.6 O orçamento equilibrado e juros sobre endividamento.....	38
<b>3 APRESENTAÇÃO DA MODERN MONETARY THEORY.....</b>	<b>46</b>
3.1 <i>A Modern Monetary Theory</i> .....	46
3.2 Definições importantes.....	46
3.2.1 As moedas e sua aceitabilidade.....	46
3.2.2 Déficits fiscais são normais.....	48
3.3 A política fiscal e as operações monetárias .....	50
3.4 As operações bancárias .....	52
3.5 Os balanços bancários .....	57
3.6 Déficits orçamentários soberanos e a MMT.....	68
<b>3 O CASO BRASILEIRO.....</b>	<b>70</b>
3.1 Metodologia.....	70
3.2 O caso brasileiro.....	70
3.3 As interpretações da crise brasileira .....	71
3.4 Políticas econômicas do período.....	76
3.4.1 Lula I – 2003 – 2006 .....	76
3.4.2 Lula II – 2006 – 2010.....	84
3.4.3 Dilma Rousseff – 2011 – 2016 .....	94

3.5 O orçamento equilibrado como contribuição às explicações da crise.....	99
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>108</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>111</b>
<b>APÊNDICE I – RENDA AGREGADA APÓS <math>\Delta T = \Delta G</math>.....</b>	<b>119</b>
<b>APÊNDICE II - COMPORTAMENTO DA RENDA DISPONÍVEL APÓS <math>T = G</math> COM <i>TIME LAG</i>.....</b>	<b>120</b>
<b>APÊNDICE III - NÍVEL DE RENDA TOTAL COM <i>TIME LAG</i>.....</b>	<b>121</b>
<b>APÊNDICE IV - VARIAÇÕES NA RENDA NUMA ECONOMIA ABERTA I.....</b>	<b>122</b>
<b>APÊNDICE V - VARIAÇÕES NA RENDA NUMA ECONOMIA ABERTA II.....</b>	<b>123</b>
<b>APÊNDICE VI - VARIAÇÕES NA RENDA NUMA ECONOMIA ABERTA III.....</b>	<b>124</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Desde os trabalhos clássicos da teoria econômica as questões relacionadas ao Estado têm sido debatidas. Em linhas gerais, do conjunto de trabalhos desenvolvidos, a visão convencional que está num extremo da apresentada neste trabalho, defende que o mercado é “livre” e o governo “intervém”, e amplamente difunde a ideia de que déficits se elevam e causam a inflação, e, portanto, leva os países à falência tornando o dinheiro escasso. Nessa visão, o gasto governamental é o problema. De outro lado, os críticos dessa visão explicam como a moeda estatal ajuda a promover uma relação de bem estar entre o Estado e os cidadãos. Assim, importa como a moeda estatal é guiada para atingir objetivos públicos.

Esse quadro alternativo enfatiza o vínculo entre moeda e capitalismo e entre moeda e estado capitalista. Destaca-se o trabalho de Wray (2012), ao indicar que o sistema monetário que herdamos é um sistema monetário estatal. Portanto, devemos começar a “história” com o Estado e a sua moeda. Nessa abordagem, o dinheiro de conta é um dinheiro estatal: a unidade é escolhida, tributa-se a unidade e emite a moeda nessa unidade. São, dessa forma, três os poderes básicos do Estado: cobrar impostos, declarar como as obrigações tributárias devem ser pagas e o poder de emitir moeda. A visão ortodoxa considera que os impostos são necessários para “pagar” pelo dispêndio do governo. Contudo, a função principal dos impostos é criar uma demanda pela moeda do Estado ou ainda, é a exigida em troca de bens e serviços, e assim, a moeda emitida pelo governo domina o sistema monetário de um país. Como único ofertante de sua própria moeda, o Estado não pode tornar-se insolvente, assim como não depende de tributos ou empréstimos para gastar.

Um governo soberano emissor de sua própria moeda não é restrito as receitas porque é o emissor monopolista. Na realidade, como aponta Tcherneva (2002), os gastos do governo são uma receita para o setor privado. A *Modern Monetary Theory* (MMT) demonstra que para o pagamento dos impostos é necessário que o governo tenha gastado antes. Além disso, os impostos só podem ser pagos com a moeda que é emitida pelo próprio Estado - emissão que ocorre quando gasta e/ou empresta. Wray (2012) ressalta que quando o governo gasta mais do que tributa, obtemos não apenas serviços e infraestrutura, mas também acumulamos receita financeira líquida (ou poupança privada).

Nesse contexto, as recentes políticas econômicas adotadas no Brasil foram conduzidas para controlar os gastos do governo a fim de evitar uma “quebra fiscal”. Dentre outras afirmações estava a recorrente comparação entre orçamento público e orçamento doméstico,

além do equilíbrio orçamentário. Portanto, existem prescrições para a condução do orçamento governamental que devem ser analisadas.

A centralidade do equilíbrio das contas públicas tem sido objeto da agenda dos formuladores de políticas. O conceito nos diz que os gastos do governo estão atrelados ao montante de impostos arrecadados. Ainda, a discussão permanece associada aos possíveis efeitos que o desequilíbrio das contas públicas exerce sobre o desempenho econômico. Entretanto, como toda política fiscal, existem impactos e consequências sobre a economia quando se segue um orçamento equilibrado. A análise do multiplicador do orçamento equilibrado de Haavelmo a partir da bibliografia revisada, aponta para semelhanças e diferenças na interpretação do multiplicador *Haavelmiano* igual a 1.

No entanto, a relevância do tema se justifica pela importância do papel que a política fiscal exerce sobre a sociedade, principalmente em cenários de desaceleração econômica. Além disso, os Estados têm enfrentado duras restrições fiscais, as quais objetivam demonstrar uma posição fiscalmente prudente a partir do equilíbrio de suas contas.

Dessa forma, há uma situação na economia brasileira que requer explicação a partir da abordagem teórica descrita nos próximos capítulos, objetivando analisar a política fiscal adotada na economia brasileira nos anos recentes. A partir de uma análise crítica da adoção do orçamento equilibrado como orientação de política fiscal, procura-se entender: qual o papel dessa diretriz na desaceleração brasileira iniciada em 2011? O objeto, portanto, que motiva essa pesquisa trata da desaceleração da economia brasileira a partir do recorte temporal entre os governos Lula e Dilma. Para tanto, dividiu-se a pesquisa nos seguintes objetivos específicos:

- a) revisar a bibliografia a respeito do orçamento equilibrado e, em especial, analisar o multiplicador do orçamento equilibrado de Haavelmo. Com isso, espera-se compreender o conteúdo que se constitui como um dos eixos de sustentação teórica deste trabalho, bem como a interação dessa teoria com outros autores;
- b) discutir o papel da *Modern Monetary Theory* nos resultados do multiplicador de Haavelmo. Neste ponto, espera-se compreender como a MMT se articula com o teorema de Haavelmo e identificar suas intertextualidades;
- c) identificar na literatura as lacunas existentes na explicação para a recente crise brasileira. É esperado, aqui, com base no arcabouço teórico construído nos capítulos anteriores, perceber as fragilidades da literatura acadêmica na explicação acerca da desaceleração da economia brasileira;

- d) descrever a política fiscal dos governos Lula e Dilma. Com isso, espera-se construir uma linha de raciocínio que servirá de base para a compreensão do estudo de caso proposto;
- e) discutir como a desaceleração a partir de 2011 pode ter sido originada. Espera-se poder contribuir para os debates acerca da recente crise brasileira, com uma nova interpretação desenvolvida com base numa metodologia de hierarquização entre gasto e tributo.

Com os fundamentos teóricos apresentados, a metodologia para a análise do caso brasileiro parte das interpretações da crise brasileira. Evidenciou-se algumas lacunas das vertentes teóricas na explicação da desaceleração do crescimento da economia brasileira. A contraposição do presente trabalho, explica a crise como resultado da política fiscal adotada e o seu papel na desaceleração a partir de 2011. A pesquisa também traz uma revisão histórica para recuperar a evolução fiscal dos governos Lula I (2003-2006), Lula II (2007-2010) e Dilma (2011-2016), com o objetivo de explicar os determinantes e as decisões em cada governo. Neste percurso fez-se uso de séries históricas com o objetivo de reunir dados e indicadores econômicos, com foco no âmbito fiscal.

Portanto, após esta breve introdução o segundo capítulo está voltado para a revisão do debate teórico do orçamento equilibrado unitário tratado por Haavelmo, seguida da incorporação das críticas que o teorema recebeu, além de expandir o modelo para uma economia aberta, a fim de verificar o comportamento do multiplicador. O terceiro capítulo se preocupa com a inclusão dos principais fundamentos da MMT, mostrar que o orçamento equilibrado de Haavelmo é consequente sobre a economia, a partir do momento que se considera o balanço dos bancos, famílias, Tesouro e governo. O último capítulo tece considerações sobre a política fiscal adotada na economia brasileira e o seu papel na explicação da crise. Por fim, as considerações finais a partir das análises empreendidas.

## 2 O ORÇAMENTO EQUILIBRADO

A adoção de políticas restritivas ao gasto governamental foi um dos fatores que contribuíram para a maior visibilidade da área de políticas públicas. Ao substituir as políticas keynesianas do pós-guerra, do ponto de vista da política pública, o ajusta fiscal levou os governos a buscarem orçamentos equilibrados entre receita e despesa (SOUZA, 2006). O orçamento equilibrado é uma política econômica que visa a igualdade entre as receitas e despesas do governo. Para Burkhead (1954), as razões que explicam a ampla aceitação da doutrina de orçamentos equilibrados pelos governos permanecem como incógnitas, mas as considerações relativas ao orçamento equilibrado estão ligadas ao aumento da dívida.

Para Pimentel (2018), o orçamento equilibrado é uma maneira do governo gastar apenas as receitas que já foram arrecadadas. Tal diretriz com orientação de política fiscal tem efeito multiplicador a partir das conclusões de Trygve Haavelmo (1945). Nesta visão, no quadro de orçamento equilibrado é possível atingir o aumento da renda, mesmo quando os gastos governamentais são financiados por tributos. O aumento simultâneo dos gastos e impostos gera o multiplicador unitário, e dessa forma, o dispêndio público impacta sobre a demanda agregada de forma idêntica sobre o produto (SERRANO; SUMMA 2015; SERRANO, 2009).

Neste capítulo, pretende-se revisar a bibliografia a respeito do orçamento equilibrado, em especial, analisar o multiplicador de Haavelmo.

### 2.1 O que diz Haavelmo?

A contribuição de Trygve Haavelmo (1945) para a política fiscal em seu estudo dos efeitos multiplicadores de um orçamento governamental equilibrado, trata da combinação dos gastos e impostos que, sob determinada hipótese, impacta positivamente sobre a renda total. Para a apresentação do teorema I, há em Haavelmo a suposição de que há um efeito definitivo do orçamento equilibrado sobre o emprego e a renda. O efeito do dispêndio da forma como é proposto conduz ao aumento da renda, independente de diferentes propensões a consumir, e mesmo no caso em que a propensão a consumir fosse constante<sup>1</sup>. Isso ocorre também em função

---

<sup>1</sup> Haavelmo rebate a hipótese de que caso a propensão a consumir fosse constante em todas as classes, não se verificaria nenhum efeito multiplicador (isto é, observando uma propensão a consumir igual a unidade). Na sociedade as diferentes classes apresentam diferentes propensões a consumir. Portanto, o efeito do orçamento equilibrado, neste sentido, é definitivo sobre o emprego e renda.

da existência de recursos ociosos e de desemprego. Cobrir gastos com impostos expande renda e emprego, o efeito multiplicador existe independentemente de qualquer outro efeito que isso gera sobre distribuição de renda ou consumo e investimento (HAAVELMO, 1945).

De forma a demonstrar o aumento da renda total a partir do gasto público coberto por impostos e independente da propensão a consumir, seguimos com a construção e apresentação da formulação do Teorema I de Haavelmo. Supõe-se uma economia fechada e que opera com recursos ociosos. O investimento privado total ( $V$ ) é permanecido constante para que dessa forma se possa isolar o efeito do gasto governamental. Além de  $V$ , a renda agregada é composta pelo consumo descrito na sequência.

O consumo ( $c$ ) é dado por um componente autônomo ( $b$ ) e outra parte que varia com a renda líquida,  $y_o$ , isto é, a nível individual o

$$c(y_o) = a(y_o) + b$$

onde  $a$  e  $b$  são constantes positivas. De um lado, a propensão marginal a consumir dos indivíduos ( $a$ ) é assumida entre zero e um. Por outro lado, a propensão a consumir do governo é maior do que  $a$  da sociedade e igual a um. O consumo no agregado é

$$C(Y_o) = aY_o + Nb \quad (1)$$

onde  $N$  é o número de indivíduos que também permanece constante.

Portanto, da descrição anterior dos componentes da renda nacional total, obtemos

$$Y_o = aY_o + Nb + V,$$

Isto é,  $Y = C + I$  conforme a nomenclatura convencional.

Como estamos interessados em verificar o comportamento da renda antes e após os impostos, nesta primeira rodada sem tributação e sem gastos do governo, obtemos

$$Y_o - aY_o = Nb + V$$

$$Y_o(1 - a) = Nb + V$$

Portanto,

$$Y_0 = \frac{Nb + V}{(1 - a)} \quad (2)$$

ou

$$Y = \frac{I}{(1 - c)}$$

Por hipótese do modelo, em (2) não foram incluídos os gastos do governo para que dessa forma pudéssemos observar o comportamento da renda sem a incidência de tributos.

Se agora for aplicado um imposto  $T$  sobre as rendas, e seguindo o orçamento equilibrado, isto é, que os gastos sejam do mesmo tamanho dos impostos,  $T = G$ , a renda nacional agora composta de consumo, investimento e gastos do governo será definida como

$$Y = a(Y - T) + Nb + V + T \quad (3)$$

Desenvolvendo a equação (3), temos

$$Y = \frac{Nb + V}{(1 - a)} + T \quad (4)$$

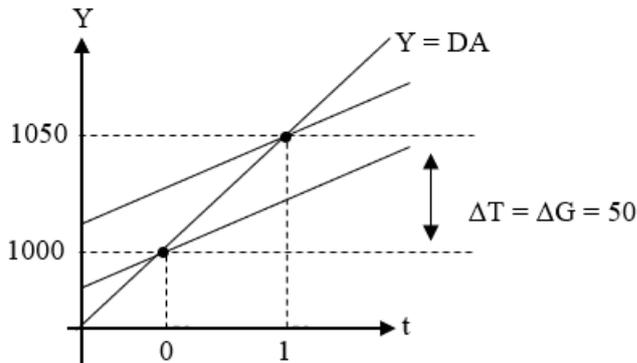
O que é similar à:

$$Y = \frac{I}{(1 - c)} + T.$$

Independente da propensão a consumir,  $c$ , o imposto  $T$  completamente gasto ( $G$ ) irá aumentar a renda bruta nacional total num montante equivalente e igual a  $T$ . Haavelmo estabelece uma propensão a consumir entre zero e um, mas sabendo que o governo possui uma propensão maior que o restante da sociedade e que realiza um gasto no mesmo montante dos tributos, o que caracteriza uma propensão a consumir igual a 1.

A renda líquida total do setor privado e o consumo permanecem inalterados. A ideia pode ser sintetizada como segue: “[...] *If the government spends  $T$  dollars and at the same time covers this expenditure by taxes, the multiplier effect, per dollar spent, will be equal to 1.*” (HAAVELMO, 1945, p. 315).

Simplificadamente, o gráfico 1 abaixo mostra que uma economia pode ter sua renda aumentada no mesmo montante da variação dos tributos e gastos do governo. A economia sai de  $Y_0$  (1000) para  $Y_1$  (1050), após uma variação de 50 nos tributos e gastos.

GRÁFICO 1 - VARIAÇÃO NA RENDA AGREGADA APÓS  $\Delta T = \Delta G$ 

Fonte: O autor (2019).

Com a exposição, Haavelmo acredita que os gastos públicos equilibrados pelo montante de impostos afetam a renda e o nível de emprego. Portanto, o argumento de que este efeito só é possível através de gastos deficitários, é contrariado pelo seu teorema original do multiplicador do orçamento equilibrado.

## 2.2 Generalizações do modelo do orçamento equilibrado de Haavelmo

Como visto anteriormente a partir do teorema I de Haavelmo, o efeito do gasto governamental equilibrado pelos impostos é expansivo sobre a renda e emprego. Todavia, algumas generalizações do modelo podem ser feitas de forma a complementar a ideia de Haavelmo. Com base nas diferentes abordagens do orçamento equilibrado de Haavelmo descritas a seguir, é possível notar semelhanças e diferenças nas reflexões dos autores que se preocupam com o tema, e que demonstram a importância do resultado fiscal sobre a economia.

Segundo Pimentel (2018, p. 58), o orçamento equilibrado de Haavelmo indica que “O pleno emprego poderia ser alcançado com orçamento equilibrado e financiado apenas por impostos previamente arrecadados.” O financiamento do gasto público por impostos tem efeito sobre o nível de emprego, desde que a tributação seja seguida imediatamente por um gasto no mesmo montante. Ainda, o impacto positivo do governo sobre a economia está em função da sua propensão a consumir ser maior do que o restante da sociedade (PIMENTEL, 2018). Porém, outras análises do modelo de Haavelmo trazem elementos adicionais da forma como o governo tributa e gasta, que podem interferir neste resultado.

Apesar de validar a mesma construção do modelo de Haavelmo (1945) de que quando um tributo é imposto e totalmente gasto, a renda nacional bruta aumentará no mesmo montante, Hagen (1946) complementa o mecanismo anterior com a hipótese da existência do *time lag*. Para este autor, a renda aumenta se “[...] *the tax money is spent by the government without the elapsing of any time interval whatever* [...]” (HAGEN, 1946, p. 153).

Para o autor, a hipótese de aumento da renda nacional bruta após o orçamento equilibrado deve levar em conta a defasagem do tempo (*time lag*). Este resultado expansionista é possível sem que decorra qualquer intervalo de tempo. Ou ainda, que a velocidade de circulação seja infinita. Desta forma, Hagen (1946) nos traz um elemento adicional ao modelo do orçamento equilibrado de Haavelmo (1945).

O nível de consumo agregado determinado por (1) após a imposição dos impostos seria reduzido. A adição de gastos do governo (iguais aos impostos) apenas mais tarde, não elevaria imediatamente a renda para (4).

O teste de Hagen (1946) para o caso em que se considera o efeito do *time lag* sobre a renda, postula o consumo dependente da renda líquida do período anterior, e o gasto do governo igual aos impostos do período anterior. Ou seja,

$$G_t = T_{t-1} \text{ e } C_t = (Y - T)_{t-1}$$

A renda agregada no período  $t$  será composta pelo investimento, consumo e gastos do governo. Porém, agora os últimos estão vinculados aos impostos do período anterior. Assim sendo, a

$$Y_1 = c(Y_0 - T) + Nb + I + T \quad (5)$$

O consumo em  $t_1$  depende da renda líquida no período anterior. De (5), obtemos:

$$Y_1 = Y_0 + T(1 - c)$$

De forma similar aos períodos subsequentes, o resultado anterior pode ser generalizado para

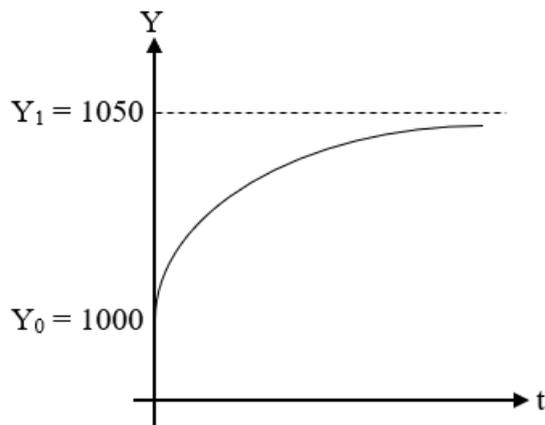
$$Y_n = Y_0 + T(1 - c^n) \quad (6)$$

Segundo Hagen (1946), tomando o valor de  $(1 - c^n)$  a renda total será maior quanto menor o valor da propensão marginal a consumir. Isto é, a imposição de impostos reduz os gastos do consumidor e os tributos só retornam mais tarde na forma de dispêndio público. O

aumento dos impostos e dos gastos governamentais em função da política fiscal equilibrada, reduzem o consumo que é induzido pela renda disponível. Portanto, “*The initial depressing effect of taxes upon consumption will be greater, the higher the marginal propensity to consume. And the initial disadvantage will never be overcome [...]*” (HAGEN, 1946, p. 154). Os impostos exercem um efeito depressor inicial sobre o consumo e na existência do *time lag*, a demora com que o imposto retorna não fará imediatamente o aumento da renda, e o resultado de Haavelmo para o autor só parece possível assintoticamente – se aproxima da expansão da renda no limite.

O resultado de Hagen pode ser observado no gráfico 2 abaixo. A suposição de que uma  $\Delta T = \Delta G = 50$  implique na  $\Delta Y$  de mesmo valor parece não corresponder quando aplicamos o *time lag*. Isto é, quando os gastos dos consumidores dependem da renda disponível (depois dos impostos) durante o período anterior e, que os gastos do governo são iguais as receitas durante o período anterior. A reta tracejada indicada pela  $Y_1$  (que representa o resultado da renda após a variação de mesmo tamanho dos tributos e gastos do governo) e a curva ficam cada vez mais próximas à medida que se afastam da origem do gráfico sem, no entanto, tocarem-se realmente.

GRÁFICO 2 – EFEITO DE UMA VARIAÇÃO NOS GASTOS COM TIME LAG

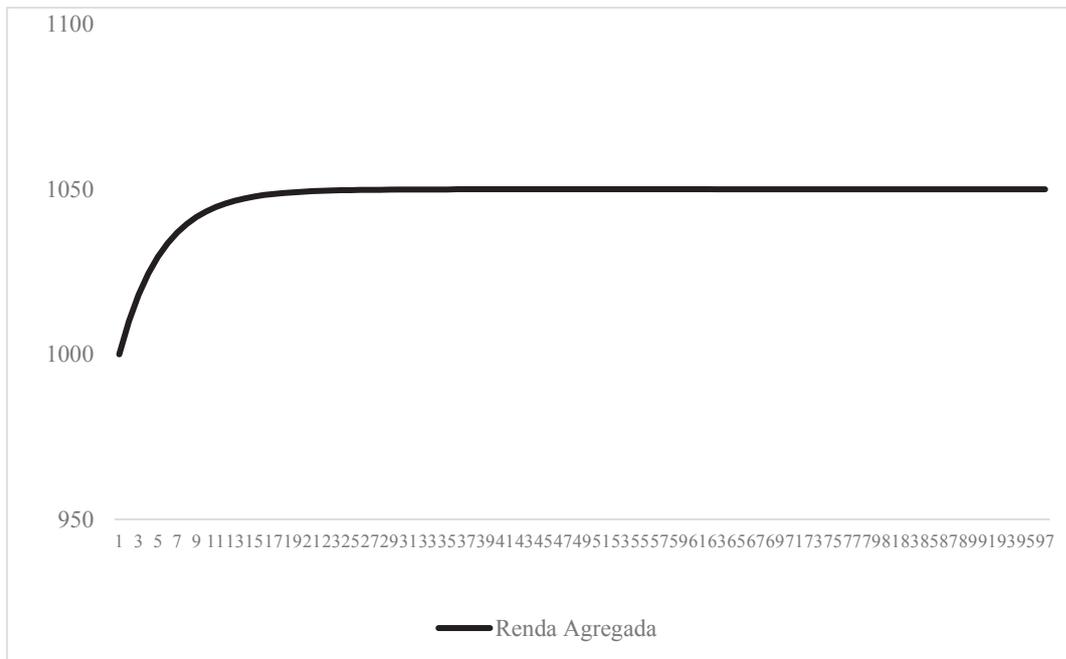


Fonte: O autor (2019).

Podemos estender a análise com uma simulação simples demonstrada no gráfico 3, em que se verifica uma variação nos tributos e gastos do governo de 50. Com o *time lag*, o aumento inicial dos tributos para então o governo gastar, não parece levar de imediato a renda para o

mesmo nível de variação. Pelo contrário, observamos uma demora para que o resultado  $\Delta T = \Delta G = \Delta Y$  seja verificado, mas sem realmente se aproximar da variação inicial.

GRÁFICO 3 – RENDA AGREGADA APÓS  $\Delta T = \Delta G$



Fonte: O autor (2019).

Nota: Descrição do gráfico – APÊNDICE I.

Portanto, o teorema de Haavelmo para Hagen (1946) só é possível no limite, onde

$$\lim_{n \rightarrow \infty} Y_n = Y_0 + T$$

Verifica-se que a renda disponível do consumidor sofre uma queda de início e no infinito tende a se recuperar. Entretanto, a desvantagem inicial apontada por Hagen parece não ser superada ao longo do tempo, apesar da aproximação ser assintótica.

Em resposta ao modelo do orçamento equilibrado de Haavelmo (1945), Haberler (1946) acrescenta algumas implicações monetárias àquele modelo. Primeiro, o autor descreve o mecanismo pelo qual tal política funciona: um montante de impostos é taxado ou retirado dos empregados e, então, distribuído ou entregue aos desempregados. Portanto, espera-se que os últimos despendam em serviços úteis. Desta forma, acrescenta-se à renda nacional bruta.

Segundo Haberler (1946), a lógica é que os contribuintes diminuam o seu consumo num montante  $aT$ . Em seguida, os que ele chama de “recém-contratados”, complementam ou acrescentam em seus gastos o mesmo montante de  $aT$ . Assim, o gasto privado total em consumo e o investimento permanecem operando e não se alteram, mas se observa um acréscimo líquido à renda bruta de tamanho  $T$ . Este último é o montante de gastos dos recém-contratados, antes desempregados.

Em sua análise, o autor também destaca o papel do *time lag* no resultado do multiplicador do orçamento equilibrado sobre a renda e o emprego. O problema do mecanismo anterior é a sua possibilidade sem considerar a defasagem do tempo (*time lag*). Haavelmo (1946), como descreveremos mais à frente fornece uma resposta para o autor e pondera algumas destas considerações. Haberler nos diz que caso a defasagem fosse verificada o emprego cairia:

*If there were such a lag, that is to say, if it took the money some time to travel from the taxpayer to the government, thence to the unemployed, and on to the market for consumption goods, there would be a drop in private expenditure on consumption, and, assuming (with Haavelmo) unchanged wages and prices, employment would fall (HABERLER, 1946, p. 148).*

Para Haberler, não parece possível que ocorra simultaneamente a diminuição dos gastos dos contribuintes em decorrência dos tributos, a entrega e aumento de gastos dos recém-empregados. O intervalo “crítico” entre a arrecadação e o desembolso do imposto pode ser evitado por duas vias: despoupança dos contribuintes ou o financiamento do déficit pelo governo. A primeira implica uma mudança na preferência pela liquidez dos contribuintes em relação à renda líquida, isto é, colocar bens antes retidos em circulação e demandar moeda de troca. Portanto, haverá o aumento da velocidade de circulação da moeda (HABERLER, 1946).

Haberler (1946) propõe uma descrição das consequências do *time lag*, incorporada numa análise de sequência temporal. Quando se retira  $aT$  dos contribuintes para os recém-empregados gastarem em  $t + 1$  (um período à frente), os gastos são cada vez menores. Então, no primeiro período é observado um menor gasto dos tributados de tamanho  $aT$ . Em  $t + 2$ , o governo arrecada novamente e os contribuintes mais uma vez reduzem seus gastos em  $aT$ . Entretanto, os recém-empregados utilizam o montante  $aT$  e a queda neste período é compensada. O montante de impostos  $T$  arrecadados subtraídos  $aT$  é o que de fato entra na economia ( $T - aT$ ). E como se reduziu  $aT$  no período 1,  $a^2T$  será a queda no segundo período,  $a^3T$  no terceiro e, assim por diante.

O autor também acredita que a solução de Haavelmo é abordada apenas assintoticamente, levando-o a argumentar que o resultado das despesas financiadas por impostos não é tão poderoso quanto o produto obtido pelo déficit.

O multiplicador do orçamento equilibrado de Haavelmo também é analisado por Weinberg (1987). O autor acredita que a política do orçamento equilibrado possa criar alterações autônomas no mercado monetário. O ponto básico em sua definição é que o aumento no orçamento do governo financiado por impostos transfere a renda do grupo com propensão marginal a consumir entre zero e 1, para o governo que possui uma propensão média igual a 1.

Segundo Weinberg (1987) é plausível que um aumento nos impostos acompanhado de aumento nos gastos eleve, reduza ou não altere a demanda por moeda. Cada uma destas alternativas é discutida a seguir, e a primeira nos indica como a demanda por moeda pode crescer. Quando o governo aumenta os impostos na intenção de também elevar seus gastos, a pretensão é a de fazer funcionarem maiores transações. Novamente, a ideia de *time lag* é inserida no mecanismo do orçamento equilibrado: se houver defasagem entre a arrecadação e gastos dos impostos, a demanda agregada por moeda crescerá (WEINBERG, 1987).

Para Weinberg (1987), existem outras duas alternativas que também trazem implicações para a demanda por moeda. O aumento no orçamento equilibrado do governo ao exigir aumento dos impostos, criará uma queda autônoma na renda disponível, e, portanto, uma queda na demanda por moeda. Entretanto, quando se coloca que a demanda por moeda depende da renda total e não da renda disponível, não haverá deslocamento na demanda por moeda.

Weinberg (1987), então, analisa os casos em que a mudança no orçamento equilibrado afeta a demanda por moeda. De forma separada, a demanda por moeda dependerá da renda total e da renda disponível. Como função da renda total, a variação na renda quando se altera os impostos, e estes após um tempo são defasados no pagamento, será cada vez menor. Portanto, o multiplicador do orçamento equilibrado (monetário) será menor que zero, quando houver defasagem nos pagamentos entre receitas e gastos dos impostos.

Goodwin (1946), também acredita que a solução de Haavelmo é abordada assintoticamente, mesmo se a renda ficar aquém dos gastos ou vice-versa. Todavia, o autor mostra através de uma esquematização matemática que considerando a defasagem se alcança o mesmo resultado de Haavelmo. Portanto, não faz diferença ao considerar o consumo, renda etc. como funções contínuas do tempo, e o tempo medido em defasagem unitária.

Portanto, para os autores citados parece haver uma indicação em torno do papel do *time lag* sobre o resultado do orçamento equilibrado do governo de Haavelmo. Em resposta às contribuições obtidas, Haavelmo (1946) rebate algumas das proposições apresentadas por Haberler e Goodwin, argumentando que “[...] *the government is sufficiently rational and inteligente in its planning of expenditures to avoid temporary hoarding of tax money, either by the taxpayers or by the government itself.*” (HAAVELMO, 1946, p. 156). Entretanto, posteriormente o autor reconhece e parece não discordar de Haberler quanto à eficácia do gasto deficitário sobre a renda total, ou seja, o efeito multiplicador para cada imposto gasto é unitário no caso equilibrado, ao contrário do maior efeito que advém um gasto deficitário.

### 2.3 A resposta de Haavelmo às críticas

Com base nas abordagens apresentadas anteriormente, é possível notar proximidades e diferenças nas reflexões dos autores que se debruçaram sobre o tema do orçamento equilibrado. A maior parte dos autores concorda com a incorporação do *time lag* e a sua importância no resultado sobre a renda nacional total. Inicialmente, Haavelmo (1945) demonstrou que a renda total aumentaria após o aumento dos impostos acompanhado do aumento dos gastos do governo. Mantendo o investimento constante e considerando a existência de recursos ociosos,  $G - T = 0$ , que exerce efeito multiplicador na economia. Entretanto, como indicado existe uma implicação entre a arrecadação e o gasto governamental, ou seja, a velocidade com que os impostos retornam para a economia.

Hagen (1946), conforme já apresentado, segue essa linha de argumentação ao analisar o multiplicador do orçamento equilibrado de Haavelmo, atribuindo ao modelo o *time lag*. O resultado expansivo do modelo de Haavelmo é válido independente da propensão marginal a consumir, esta que nos diz quanto os gastos irão variar para cada mudança na renda de uma unidade monetária. Entretanto, Hagen indica que este aumento da renda só é possível sem que decorra qualquer intervalo de tempo entre a arrecadação e o gasto.

Na inexistência do *time lag*, a renda aumenta não por conta da propensão marginal a consumir e sim pelos impostos voltarem imediatamente na forma de renda ou consumo. Independe da propensão e sem qualquer intervalo de tempo “[...] *at that point the velocity of circulation = infinity.*” (HAGEN, p. 153, 1946). À medida que a velocidade de circulação ( $x$ ) tende ao infinito, a renda ( $y$ ) também se aproxima deste intervalo. Ou, se  $y = x$ , quanto maior

se torna  $x$ , maior se torna  $y$  usando valores cada vez maiores. Existe, portanto, uma exigência pela conversão imediata dos impostos em gastos para que o resultado se concretize. Se os impostos são rapidamente gastos, a renda total não dependerá da propensão marginal a consumir, pois, quanto maior a velocidade de circulação da moeda, maior a renda disponível para o maior gasto do setor privado.

Segundo Hagen (1946), o cenário muda assumindo a existência do *time lag*. Em linhas gerais, o autor define que o tamanho da propensão a consumir,  $c$ , determina o tamanho da renda porque existe o efeito depressor inicial do *time lag*. A imposição dos tributos gera uma desvantagem inicial que, para o autor, não tende a se recuperar. Congruente com Hagen, Haberler (1946) aponta para o tempo com que o dinheiro dos impostos “viaja” do contribuinte para o governo e deste para os desempregados que irão fazê-lo circular em outro momento. Haberler acredita que Haavelmo assume como simultâneo o crescimento da renda e gastos, ou seja, não se estabelece um “estoque” de impostos para depois serem gastos. Entretanto, para o autor tal defasagem é real e tem efeito de queda sobre a demanda agregada e emprego. Haberler põe em dúvida o potencial dos gastos que são financiados por tributos *vis-à-vis* despesas financiadas por déficit.

A proximidade das curvas de gastos e receitas caracterizando o equilíbrio, só é factível assintoticamente, ou seja, existe uma proximidade cada vez maior entre elas sem que realmente se toquem (para que  $\Delta T = \Delta G = \Delta Y$ ). Portanto, a solução de Haavelmo é assintótica (HAGEN; HABERLER, 1946).

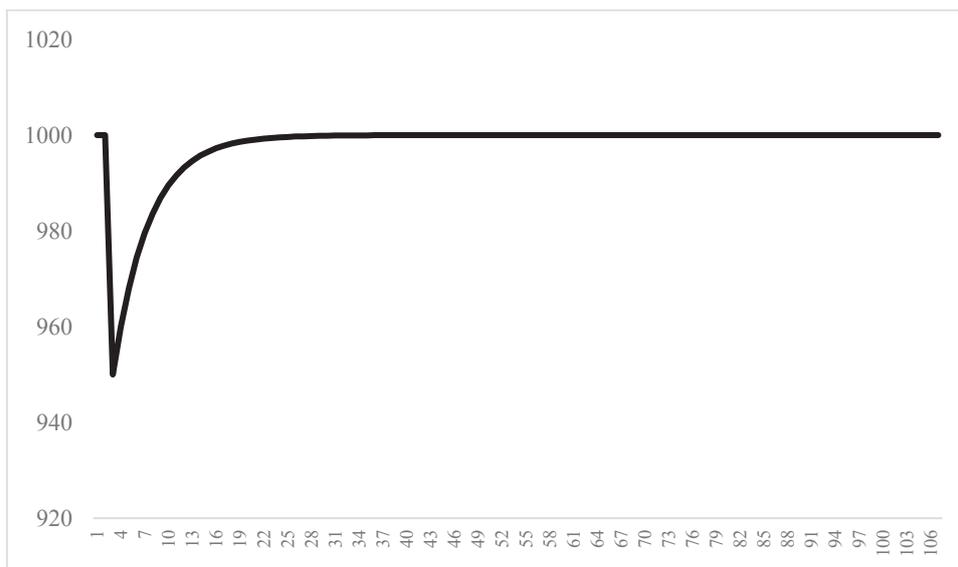
Em resposta, Haavelmo (1946) acredita que os resultados são os mesmos na existência ou não do *time lag*. Em seu modelo original, o governo não armazena o dinheiro dos impostos de um tempo ao outro. De sua análise, o *time lag* pode causar uma demora para o efeito multiplicador total ser atingido. Entretanto, ele assume que “[...] *the final result will be the same as if there were no lag.*” (HAAVELMO, 1946, p. 158). O autor ainda destaca que o multiplicador unitário não possui a eficácia equiparada a um gasto deficitário. Portanto, concorda com Haberler do potencial do gasto deficitário sobre a renda total.

Haavelmo (1946) então observa o comportamento da renda agregada nos cenários com e sem o *time lag*. Num primeiro momento, indica que os gastos dos consumidores dependem da renda disponível anterior, e o gasto governamental sendo do tamanho da receita tributária anterior. O sistema se encontra em estado estacionário antes da imposição dos impostos. Podemos observar este resultado a partir do multiplicador (2), no qual o investimento é

constante e a propensão a consumir está entre zero e um, mas sabendo que o resultado total da renda independe da propensão marginal a consumir, assumida constante positiva (HAAVELMO, 1946).

Haavelmo (1946) verifica uma queda na renda disponível em  $aT$  no primeiro período,  $a^2T$  no segundo e assim por diante, compatível com a análise de Haberler. O gráfico 4 abaixo ilustra gradualmente a renda disponível que sofre uma queda inicial com os tributos, se aproximando do nível inicial sem impostos, mas sem alcançar o mesmo nível anterior. Em nosso exemplo, a queda na renda disponível no primeiro período é de 40 ( $c = 0,8$  multiplicada pelos tributos de 50). Portanto, a perda na renda disponível é menor quanto menor o “atraso” (HAAVELMO, 1946).

GRÁFICO 4 – COMPORTAMENTO DA RENDA DISPONÍVEL APÓS  $T = G$  COM *TIME LAG*



Fonte: O autor (2019).

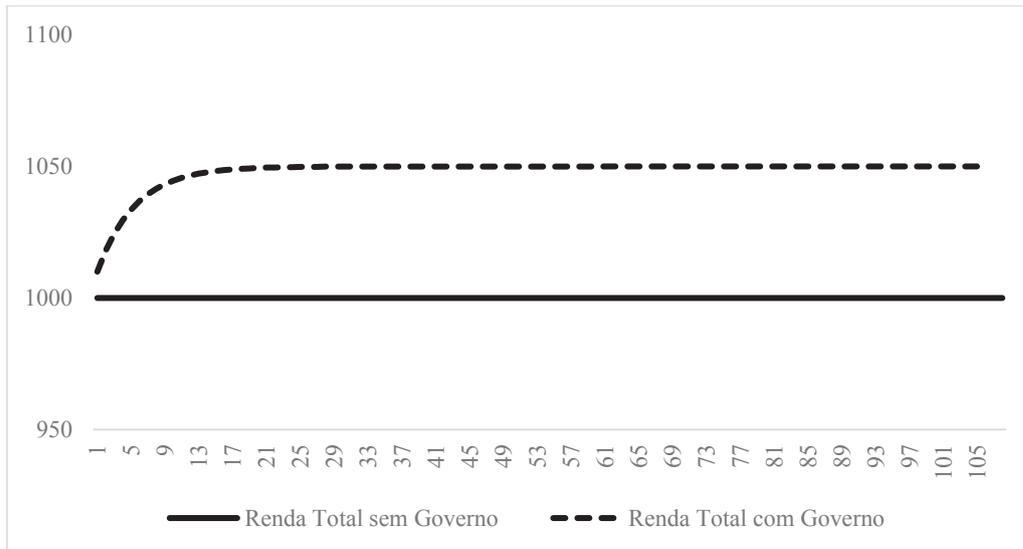
Nota: Descrição do gráfico – APÊNDICE II.

Haavelmo diz que “*The initial loss in disposable income of taxpayers during the first  $n$  time periods will then gradually be regained by the taxpayers.*” (HAAVELMO, 1946, p. 158).

O gráfico 5 abaixo mostra o comportamento da renda construída a partir de um modelo simples e hipotético do orçamento equilibrado, dentro de uma economia fechada e sem governo. Partimos de uma função consumo com uma propensão marginal a consumir média de 80% da renda e um consumo autônomo de 100. Como estamos interessados na comparação da renda

antes e depois dos impostos e com o *time lag*, neste momento iremos expor a situação sem governo. Portanto, a renda disponível da economia é a própria renda agregada. Assim como Haavelmo, suporemos o investimento privado constante e igual a 100. A linha inferior indica o estado estacionário da economia, isto é, sem governo.

GRÁFICO 5 – NÍVEL DE RENDA TOTAL COM *TIME LAG*



Fonte: O autor (2019).

Nota: Descrição do gráfico – APÊNDICE III.

Quando um tributo de tamanho  $T$  é imposto e os recursos totalmente gastos pelo governo, a renda total aumenta de um período ao outro no modelo original de Haavelmo (1945). Ou seja,

$$\text{De } Y_t \text{ para } Y_{t+1} \text{ atinge-se } \Delta_T = \Delta_G = \Delta_Y,$$

Isso quer dizer que o aumento na renda total é igual ao tamanho do aumento dos impostos e dos gastos. Numa economia fechada e sem governo, a renda de equilíbrio ( $Y_1$ ) é de 1000, e este resultado permanece período a período conforme o gráfico. Se agora um tributo  $T$  de 50 for imposto, mas ao mesmo tempo o governo gasta 50 o resultado da renda total é alterado. A nova renda de equilíbrio ( $Y_2$ ) é de 1050. Portanto, uma variação no imposto seguida de uma variação no gasto, impacta numa alteração na renda de mesmo valor.

Dos resultados comprova-se hipoteticamente que:

$$Y_{1 \text{ equilíbrio}} < Y_{2 \text{ equilíbrio}} = \Delta_G = \Delta_T$$

Ou então, que

$$\Delta_T = \Delta_G = \Delta_Y$$

Porém, o resultado pode ser diferente com o *time lag*, o qual nos diz que demora mais tempo para alcançar o mesmo resultado de Haavelmo, e é esta a representação do gráfico anterior. Apesar de causar a queda na renda disponível das famílias, o aumento da renda total não é imediato e assintoticamente se aproxima do valor inicial da variação nos tributos e nos gastos.

Supondo que o gasto em consumo dependa da renda disponível anterior e o gasto do governo iguale a tributação anterior assim como faz Hagen (1946), o resultado de Haavelmo, isto é,  $\Delta_G = \Delta_T = \Delta_Y$ , é alcançado após  $n$  períodos. Então, para que a economia saia de  $Y_1$  para  $Y_2$ , quando o governo primeiramente tributa verifica-se a queda na renda disponível, mas o efeito multiplicador será praticamente o mesmo no final e a variação na renda será a mesma que a dos tributos e gastos. De acordo com Hagen (1946), o aumento simultâneo dos tributos e gastos não leva imediatamente a renda para o nível (2) conforme verificamos na simulação anterior.

Contudo, o que verificamos do gráfico anterior é que o governo tem um efeito de nível na renda, ou seja, no final é maior do que sem governo. Com o *time lag* leva-se mais tempo para chegar ao mesmo resultado de Haavelmo. A renda disponível cai, o que nos leva a explorar este efeito mais a frente, e o efeito multiplicador sobre a renda total no final vai dar o mesmo resultado ainda que assintoticamente.

Conforme exposto, a discussão em torno do orçamento equilibrado revela o papel do *time lag*, o qual caracteriza o atraso no impulso do multiplicador, como assumido por Haavelmo em resposta às contribuições dos autores acima. Portanto, mesmo considerando as eventuais divergências e levando em conta as observações sobre o *time lag*, o multiplicador do gasto equilibrado tem efeito positivo sobre renda, consumo e emprego se o imposto for completo e imediatamente gasto. De outro modo, se no período  $t$  o governo impõe uma alíquota qualquer, os gastos em consumo cairão. Se levar tempo entre a arrecadação e desembolso dos impostos, no período  $t+1$  os gastos efetivados pelo governo não seriam capazes de elevar instantaneamente a renda nacional. O descompasso entre a renda, impostos e gastos evidencia-se temporalmente e, portanto, deve-se considerar o seu papel sobre a dinâmica da política fiscal.

Para complementar a análise incorporaremos o setor externo, cenário não analisado pelo por Haavelmo e os autores acima. Com isso, busca-se analisar o comportamento do multiplicador do orçamento equilibrado numa economia aberta, tópico da seção seguinte.

#### 2.4 O multiplicador do orçamento equilibrado numa economia aberta

Conforme apresentado, no modelo de Haavelmo o multiplicador é unitário, isto é, se o governo aumentar seu tributo e gastos em 1 unidade, o impacto na renda agregada será de 1 unidade. Haavelmo tratava de uma economia fechada, e os autores acima também não apresentaram uma economia aberta. Portanto, veremos que o modelo de Haavelmo pode ser estendido para que vejamos o comportamento do multiplicador sobre a renda, mas agora numa economia aberta. É preciso considerar os vazamentos que competem às importações de bens e serviços, investigando se o multiplicador se mantém unitário ou se altera diante das importações, que representam um vazamento de demanda para o exterior.

Consideremos uma economia aberta, na qual o gasto total num determinado período seja composto pelo consumo (C), investimento privado (I), gastos do governo (G) e saldo do setor externo, isto é, exportações (X) subtraídas as importações (M). Mitchell (2010), apresenta G, I e X como exógenos. Portanto, na composição da renda, temos:

$$Y = C + I + G + (X - M),$$

Ou seja, essa é a expressão básica que representa por completo uma economia aberta. O consumo está em função da propensão a consumir (c) e da renda disponível, o consumo autônomo é assumido constante. A poupança é o saldo após o consumo, então, se uma propensão marginal a consumir é de 0,8 indica que 0,2 serão poupados após o pagamento de impostos.

Numa economia aberta, temos que considerar a composição das importações que representam um vazamento de renda para o exterior. Assim,  $m$  é a propensão marginal a importar e as importações são dadas por:

$$M = mY,$$

Indicando as importações como proporcionais à renda total, ou seja, uma tendência de a economia importar à medida que a renda aumenta. Então, o efeito (negativo) pode ser maior quanto mais diluído for para o exterior de acordo com a maior propensão a importar.

Assumindo os tributos em função da renda total, com  $t$  sendo a taxa de imposto marginal e média:

$$T = tY$$

O modelo acima pode ser reescrito da seguinte forma:

$$Y = cY^d + I + G + X - mY$$

Rearranjando e organizando os termos, obtemos o seguinte:

$$Y = \frac{1}{1 - c(1 - t) + m} \cdot [I + G + X]$$

Mitchell (2010) chama os gastos autônomos ( $I$ ,  $G$  e  $X$ ) de  $A$ . Portanto, substituindo na equação acima, obtemos:

$$Y = \frac{1}{1 - c(1 - t) + m} \cdot A$$

A expressão que multiplica  $A$  é o multiplicador de gastos  $K$ . Então, a expressão final pode ser apresentada como segue:

$$Y = K \cdot A$$

Portanto, em termos de variação: uma mudança nos gastos autônomos ( $A$ ) irá gerar uma mudança na renda ( $Y$ ) de tamanho  $K$ :

$$\Delta Y = K \cdot \Delta A$$

Supondo que o governo utilize sua capacidade fiscal para estimular a economia aumentando os seus gastos, os três setores (doméstico, governamental e externo) podem apresentar diferentes saldos:

Saldo do governo é  $G - T$ , então se  $G > T$  incorre em déficit, e, quando  $G < T$  há um superávit orçamentário;

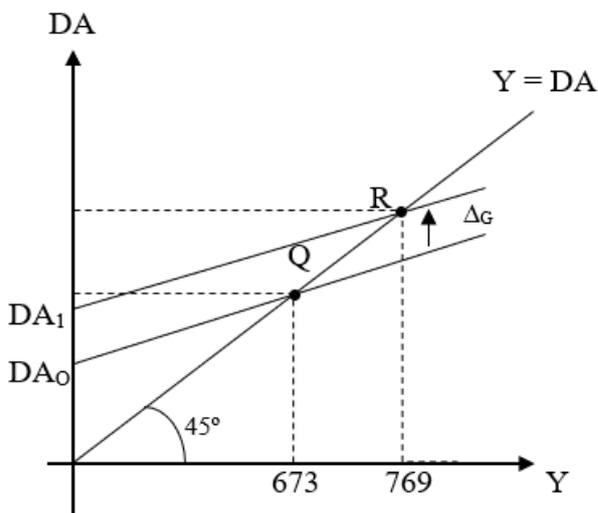
Saldo do setor externo é  $X - M$ , então, se as exportações ( $X$ ) superam as importações ( $M$ ), atinge-se o superávit comercial;

Finalmente, o setor privado doméstico através da relação entre o investimento e poupança, apresenta superávit quando a poupança (S) supera os seus gastos (I).

O mecanismo de transmissão inicial a partir do gasto do governo estimula os demais setores da economia. Tal resultado advém de uma regra macroeconômica básica, isto é, a demanda agregada na forma de gastos impulsiona a produção. Este é o princípio da demanda efetiva. A expansão do dispêndio governamental pode empurrar seu orçamento para o déficit (ainda que os tributos aumentem). Porém, houve estímulo da renda nacional além do aumento no consumo e poupança. O que estamos descrevendo aqui é o multiplicador de gastos normal e não o equilibrado, a ser discutido (MITCHELL, 2010).

Considerando os efeitos das mudanças na política fiscal sobre a renda através dos gastos governamentais, ilustramos o efeito expansivo no gráfico 6. Inicialmente, o equilíbrio da economia é verificado em  $Y_0$  (673), composto pelos gastos autônomos: gastos do governo (100), investimentos (100) e as exportações (150). O governo irá tributar o aumento da renda em cerca de 0,15, ou seja, a sua arrecadação é *ex-post* ao gasto. Se a propensão marginal a consumir (c) for 0,8 e, que o aumento da renda provoque um vazamento (m) via importações de 0,2, obtemos um valor de  $K = 1,92307$ . Portanto, qualquer alteração nos gastos autônomos implicará numa mudança de 1,92307 na renda, conforme apresentamos o multiplicador dos gastos numa economia aberta acima.

GRÁFICO 6 – EFEITO DE UMA MUDANÇA NOS GASTOS GOVERNAMENTAIS



Fonte: Adaptada de Mitchell (2010).

Um aumento dos gastos do governo de 50 representa uma mudança nos gastos autônomos (A) e, portanto, a curva de demanda agregada é deslocada paralelamente para cima para o ponto R (769). O governo aumenta os seus gastos em 50 sem aumentar os tributos no mesmo montante, portanto, ainda não se trata de uma política fiscal equilibrada. O governo ao aumentar seus gastos em 50, gera um saldo de renda de 96 e destes, 46 são adicionais em relação ao aumento inicial.

Como apontamos, o resultado do multiplicador dos gastos pode ser diferente em uma economia aberta quando se consideram os vazamentos. Os vazamentos do fluxo circular de gastos podem advir de fontes domésticas e externas: poupança, tributação e importações. Estes assumem uma importância fundamental para a determinação do efeito multiplicador de qualquer estímulo, “[...] *because they constitute spending which does not recycle back into the production process. They are thus considered to be ‘leakages’ from the expenditure system.*” (MITCHELL, 2010, não p.).

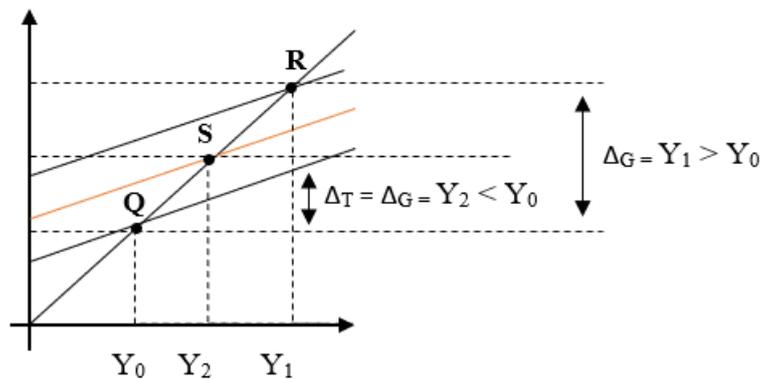
Os tributos cobrados pelo governo são um vazamento do sistema de gasto da mesma forma que as importações. Com tributos, as famílias acabam com menos renda e isso reflete a sua renda disponível. A poupança reflete também a fração de renda que não retorna ao sistema e não estimula a atividade produtiva. Os vazamentos são vistos como perdas do fluxo de gastos em períodos subsequentes “[...] *And so the process continues with each period seeing a smaller and smaller induced spending effect (via consumption) because the leakages are draining the spending that gets recycled into increased production.*” (MITCHELL, 2010, não p.).

Voltamos agora para a questão do comportamento do multiplicador do orçamento equilibrado numa economia aberta, buscando verificar se este se mantém unitário. Haavelmo (1945), numa economia fechada mostra que existe um efeito positivo sobre a renda e emprego mesmo quando os gastos do governo são completamente cobertos pelos impostos. Ao comparar o multiplicador de despesas com o multiplicador equilibrado o resultado entre eles pode ser diferente por conta dos vazamentos e, principalmente, do efeito negativo que tal política exerce sobre a renda disponível no começo do processo bem como observado por Hagen e Haberler discutidos na seção anterior. Novamente, vamos inserir a alteração no gráfico para comparar os efeitos dos multiplicadores.

O gráfico 7 mostra o efeito sobre a renda de um aumento dos tributos e gastos. Anteriormente, vimos que a economia passa de  $Y_0$  (Q) para  $Y_1$  (R) quando o governo eleva os seus gastos, e, posteriormente arrecada da renda que foi expandida. No final, o aumento inicial

dos seus gastos é no mínimo o mesmo aumento verificado na renda. Entretanto, o mesmo efeito não pode ser observado quando há um aumento inicial de mesmo montante nos tributos e gastos: a renda cai e atinge o ponto S, onde  $Y_2 < Y_0$ . A seguir, entenderemos quais são as forças que exercem o efeito negativo sobre a renda.

GRÁFICO 7 – EFEITO DE UM AUMENTO SIMULTÂNEO DOS TRIBUTOS E GASTOS



Fonte: O autor (2019).

O multiplicador de Haavelmo pressupõe que uma expansão nos tributos e gastos na mesma magnitude contribui para o aumento da renda agregada. Porém, Mitchell (2010), indica que para avaliar o efeito devemos separar os dois movimentos que o governo realiza: o aumento dos impostos e dos gastos. O aumento inicial dos tributos impacta diretamente na renda disponível do setor privado. Isso ocorre porque na ausência da elevação inicial dos impostos, o aumento dos gastos induziria ainda mais o consumo sem que se retirasse uma parte das famílias.

Portanto, pelo fato de elevar a tributação e, então gastar, o consumo cai. O impacto é visto diretamente na propensão marginal a consumir vezes a variação nos tributos, os quais manteremos 50 conforme o gasto do governo:

$$\Delta C = -c \Delta T$$

A expressão acima indica o impacto (negativo) de uma variação dos impostos sobre o consumo, advindo de um aumento simultâneo dos tributos e dos gastos do governo no início do processo da política de orçamento equilibrado. Em nosso exemplo hipotético, mantendo tudo mais constante a queda na renda (total) seria de 77 vinda de uma queda no consumo de 40 em função do aumento inicial dos tributos.

Por outro lado, o multiplicador do orçamento equilibrado eleva os gastos do governo na mesma magnitude. Podemos verificar o aumento na renda através de uma variação no gasto autônomo:

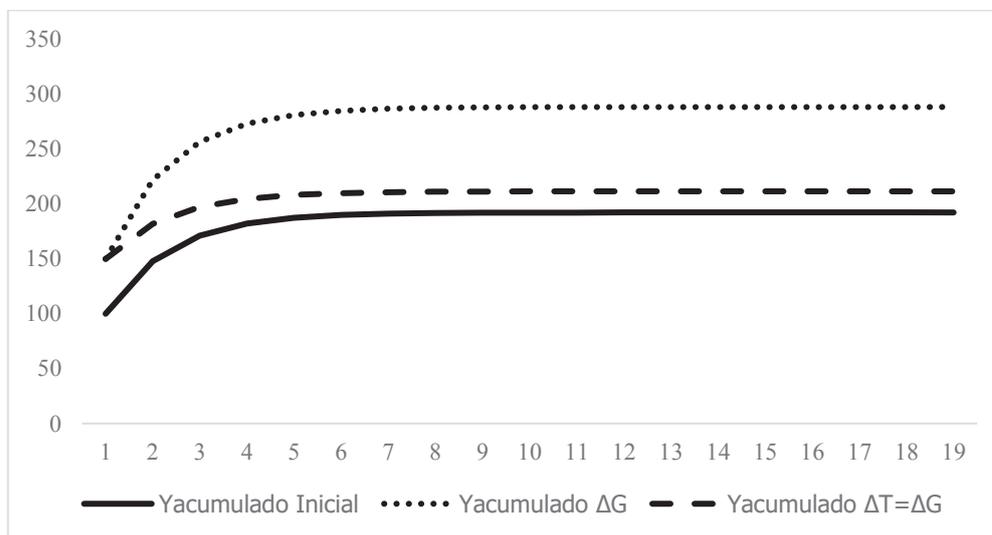
$$\Delta Y = K. \Delta G$$

O aumento no gasto do governo de 50, gera uma variação na renda de 96,2. Esta variação isolada supera o aumento inicial. Finalmente, podemos verificar o saldo entre o impacto do aumento dos tributos e dos gastos, isto é

$$\Delta Y = K. \Delta G - c \Delta T$$

Portanto, dado  $\Delta T = \Delta G$  a variação na renda é menor do que 1. Em nosso exemplo, uma variação inicial de 50 gera uma variação de 19,2 na renda agregada. Existe um aumento, mas não unitário. Conforme Mitchell (2010), uma economia aberta com vazamentos e um consumo sensível aos tributos o multiplicador equilibrado é muito menor do que 1. Ao comparar os três cenários, temos a seguinte representação conforme o gráfico 8 abaixo.

GRÁFICO 8 – VARIAÇÕES NA RENDA NUMA ECONOMIA ABERTA



Fonte: Adaptada de Mitchell (2010).

Nota: Nota: Descrição do gráfico – APÊNDICES IV, V e VI.

O gráfico 8 acima foi elaborado a partir de simulações do ajuste completo do período após diferentes variações do gasto governamental. O gasto governamental provoca um aumento de nível da renda – acumulada – e, gradualmente os ajustes são cada vez menores até atingir uma

relativa estabilidade. O efeito dos gastos induzidos são cada vez menores porque parte dos gastos são drenados para o exterior e, portanto, não são reciclados novamente na produção. Observamos que em cada cenário, o valor dos vazamentos (importações, impostos e poupança) equivalem à variação inicial do gasto do governo. Dessa forma, o efeito multiplicador termina quando a soma dos vazamentos corresponde à injeção inicial do governo (MITCHELL, 2009).

Portanto, quando não se consideram os vazamentos e num cenário de economia fechada como faz Haavelmo e outros autores, o multiplicador de fato é maior. A atividade é impulsionada quando o governo varia seus gastos, ainda que o resultado acima mostre que a política equilibrada (linha intermediária) afeta de forma diferente a renda. O governo varia ao mesmo tempo os gastos e tributos, e como vimos o efeito tributo impacta sobre a renda disponível do setor privado. Logo, o consumo será afetado. Numa economia aberta, o efeito é ainda menor quando os vazamentos de renda impactam em cada período e assim, o multiplicador do orçamento equilibrado não permanece unitário.

## 2.5 Implicações do modelo de orçamento equilibrado

Conforme visto nos tópicos anteriores, Haavelmo em sua resposta às críticas dos autores reconhece que tem algo complementar ou mesmo, que existe um problema. Haberler (1946) possui um ponto fundamental ao modelo do orçamento equilibrado que nos interessa, no sentido de que este “[...] *should not deceive us into believing that tax-financed expenditures are as powerful an anti-depression measure as deficit-financed expenditures.*” (HABERLER, 1946, p. 149). Haavelmo (1946), não discorda de Haberler ao dizer que “[...] *there can, of course, be no disagreement with Haberler on the point that deficit spending, usually, would be much more effective in increasing total income.*” (HAAVELMO, 1946, p. 158).

A posição de Pimentel (2018) na sua interpretação de Haavelmo nos traz uma inquietação, ainda que sutil, quanto ao resultado do orçamento equilibrado. Pois, o argumento existente é que o governo financia seus gastos apenas com impostos previamente arrecadados. Nos interessa, portanto, compreender o porquê da importância do déficit mesmo mencionada por Haberler e mesmo Haavelmo. Ainda, entender o problema existente no orçamento equilibrado da forma como é proposto. Devemos ir além ao incorporar os elementos monetários ao modo como o governo gasta.

Quando nos mantemos na hipótese de Haavelmo (1945) de que o tributo seja uma etapa anterior ao gasto isso aponta algumas consequências. A leitura dos autores do orçamento equilibrado demonstrou que o *time lag* é um fator importante para o resultado. A imposição de tributos reduz o gasto do consumidor e, que os mesmos só retornariam mais tarde na forma de dispêndio público. Dessa forma, reduz da renda para pagar impostos e num outro momento esse dinheiro volta.

Antes, porém, devemos considerar a abordagem da *Modern Monetary Theory* (MMT), ao esclarecer como os contribuintes conseguem o dinheiro para pagar impostos ao governo. Na MMT, está a ideia de que um setor governamental monetariamente consolidado e soberano não é restrito financeiramente. Para o autor, empréstimos e impostos não financiam os gastos do governo. Destacando novamente a importância do déficit,

*The government deficit (treasury operation) determines the cumulative stock of financial assets in the private sector. Typical decisions taken by the central banks, then determine the composition of this stock in terms of notes and coins (cash), bank reserves (clearing balances) and government bonds with one exception (foreign exchange transactions) (MITCHELL, 2018, não p.).*

A ideia é que existe um sentido de causalidade, e o governo financia a receita tributária. Tratando-se de um orçamento equilibrado, e supondo dois setores – governo emissor de moeda e um setor privado que usa a moeda emitida – um gasto de 100 e um imposto de mesmo valor, não permite acumulação privada no período. Contudo, o ponto fundamental é que o setor privado não possui capacidade de pagar os impostos ao governo, até que pelo menos essa quantia seja gasta pelo governo (MITCHELL, 2018).

Se, por outro lado, o governo decida gastar 120 e, então, impor 100 de tributação. O saldo privado neste caso, é positivo e que lhe permite além de quitar as obrigações tributárias, um acréscimo de riqueza financeira líquida. O déficit de um setor é exatamente o superávit de outro. A administração de superávits pelo setor governamental implicaria, basicamente, dois efeitos negativos: queda dos ativos financeiros pelo setor não-governamental e, novamente, a queda da renda disponível (WRAY, 2015; MITCHELL, 2018).

O orçamento equilibrado conforme as interpretações anteriores, indica que o financiamento dos gastos do governo a partir da tributação reduz a renda disponível do setor privado. Além disso, o impacto inicial no consumo não parece ser revertido ao longo do tempo, isto é, não tende a se recuperar. A necessidade de resolver as demandas tributárias, força o setor

privado a diminuir sua riqueza financeira líquida em função da sua escassez de “caixa” vinda do tributo anterior ao gasto.

De acordo com Mitchell (2018), os fundos que o setor privado possui para pagar suas obrigações ao governo vieram de déficits passados do governo. A MMT, num sentido mais amplo, tem a visão de que os gastos do governo (pelo Banco Central ou Tesouro) devem vir primeiro, isto é, antes de impostos.

Considerando o exposto, se o governo gasta primeiro não há problema. Porém, devemos aprofundar a implicância disto em termos do resultado das famílias ou setor privado. Chega-se ao ponto em que deve ser ressaltada a seguinte pergunta: Por que Haberler e mesmo Haavelmo, dizem que o déficit é importante? Concorde-se com a argumentação de Haavelmo, mas a partir da crítica de Haberler temos como pressuposto que Haavelmo não considerou além da economia aberta, o efeito dos juros que acompanharão o debate na sequência.

A ideia é que o contribuinte não diminui a renda disponível porque tomará um empréstimo junto ao banco, para que possa cumprir a obrigação tributária. Mantendo então, o orçamento equilibrado e que o gasto do governo seja do mesmo tamanho do tributo, o problema é que as famílias podem incorrer em endividamento permanente. Portanto, o efeito multiplicador será “contido” duplamente: o consumo diminui porque paga-se tributos correntes e juros de uma dívida. Além disso, transfere-se renda para um agente da economia que possui uma propensão a consumir menor (no caso, os bancos).

O raciocínio de Haavelmo continua valendo, pois, é possível existir um orçamento equilibrado desde que o governo gaste antes. Entretanto, se houver o endividamento das famílias (para sustentar o consumo, dada a queda na renda disponível) e o governo gastar menos que no ano anterior, menos dinheiro o setor privado terá em mãos. Por causa do endividamento, o multiplicador poderia até ser negativo.

Portanto, aqui a ordem dos fatores altera o produto. Pois, se o governo gasta e depois tributa, há diferença no sentido que as famílias não precisarão se endividar. Entende-se que o motivo de Haberler mencionar o déficit é que quando este ocorre, na verdade, o caminho é contrário. No começo de um período, o governo gasta além do que tributa. Com isso, o efeito multiplicador acontece e gera a renda que o governo encontra para aquilo que gastou, e dessa forma, se equilibra ao longo do processo.

De maneira análoga, os juros possuem o mesmo efeito que as importações exercem sobre o resultado. Os juros funcionam como um vazamento interno, e Haavelmo pressupõe que o governo restitui tudo o que é tirado. Entretanto, precisa-se considerar esta renda que sai das famílias e não retorna para a economia. Não há invalidação na hipótese de Haavelmo, mas há diferença entre quem gasta primeiro, e tributar antes sistematicamente não pode ser aplicado por conta do possível endividamento permanente do setor privado. Vejamos na sequência as simulações e os resultados quando consideramos tal hipótese.

## 2.6 O orçamento equilibrado e juros sobre endividamento

Quando o governo tributa antes do gasto, significa que ele ainda não emitiu a moeda necessária para o público quitar suas obrigações tributárias. Para cumprir seu passivo fiscal, como hipótese, o contribuinte deve tomar emprestado para assim obter a moeda aceita pelo governo. O governo tributa em dinheiro, mas como gasta na sequência, os contribuintes não possuem a moeda aceita nos guichês de pagamento para pagar o governo imediatamente. Dessa forma, Haavelmo assumia implicitamente que os contribuintes tomavam emprestado junto ao Tesouro (ou ao Banco Central). Porém, Haavelmo negligenciou que ao tomar emprestado para pagar tributos, os contribuintes teriam que pagar juros sobre os empréstimos.

As consequências são imediatas: o empréstimo tomado pelos contribuintes lhes gera o dinheiro necessário para pagar o Tesouro. Portanto, juros irão incidir sobre essa dívida dos empréstimos. Sabe-se que a dívida ( $D$ ) é do tamanho do tributo ( $T$ ) a ser pago ao governo.

O tributo total é a parte da renda total destinada ao cumprimento das obrigações tributárias:

$$T = tY$$

Como a dívida é do tamanho do tributo, pelo fato dos contribuintes não terem a moeda do governo ainda não emitida em função do gasto não realizado,

$$D = T$$

O dinheiro do empréstimo será usado para pagar a dívida na moeda requerida pelo estado no cumprimento da obrigação tributária. Entretanto, o contribuinte e tomador de

empréstimo arca com uma dívida, a qual necessariamente implica no pagamento de juros. Portanto,

$$\text{Juros} = i D$$

Substituindo,

$$\text{Juros} = i t Y$$

Podemos inserir na identidade macroeconômica numa economia fechada e com governo, para obter o seguinte multiplicador:

$$Y = C + I + G$$

$$Y = c Y^d + I + G$$

$$Y = c (Y - T - D) + I + G$$

$$Y = c (Y - tY - itY) + I + G$$

$$Y = c Y (1 - t (1 + i)) + I + G$$

$$Y - c Y (1 - t (1 + i)) = I + G$$

$$Y = \frac{1}{1 - c (1 - t (1 + i))} [ I + G ]$$

$$Y = k [ I + G ]$$

$$Y = k A$$

Da equação acima, suponha que  $c = 0,8$ ;  $i = 0,2$  e  $t = 0,15$ . Isso dará um valor para  $k$  de aproximadamente 2,906976. Isso significa que se a parte autônoma  $A$  aumentar em 1, a renda irá variar no valor de  $k$ . Se sabemos que gastos governo ( $G$ ) = 100 e Investimentos ( $I$ ) = 100, e supondo que haja o endividamento com o Tesouro e o pagamento de juros, podemos deduzir os seguintes saldos:

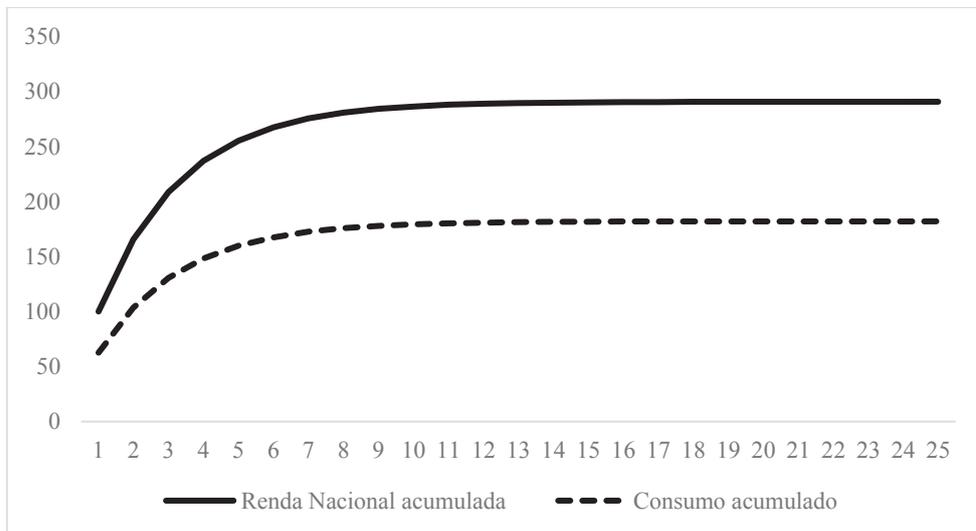
Saldo governamental = ( $G - T - \text{recebimento de juros}$ ) =  $100 - 87 - 17 = - 4$ , ou seja, um pequeno superávit orçamentário;

Saldo setor privado doméstico = ( $I - S$ ) =  $100 - 96 = + 4$ , isto é, um pequeno déficit porque os investimentos superam a poupança ( $S$ ).

Sabemos que os saldos devem totalizar zero, o que ocorre acima: o déficit do setor privado corresponde ao superávit governamental. Os pagamentos de tributos e de juros são subtraídos da renda disponível do setor privado, levando em conta este “duplo” endividamento junto ao Tesouro. Essa queda na poupança também se dá pela diminuição dos estoques de ativos acumulados pelo setor privado.

A injeção inicial de \$100 por parte do governo estimula a atividade econômica, e por conseguinte, induz mais consumo. Entretanto, em quantidades cada vez menores à medida que o vazamento na forma de juros, impostos e poupança impacta a cada período, onde  $S + T + D > G$ . Ocorre uma mudança de nível na renda causado pela variação de gastos governamentais, isto é, os 100 na parte autônoma. O processo multiplicador se desacelera conforme o tamanho dos vazamentos. O gráfico abaixo que considera o efeito isolado do dispêndio governamental (deixa de lado os investimentos) sobre a renda, demonstra que o processo multiplicador nos períodos seguintes se esgota rapidamente.

GRÁFICO 9 – EFEITO JUROS SOBRE RENDA E CONSUMO



Fonte: O autor (2019).

É semelhante ao caso de o governo reduzir os impostos, de forma que as famílias aumentariam a sua poupança e não consumiriam parte da renda extra disponível. Com os juros, o mesmo ocorre porque não representam um aumento do consumo. Neste caso, o processo se agrava visto que os juros não retornam ou sequer permanecem com o setor privado.

Suponha agora que o governo queira aumentar a renda nacional usando seu estímulo fiscal para elevar a demanda agregada. Ao aumentar seus gastos para  $G = 150$  e mantendo os valores dos coeficientes, temos o seguinte impacto no saldo dos setores:

Saldo governamental =  $(G - T - \text{recebimento de juros}) = 150 - 110 - 21 = + 19$ , resultado deficitário;

Saldo setor privado doméstico =  $(I - S) = 100 - 119 = - 19$ .

Portanto, uma expansão dos gastos governamentais empurra o orçamento para o déficit, ainda que a tributação tenha aumentado. Na situação anterior, com juros sobre a dívida o setor privado se desfaz do seu estoque de ativos financeiros. Ainda que haja encargos ao setor privado, ao estimular a renda através da elevação dos gastos o governo eleva o seu déficit e a poupança do setor privado.

Opera-se numa economia fechada para visualizar o efeito juros, o qual exerce papel semelhante ao vazamento causado pelas importações. Resta agora visualizar o caso quando o governo decide exercer um orçamento equilibrado, o qual estimula um efeito multiplicador diferente do multiplicador de gastos normal. Ao elevar simultaneamente os gastos e impostos, o teorema do orçamento equilibrado nos diz que o impacto é unitário. Havendo empréstimo junto ao Tesouro e juros sobre a dívida, o resultado pode ser diferente.

Para observar o efeito total de um orçamento equilibrado precisamos reconhecer que existem dois impactos – dos impostos e gastos – que podem ser vistos de forma distinta. De um lado, os gastos governamentais estimulam o aumento da renda quando  $\Delta T = \Delta G = 50$ , em:

$$\Delta Y = k \Delta G = 145$$

Por outro lado, os tributos alteram a renda disponível (que cai exatamente no mesmo montante do aumento dos tributos, supondo aqui um imposto de montante fixo enquanto a alíquota permanece a mesma) visto que o consumo é diretamente afetado da seguinte forma:

$$\Delta C = - \Delta T c = - 40$$

E essa queda no consumo se multiplica pelo sistema através do multiplicador de gastos  $k$ , logo,

$$\Delta Y = (-) k \Delta T = - 116.$$

Isto é, um efeito negativo exercido exclusivamente pelos impostos. Contudo, contrabalançado pelo dispêndio que juntos geram uma mudança total de aproximadamente 29,3 na renda

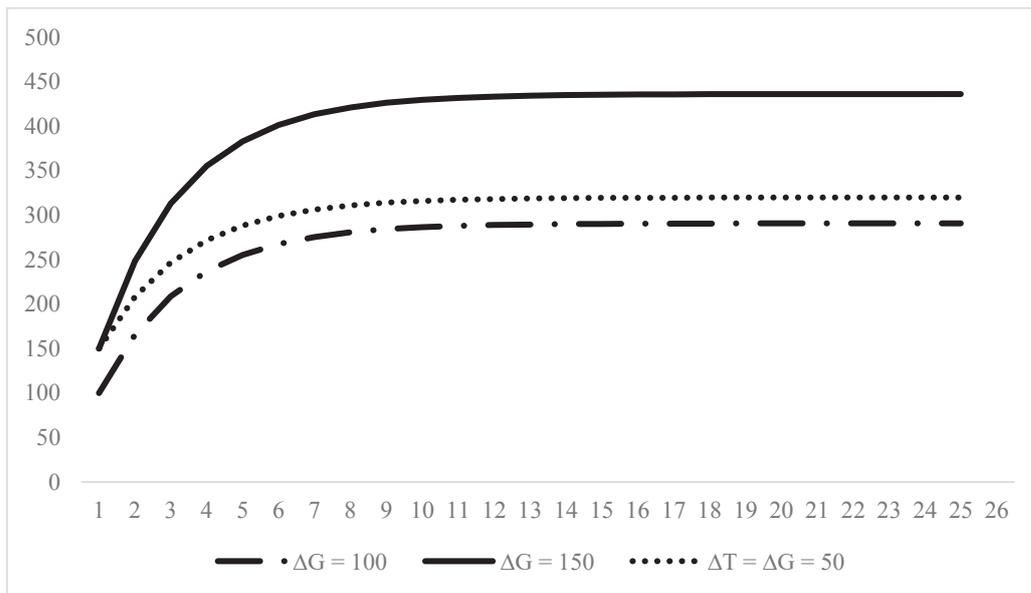
nacional em comparação à situação inicial, quando os gastos governamentais representavam unilateralmente a injeção de 100 sem contrabalançar aumento da tributação. Novamente, o aumento da renda não é unitário, pois, além de afetar o multiplicador que é reduzido, a renda nacional não aumenta no montante igual ou superior ao aumento dos impostos e gastos. Então, devemos considerar os impactos separados que cada um dos fatores exerce sobre a renda, visto que Haavelmo fazia uma associação direta entre tributo e gasto. A mudança real na renda advém dos gastos. Portanto, é necessário observar o efeito que os tributos exercem, já que estes não causam um efeito positivo sobre os gastos da economia. Além disso, existe o aspecto monetário envolvendo o endividamento das famílias.

Diferente das situações anteriores, nas quais um pequeno superávit era um pequeno déficit privado; e, um grande déficit governamental representava o superávit privado; agora temos o orçamento equilibrado que implica no pagamento de juros pelo setor privado. Novamente, iremos apresentar o saldo dos setores, nos quais:

Saldo governamental =  $(G - T - \text{recebimento de juros}) = 150 - 141,5 - 18,5 = - 10$ , ou seja, superávit orçamentário;

Saldo setor privado doméstico =  $(I - S) = 100 - 90 = + 10$ , no qual a poupança é reduzida.

Em outras palavras, o setor privado está “endividado” com o setor público quando há orçamento equilibrado. O gráfico abaixo resume os resultados da renda nacional obtidos quando variamos o gasto governamental das três formas apresentadas, ainda sem considerar o valor dos investimentos na parte autônoma.

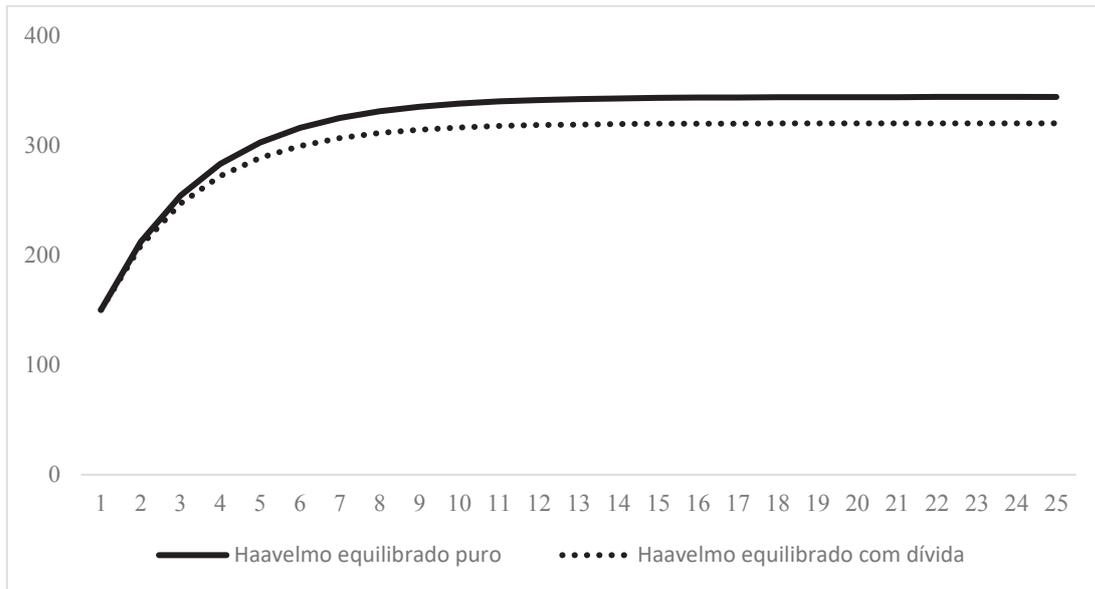
GRÁFICO 10 – MUDANÇAS DE NÍVEL NA RENDA NACIONAL QUANDO  $\Delta G$ 

Fonte: O autor (2019).

Do gráfico acima, quando o governo gasta 100 a mudança que isto gera na renda é de 290,69 – linha inferior; quando decide elevar seus gastos em 50 sem compensar uma tributação em montante equivalente, a nova renda é 436 – linha superior; por fim, exercer um orçamento equilibrado elevando ao mesmo tempo os tributos e gastos num montante de 50, desencadeia um acréscimo final na renda ainda que positivo, de 319 – linha intermediária. O impacto na renda total no segundo caso é maior quando o governo “empurra” o orçamento para o déficit, o qual eleva a renda disponível ainda que o setor privado tenha que arcar com o endividamento e pagamento de tributos. Ainda, nesse cenário a economia se estabiliza num patamar alto.

Agrava-se o quadro quando se opera com o modelo de Haavelmo. Para visualizar, simulamos o efeito em duas situações: *a*) orçamento equilibrado sem dívida; e, *b*) orçamento equilibrado com dívida. O gráfico abaixo mostra que a renda na situação *a* é maior do que o segundo caso, no qual existe o endividamento junto ao Tesouro. O saldo anterior dos setores mostrou que o setor privado se encontrava “endividado” com o governo, em função do pagamento de juros e tributos.

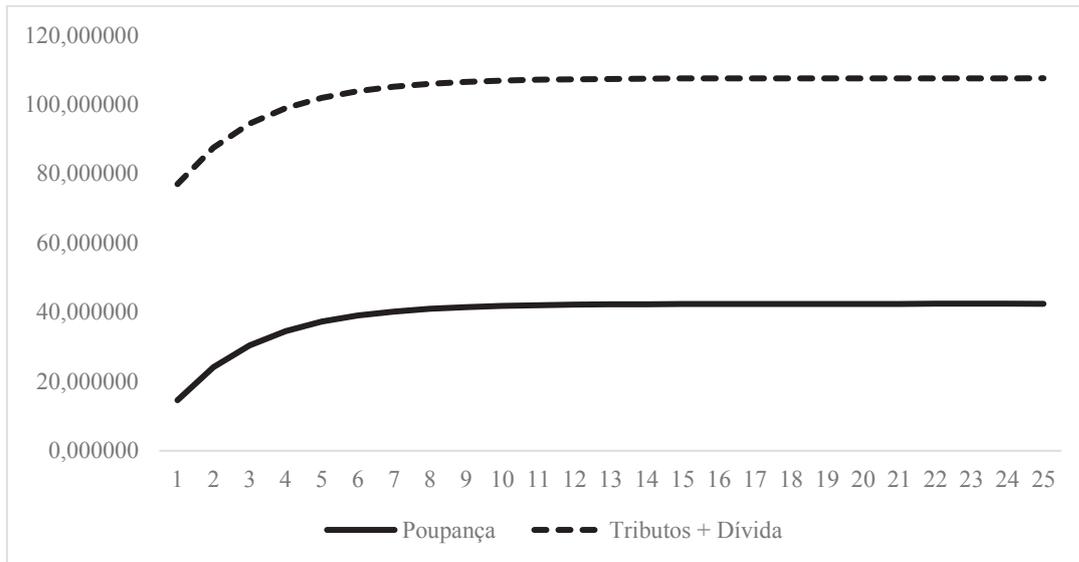
GRÁFICO 11 – ORÇAMENTO EQUILIBRADO COM E SEM DÍVIDA



Fonte: O autor (2019).

Quando olhamos para o saldo dos setores no terceiro caso e para a tributação e endividamento, vemos que manter o orçamento equilibrado desencadeia o pagamento de juros ao Tesouro e tributos que superam a poupança do setor privado. Haavelmo (1944) tem razão ao afirmar que o gasto do governo leva ao aumento da renda. Entretanto, o teorema do orçamento equilibrado vê uma associação direta entre o tributo e gasto, mas não observa os impactos distintos que cada um exerce. A Teoria Monetária Moderna (TMM), nos diz que o setor privado não pode pagar tributos antes que o governo gaste a moeda. Equilibrar o orçamento é diminuir a riqueza financeira líquida privada, a qual tende a ser negativa quando o governo decide gastar menos que sua renda. Anteceder impostos aos gastos, significa levar o setor privado ao endividamento. O gráfico abaixo resume o comportamento dos vazamentos na forma de poupança e a soma dos tributos e dívida.

GRÁFICO 12 – COMPORTAMENTO DA POUPANÇA E DÍVIDA



Fonte: O autor (2018).

O setor privado procura manter a renda dada a queda na renda disponível, mas faz isso endividando-se para pagar o tributo. Além disso, o gasto do governo é do tamanho do que ele tributa. Conforme os contribuintes pagam juros e tributos, o seu consumo cai. O efeito multiplicador é menor do que Haavelmo previa, visto que o endividamento reduz ainda mais o efeito Haavelmo “puro”. Quando a situação é o déficit, o contrário acontece conforme apresentamos no saldo dos setores. Neste caso, o governo gasta além do que tributou, e as famílias não precisam se endividar.

Portanto, Haavelmo ignora completamente o efeito do *time lag*, atribuindo pouca influência no sentido de fazer cair pouco o consumo. Essa negligência do modelo de Haavelmo pode ser tratada a partir da *Modern Monetary Theory* (MMT), a qual demonstra que o orçamento equilibrado de Haavelmo traz consequências quando consideramos os balanços das famílias, governo, bancos e Tesouro e a forma como o dinheiro para pagamento de impostos chega ao público.

### 3 APRESENTAÇÃO DA MODERN MONETARY THEORY

#### 3.1 A *Modern Monetary Theory*

Esse capítulo objetiva mostrar que o orçamento equilibrado tem consequências quando você considera o *time lag*, o qual reduz o efeito multiplicador. O efeito que Haavelmo postula, em termos de tamanho só pode acontecer caso o governo gaste antes. Essa ideia ficará clara com a *Modern Monetary Theory* (MMT) que trata da compreensão das operações no sistema monetário entre o Banco Central e o Tesouro, o que demonstra como são realizados os gastos governamentais. Portanto, uma abordagem do sistema monetário se faz necessária na compreensão de como é executada a política fiscal. Um dos principais pontos de partida da MMT é reconhecer que o governo não possui restrições de receita. Mais importante, a MMT demonstra que para os contribuintes pagarem impostos é necessário que o governo tenha realizado gastos antes. Impostos só podem ser pagos com moeda emitida pelo próprio governo. E a emissão do governo ocorre quando este gasta e/ou empresta. Isso tem importantes implicações para o modelo canônico do orçamento equilibrado, de forma a alterar significativamente os resultados de um multiplicador *Haavelmiano* igual a 1. Neste ponto, cabe uma exposição dos principais aspectos da MMT que irão subsidiar o presente estudo na explicação do orçamento equilibrado.

#### 3.2 Definições importantes

##### 3.2.1 As moedas e sua aceitabilidade

O estudo da MMT apresentado aqui concentra-se no gasto de um governo monetariamente soberano. A soberania se manifesta no poder que o Estado possui em implementar obrigações tributárias e, também, de definir o que é necessário para o pagamento de impostos. Basicamente, o governo determina a unidade de conta em que irá tributar e emite o instrumento monetário que é usado para pagamento dos tributos. Enquanto é possível agentes não governamentais emitirem instrumentos de pagamentos de dívidas privadas, só o governo pode emitir meios de pagamentos aceitos nos “postos” de pagamento ao Estado.

Wray (2003) destaca a presença da moeda fiduciária na maioria das modernas economias capitalistas. A moeda fiduciária é um título não-conversível e não é lastreada a ativos de valor físico como o ouro e a prata. O estado moderno cria seu instrumento de pagamento. Portanto, é um sistema monetário estatal na medida em que o Estado escolhe a moeda de conta, impõe as obrigações fiscais (sejam multas, taxas, tributos etc.) que estão denominadas naquela unidade selecionada. Além disso, emite a própria moeda aceita no pagamento destas obrigações (WRAY, 2015).

As obrigações tributárias se repetem a cada período, e a moeda do governo é o único meio de cumpri-las e, portanto, o setor privado precisará continuamente da moeda do Estado. O crédito tributário é um ativo na forma de moeda, a qual é um passivo para o Estado. Assim, a criação de moeda envolve a aceitação da dívida de outro agente. Além disso, a unidade em que o dinheiro estatal está denominado e na qual os impostos são devidos determinam a unidade de conta para todo o dinheiro na hierarquia (BELL, 1998).

Entretanto, a definição do que é aceito como meio de pagamento e daquilo que salda as dívidas, não é simplesmente a moeda de curso legal e nem apenas a moeda emitida pelo estado – levando em conta a aceitabilidade da moeda bancária emitida na comunidade privada. O que determina os meios aos quais é possível saldar dívidas (taxas, impostos etc.) perante o Estado é a aceitação daquilo determinado por ele. De acordo com Wray (2003), a moeda bancária e seus derivados apesar de amplamente usados, são apenas formas acessórias. O fato de a moeda bancária ser abrangente não significa que os bancos não deverão usar moeda estatal para cumprir suas obrigações frente ao estado, isto é, eles devem fazer seus pagamentos ao governo usando apenas a moeda deste.

O dinheiro representa uma promessa de pagamento e as demais formas se transformam em dinheiro caso haja aceitabilidade. Portanto, a hierarquia do dinheiro é representada como uma pirâmide com níveis de promessas variando de acordo a sua aceitabilidade. No topo da pirâmide está a promessa de pagamento mais aceitável (ou definitiva). Conforme nos deslocamos para baixo, as diferentes formas se tornam dinheiro à medida que outros indivíduos ou instituições as aceitam. Uma empresa, por exemplo pode fazer uma promessa de pagamento e num prazo determinado promete convertê-la na promessa de um banco: depósito à vista. Algumas promessas (dívidas) são consideradas mais socialmente aceitáveis que outras na medida em que são conversíveis na promessa de alguém superior na hierarquia. O Estado está no topo porque não depende da conversibilidade em mais nada, não precisa pagar suas obrigações transferindo outra coisa. Apesar das promessas dos bancos serem amplamente

aceitas em função do dinheiro do banco ser aceito nos postos públicos do Estado, as promessas do Estado são “finais”. O dinheiro do Estado e dos bancos são aceitos devido à sua utilidade na liquidação de tributos com o Estado e ambas estão no alto da hierarquia (BELL, 1998).

Em resumo, é a capacidade de impor uma dívida aos contribuintes e no caso, uma obrigação tributária que determina a demanda pela moeda do governo. Ao impor uma dívida tributária aos contribuintes exige-se que estes obtenham a moeda para liquidar seus compromissos. Por conseguinte, os tributos serão liquidados com a moeda estatal. Isso engloba a forma como os contribuintes deverão obter a moeda, o que nos leva ao entendimento de como a moeda entra em circulação. Portanto, o público precisa do dinheiro do governo e isso gera implicações para o modo como funciona a política fiscal.

### 3.2.2 Déficits fiscais são normais

Um dos principais proponentes da MMT, William F. Mitchell acredita que a teoria retoma pontos da macroeconomia esquecidos por estudos modernos. Nesse sentido, resgata o princípio de que todo gasto gera uma renda. Portanto, os estudos da *Modern Monetary Theory* focam em questões básicas como a prosperidade, renda e emprego, intrinsecamente ligados com o nível de gastos da economia. As finanças funcionais de Lerner são a base para a construção da ideia de que as políticas devem ser vistas através da sua capacidade de atingir objetivos, e o Estado deve usar seus poderes para levar a economia ao pleno emprego. A habilidade do governo na condução da política fiscal e monetária, de acordo com as finanças funcionais é possível pelo fato da moeda ser uma criatura do Estado (FORSTATER, 1999).

De acordo com Wray (2015), a macroeconomia deve reconhecer que para cada ativo financeiro há um passivo financeiro igual e compensador. Da mesma forma e quando dois setores, os ativos financeiros líquidos mantidos pelo setor privado são iguais aos passivos financeiros líquidos emitidos pelo governo. Os gastos em algum lugar são recebidos por alguém na forma de renda e o gasto é logicamente anterior. Então, o governo com base nas suas receitas (T) e despesas (G), possibilita diferentes resultados sobre a riqueza financeira líquida do setor privado. Se o gasto governamental for maior do que a arrecadação, o tamanho deste montante será de igual magnitude ao aumento da poupança privada. Portanto, o esforço governamental em gerar superávit tenderia a uma diminuição no orçamento individual, o que levaria a uma redução do consumo privado e, então, da renda nacional.

Como observado por Wray (2003, p. 23), “o caso ‘normal’, então, é o governo ‘incorrer em déficit’, isto é, fornecer mais moeda do que ele recebe em tributos.”. Inicialmente, a ideia é que o governo gasta a moeda e os contribuintes a usam para pagar as suas obrigações com o Estado. A exigência pelo pagamento dos tributos em moeda estatal, obriga os contribuintes a obtê-la. A moeda é aceita porque há a imposição de uma obrigação tributária. O monopólio da emissão está nas mãos do Estado e o montante de moeda criada é fruto da sua decisão de gastar e/ou emprestar. Por conseguinte, a MMT reitera que a política fiscal determina a quantidade de moeda em circulação, levando em conta que é criada a partir das “compras” do Estado. Teorias convencionais postulam que a política fiscal controla exclusivamente o gasto, tributos e o financiamento. Além disso, acredita na política monetária como agenciadora da oferta total de moeda. Contudo, a presente teoria discutida vê que apesar das duas políticas se entrelaçarem, a política fiscal determina o montante de moeda quando o governo gasta. A política monetária volta-se para a taxa de juros.

Em resumo, o fato de haver aceitação da moeda estatal em função da obrigação tributária e vendo o Estado como único emissor dessa moeda, só resta então que o governo primeiro emita a moeda para que o público quite suas dívidas. Isto é, retornamos ao governo soberano emissor de sua própria moeda para o público cumprir a obrigação tributária (WRAY, 2015). Antes de entrar em detalhes dos agentes que transitam nesse processo, como os bancos, o fundamental da teoria é que os déficits são a norma teórica e prática. Dito de outro modo, “em qualquer caso, como o governo é o único ofertante de moeda fiduciária, não pode receber em tributos uma moeda que não forneceu aos mercados privados.” (WRAY, 2003, p. 98).

São os contribuintes que precisam que o governo gaste antes para que a moeda esteja disponível para o pagamento de tributos. Ainda, o déficit é um resultado normal levando também em consideração o desejo do público em poupar ou acumular pequenas reservas de moeda. Dessa forma, o governo pode oferecer mais moeda do que o necessário ou do que receberá em tributos. O mesmo ocorre com a venda de títulos – comumente vista como empréstimos do setor privado ao governo –, isto é, o público precisa da moeda para adquiri-los (WRAY, 2015). A coordenação entre a exigência governamental pelo pagamento de impostos e o modo como o público obterá a moeda selecionada, determinam o sentido da causalidade dos gastos: primeiro o governo gasta para o público ter o dinheiro em mãos.

Abandona-se a ideia da conversibilidade interna num padrão metálico, ou seja, livra-se o Estado da necessidade de obter e cunhar ouro, pois, “[...] *if fiscal and monetary policy is formulated as if we were on a gold standard, we not only will sacrifice tremendous potential*

*benefits, we may subject ourselves to grave danger. You cannot, and should not, run a fiat currency system by the logic of a metallic standard system.” (FORSTATER, 1999, não p.).*

A teoria também não trata da possibilidade de o governo gastar mais do que arrecada através da obtenção de recursos com o público pela emissão de dívidas. Para Wray (2003, p. 94), “[...] o dispêndio governamental é sempre financiado por criação de moeda fiduciária – mais do que através de receitas tributárias ou vendas de títulos.” Os teóricos da MMT constroem a base necessária para entender o dinheiro o moderno. Deste modo, o estudo de como funciona o sistema monetário exige um detalhamento das operações envolvendo o Tesouro e Banco Central.

### 3.3 A política fiscal e as operações monetárias

Taxar para gastar é a visão predominante quando se relaciona Estado e políticas públicas. Entretanto, o papel da teoria monetária moderna é se deslocar deste postulado para a afirmação de que os impostos ou venda de títulos não são requeridos para financiar gastos. As finanças funcionais de Abba Lerner tratam do Estado ajustar suas taxas de gastos e receitas para alcançar o pleno emprego e a estabilidade de preços. Para Forstater (1999), dentre outras lições das finanças funcionais, as decisões relativas à tributação não têm a ver com a necessidade do governo fazer pagamentos. Além disso, a venda de títulos públicos também não trata de uma operação de financiamento. O objetivo da venda de títulos é a administração das reservas devido operações da política fiscal, isto é, uma forma de gerenciar as reservas para atingir a taxa de juros alvo. A venda de títulos não precede dos gastos do governo, pois,

*By selling bonds, government can drain the banking system of excess reserves created by its own deficit spending, and thus prevent the rate of interest from falling to 0 bid. Such a process clearly supports the view that, far from selling bonds in order to finance its expenditure, bond sales logically follow spending by the government (FORSTATER, 1999, não p.).*

Para Tcherneva (2002), o governo assegura o valor de qualquer moeda através de três poderes: poder de cobrar impostos, poder de declarar como os tributos devem ser pagos e o poder de emitir a moeda. A capacidade de gasto do governo é ilimitada em função do seu monopólio sobre a oferta de moeda. Qualquer gasto realizado pelo governo cria depósitos, ao

passo que qualquer pagamento de tributos os reduz. O Banco Central e o Tesouro fornecem moeda para o sistema através do gasto do governo.

De acordo com Wray (2003), o tributo tem a função de sustentar a demanda pela moeda do governo em função das obrigações tributárias, as quais exigem sua quitação na moeda estatal. O gasto do governo prescrito pelas finanças funcionais deve ser ajustado quando o gasto na economia é baixo, e a tributação quando o dispêndio é alto. Os tributos diminuem a demanda tirando moeda de circulação se a demanda agregada tender a ser maior que o produto. Se houver, então, escassez de gastos na economia o setor público é o agente que garante receita ao setor privado quando gasta. Pois, o déficit de um é o superávit do outro. O ajuste dos gastos determina o resultado desejado pelos formuladores de políticas, o qual deve visar o pleno emprego e a estabilidade dos preços. O mecanismo básico da contabilidade macroeconômica pode ser resumido quando

*The government IOUs, in turn, are accumulated by the private sector when the government spends more than it receives in the form of tax revenue. This is a government deficit, which is the flow of government spending less the flow of government tax revenue measured in the money of account over a given period (usually a year). This deficit accumulates to a stock of government debt – equal to the private sector’s accumulation of financial wealth over the same period (WRAY, 2015, p. 11).*

O termo “IOU” significa *I owe you* (algo como “Eu devo a você”), onde se reconhece a dívida e a promessa de pagamento das partes envolvidas. Pode ser uma dívida financeira ou obrigação a pagar, geralmente determinada numa unidade de conta. O governo pode ter recebido sua receita, mas gastou deficitariamente conforme a premissa da antecedência dos gastos governamentais e a relação que isso tem com a moeda. Ou seja, é a decisão de gastar de forma deficitária a causa da criação da renda.

A decisão das famílias em gastar menos para elevar a poupança, reduziria o consumo agregado e, a renda nacional. Consequentemente, as empresas reduziriam a produção e o desemprego se elevaria junto à queda da renda familiar. No exemplo, com dois setores o superávit das famílias é o déficit do governo. Também neste caso os déficits orçamentários do governo não são totalmente discricionários, ou seja, de que o governo poderia se esforçar para reduzir o seu déficit. Além disso, sua tentativa de forçar um superávit impactaria no setor privado (WRAY, 2015).

A MMT concentra a atenção no dispêndio de um governo que emite sua própria moeda doméstica. Além disso, destaca que os gastos públicos são feitos no mesmo dinheiro de conta. Essa configuração lhe proporciona grande espaço para executar suas políticas internas, o que é diferente quando opera com uma moeda estrangeira, isto é, caso em que estaria dependente da obtenção de uma moeda a qual não emite. Geralmente, a moeda externa é adquirida para as importações ou acúmulo de reservas estrangeiras. A ideia é que o governo soberano gasta em sua própria moeda, mas também exija dos contribuintes o pagamento das obrigações nessa mesma unidade (WRAY, 2015).

Atualmente, os bancos atuam como intermediários entre os contribuintes e o governo. Resumidamente, os bancos comerciais fazem pagamentos ao Tesouro através de contas que eles possuem no Banco Central – o banco do governo. O Tesouro não credita diretamente contas bancárias em bancos comerciais quando gasta, pois, estes não possuem conta no Tesouro. Por exemplo, os governos instruem seus bancos centrais a creditarem contas bancárias, isto é, a fazerem pagamentos por eles assim como debitar contas, quando impostos são pagos. Portanto, é necessária a apresentação da contabilidade envolvendo as operações bancárias, levando em conta que a população liquida suas obrigações tributárias através dos bancos, mas também que qualquer despesa do governo providencia a criação de depósitos.

### 3.4 As operações bancárias

A maior parte das operações financeiras passam por bancos, e elas estão representadas por registros eletrônicos, mas denominadas em moeda nacional soberana. Basicamente, há um crédito na conta de quem recebe e um débito na conta do pagador seja de salários, tributos, taxas etc. A política fiscal tem impacto direto na oferta de moeda, enquanto a política monetária consiste na acomodação requerida para atingir a taxa de juros alvo. Desde o começo, o governo não deve cobrar mais em impostos do que gastos, e seu dispêndio é o início do processo, ou *“Placing an onerous tax liability on the population creates a residual demand for money—the population must obtain HPM to pay taxes. The government then provides the money necessary to pay taxes when it spends.”* (WRAY, 2000, não p.). Portanto, o objetivo desta subseção é mostrar que o Tesouro não pode recolher tributos da economia antes de gastar.

Quando o governo gasta, o Tesouro emite um cheque (isto é, uma ordem de pagamento à vista, emitida neste caso pelo governo contra um banco, para que este pague uma determinada

quantia ao beneficiário) contra a sua conta no Banco Central que será cobrado em bancos. Se o governo quiser comprar bens do setor privado, o dinheiro envolvido na transação será depositado no sistema bancário e a conta do setor privado será creditada. O governo providencia a criação de depósitos, pois os seus gastos aumentam as reservas bancárias e isso pressiona a taxa de juros para baixo. Portanto, reservas bancárias são creditadas no momento do gasto, e debitadas quando são taxadas. De acordo com Wray (2003), crescem na mesma proporção as reservas bancárias quando o governo gasta. O governo cria moeda fiduciária e isso aparece como um crédito nas contas do público, e que ainda servirá de pagamento aos tributos a qualquer momento.

Existe a possibilidade do receptor do cheque sacar o dinheiro ou deixar o crédito em sua conta, sendo a última a forma mais comum. Neste caso, os bancos assumem uma dívida quando prometem converter seus passivos em algo: o desconto deste cheque se dará através de dinheiro em espécie ou depósito em conta. De modo que, a criação de um depósito à vista (que é uma derivação da moeda) representa um ativo na conta do depositante e um passivo do banco que deverá converter quando necessário. Naturalmente, as pessoas quitarão os impostos com o uso de suas contas bancárias.

Em resumo, inicialmente o dispêndio público é “financiado” pela emissão de moeda (fiduciária). Dali toma a forma de um cheque do Tesouro que será cobrado (ou depositado) num banco comercial privado. Dessa forma, os bancos terão suas reservas aumentadas compativelmente com o montante do gasto inicial. Tentaremos explicar a diante, mas os bancos mantêm uma quantidade pequena de moeda em seus cofres, e a principal razão é que a conservação é cara e manter reservas de moeda não lhes geram lucros. O excesso de reservas será drenado com a venda de títulos (WRAY, 2003, 2015).

Segundo Fullwiler (2008), os saldos de reservas são mantidos para a liquidação de pagamentos e atender aos requisitos de reservas. Dessa maneira, as reservas não “financiam” empréstimos e, requerer taxas de reservas bancárias não tem a ver com controle da oferta de moeda. Os bancos expandem a oferta de moeda endogenamente, de forma que concedem crédito e criam depósitos neste processo. Contudo, somente depois verificam o saldo das reservas. De outra forma, são os empréstimos que criam depósitos e os bancos podem aumentar a quantidade de moeda circulante através de empréstimos. Portanto, a capacidade de um banco conceder crédito e adquirir reservas para atender as exigências devem ser dissociados. Criação de um novo empréstimo não precisa de maiores “depósitos reserváveis”, caso contrário assume-se uma restrição ao comportamento dos bancos.

Preferencialmente, os empréstimos são a atividade que gera lucros aos bancos e que aparece como ativo, isto é, proporciona juros sobre as quantias emprestadas. No balanço de um banco credores e devedores são criados simultaneamente: os bancos fazem empréstimos adquirindo dívida de tomadores, obtendo lucro. Essa operação resulta num passivo bancário, usualmente um depósito à vista, enquanto para quem toma emprestado assume a forma de um ativo (moeda), o qual será quase imediatamente usado como meio de troca. As reservas representam depósitos no Banco Central. Por não gerar lucros, é desejável manter uma pequena parte das reservas. E ainda, a quantidade de reservas é muito pequena em relação aos depósitos (WRAY, 2000, 2003).

O impacto do gasto sobre o sistema financeiro conduz operações no Banco Central para manter a meta da taxa de juros. Os bancos comerciais mantêm alguma moeda em seus cofres, mas também possuem uma conta no Banco Central na qual encontram-se os depósitos de reservas. Para Fullwiler (2008), os bancos centrais como “fornecedores” monopolistas da quantidade de reservas agregadas devem promover o funcionamento do sistema de pagamentos. Os bancos não podem mudar a quantidade total do saldo de reservas em circulação devido ao método das partidas dobradas. As reservas totais mudam diante de alterações no balanço do próprio Banco Central,

*as a result of changes in claim on domestic banks, open market operations (to alter claims on governments or the outstanding quantity of central bank bills), or changes to other parts of its balance sheet (such as the government's account or foreign reserves). That is, while an individual bank can lend balances it deems are in excess of its desired holdings, in the aggregate such lending by banks simply shifts balances from bank to bank, but does nothing to alter the aggregate quantity. Similarly, an individual bank desiring more reserve balances can borrow in the interbank or other money markets, while such borrowing between banks again can only shift balances between banks and does not alter the aggregate quantity (FULLWILER, 2008, p. 7).*

As operações do Banco Central se destinam a apoiar o sistema financeiro, e se dispõe a realizá-las frequentemente para apoiar a meta de taxas de juros. Os bancos podem atuar no lado ativo ou no passivo para cobrir a perda de reservas, mas no agregado é o Banco Central que corrige os excessos ou deficiências de reservas. As reservas são o “dinheiro” usado para a liquidação interbancária e pagamentos ao Banco Central. Os Bancos Centrais fornecem o necessário aos bancos a algum preço, isto é, determina o preço das reservas e as fornece mais ou menos sob demanda para atingir sua meta, com objetivo de afastar os desvios sobre a meta

em função dos excessos ou deficiências de reservas. Portanto, não controlam a oferta de moeda (FULLWILER, 2008; WRAY, 2000).

Para Tcherneva (2002), a venda ou compra de títulos são feitas para proporcionar uma alternativa aos saldos de reservas não remunerados dos bancos. Destinam-se a suportar a taxa de juros e não o financiamento dos gastos do governo. Quando os gastos são maiores que os tributos, haverá um excesso de reservas no sistema. O banco pode emprestar essas reservas em excesso a outro banco na tentativa de ganhar juros, mas como todos os bancos possuem contas no Banco Central, este faz uma transferência das contas de um ao outro. Contudo, o sistema permanece com excesso de reservas no agregado. Os bancos podem tentar conceder empréstimos ao setor privado para tentar contornar a queda da taxa de juros, entretanto, não mudará o montante de moeda que os bancos possuem em reserva nos depósitos junto ao Banco Central. A operação de venda de títulos públicos serve para drenar esse excesso de reservas, isto é, proporcionar um ganho com juros sobre o montante. A conta do governo aparece como um passivo no balanço do Banco Central, portanto, quando gasta credita reservas nas contas de reservas dos bancos destinatários enquanto impostos debitam. O Tesouro e o Banco Central operam de forma interdependente,

*since in the presence of a fiscal deficit (surplus) either the Treasury or the central bank must sell (buy) bonds or otherwise drain (add) reserve balances in order to avoid the overnight target falling (rising) to the rate paid on reserve balances (penalty rate for borrowing reserve balances). For this reason, a number of researchers have argued that the operational purpose of government bond sales is 'interest rate maintenance' to aid the central bank's operations, not government finance (FULLWILER, 2008, p. 13).*

Quando um banco está deficiente em reservas buscará obter saldos de reservas pelo menor custo possível, ou irá recorrer ao Banco Central com multa. Na prática, recebem automaticamente um empréstimo do Banco Central, mas a uma penalidade pré-estabelecida. O banco não verifica ou busca continuamente saldos de reservas adicionais para conceder crédito. O preço que importa para o banco é o preço o qual poderá obter reservas de outros bancos ou do Banco Central (com penalidade), para que possa efetuar a liquidação final dos pagamentos do dia (FULLWILER, 2008). Portanto,

*[...] expanding its balance sheet (that is, creating additional outside money) creates a potential short position in reserve balances for the bank, which can affect the profitability of any loan it creates (at the initiation of a credit-worthy borrower), but does not affect the bank's ability to create the loan (FULLWILER, p. 5, 2008).*

O Banco Central está sempre monitorando a quantidade de reservas injetando-as para compensar quedas ou drenar para remover excessos (WRAY, 2003). A movimentação do nível reservas indica para o Banco Central a situação delas no sistema bancário. A maneira pela qual obtém as informações é pela flutuação da taxa *overnight*<sup>2</sup>. Como o Banco Central possui uma meta da taxa de juros, verifica a quantidade de reservas que os bancos depositam em sua conta. As reservas atendem à demanda típica do público pela retirada do dinheiro dos bancos, mas também servem para compensação entre bancos e com o Banco Central.

Os bancos recorrem ao mercado interbancário ao verificar, no final do dia, que seu saldo não atende ao montante exigido pelo governo. Nesse momento, bancos com reservas em excesso, farão empréstimos no mercado; quando deficitário, o banco tomará emprestado. Nestes casos, é o Banco Central que maneja a compensação entre bancos, os quais recebem ou emprestam reservas automaticamente. De acordo com Fullwiler (2008), as exigências por reservas no Banco Central dentre outros objetivos reduzem a probabilidade dos bancos encerrarem o dia em descoberto, o que diminui a instabilidade no sistema de pagamentos e aumentos indesejáveis na taxa interbancária à medida que evita-se a cobrança de descobertos.

Ao pagar tributos o público reduz sua disponibilidade de moeda fiduciária, fornecida inicialmente pelo Estado. Bancos deverão usar a moeda estatal para quitar o montante tributário devido ao governo. Normalmente, o público utiliza seus depósitos para quitar dívidas tributárias. Os bancos recorrem ao Banco Central que deve intervir para proporcionar as reservas requeridas, levando em conta que os bancos não podem satisfazer as exigências de reservas requeridas. De acordo com Wray (2003), o pagamento de tributos só é possível quando moedas ou reservas são injetadas, as quais representam o gasto governamental. Ainda, o mínimo praticado pelos governos é o déficit. Pela lógica macroeconômica definida no começo desta seção, todo déficit corresponde a um superávit. Portanto, a prática de um superávit pelo governo emissor de sua moeda e aplicador de tributos, força o setor privado a obter a moeda para quitar suas dívidas. O ponto central é que se as famílias possuírem menos receitas (ou

---

<sup>2</sup> Representa a média das operações diárias realizadas entre os bancos. As operações financeiras ao longo do dia pelos bancos podem culminar na necessidade de dinheiro para cobrir os empréstimos, financiamentos etc., e a alternativa é de recorrer aos bancos para cobrir o caixa e liquidar tais empréstimos no dia seguinte, momento em que novos empréstimos, créditos, seguros etc. serão realizados

renda) do que os tributos, elas vão recorrer aos seus estoques de moeda ou ativos. Sendo assim, reduzindo a sua riqueza financeira e poupança.

Para a Teoria Monetária Moderna, o desemprego é produto da escassez de oferta de moeda, traduzida nos gastos governamentais. Governos que decidem praticar superávit fiscal impõem sobre a população tributos acima do gasto (moeda). Portanto, é uma decisão que reduz a renda e poupança do setor privado. A moeda fiduciária é verticalmente ofertada pelo governo ao setor privado, e retorna através do pagamento de tributos. Então, “a diferença líquida entre estes dois fluxos verticais (dispêndio deficitário) leva à acumulação de reservas de moeda fiduciária (dinheiro nas mãos do público mais reservas bancárias). O governo pode também oferecer verticalmente a troca de títulos que rendem juros por caixa e reservas que não rendem juros.” (WRAY, 2003, p. 134).

### 3.5 Os balanços bancários

A Modern Monetary Theory explora as operações bancárias, e, portanto, faremos demonstrações que envolvem o setor privado, Banco Central e o Tesouro. Com base em Wray (2015), chama-se de balancete a seguinte estrutura que registra débitos e créditos das diferentes unidades da economia:

#### BALANCETE

ATIVO	PASSIVO
Ativos Financeiros (AF)	Passivos Financeiros (PF)
Ativos Reais (AR)	Patrimônio Líquido

Um balancete deve ser equilibrado:  $AF + AR = PF + PL$ , no qual o Patrimônio Líquido é a diferença entre ativo e passivo, mas também é responsável por garantir a igualdade. Os ativos financeiros são créditos financeiros reivindicados sobre outras unidades econômicas. Assim como os passivos financeiros são as obrigações a terceiros. Qualquer mudança nos componentes acima deve ser contrabalançada para manter o equilíbrio.

O fato da maioria das operações transitarem pelos bancos provoca alterações compensatórias nos balancetes. Por exemplo, a aquisição de um ativo real por uma família no valor de \$100 aumenta, ao mesmo tempo, o seu estoque de ativos reais (em \$100) e reduz a sua

conta bancária (em \$100) que caracteriza a contabilização de seus ativos financeiros. Podemos representar esta situação hipotética no seguinte balancete do setor privado:

#### BALANCETE FAMÍLIA

ATIVO	PASSIVO
$\Delta AF (-) \$ 100$	0
$\Delta AR (+) \$ 100$	

Note que a soma de ambos é zero.

Existe a possibilidade de a família obter um empréstimo para financiar uma parte do ativo real, e que o restante seja debitado dos seus ativos financeiros. Neste caso, uma operação aumentará o passivo financeiro em digamos, \$30:

#### BALANCETE FAMÍLIA

ATIVO	PASSIVO
$\Delta AF (-) \$ 70$	$\Delta PF (+) \$ 30$
$\Delta AR (+) \$ 100$	

O saldo em ambos os lados é positivo e igual \$ 30. Mas, como ainda estamos lidando com uma operação sem outros intermediários, nada tem a nos dizer. Para obter o ativo real acima, ocorre uma operação entre a família e um vendedor. Portanto, se mantivermos a suposição do financiamento, este último perderá o ativo real verificado em seu balancete. Certamente, o empréstimo foi adquirido num banco, o qual terá \$ 30 de crédito sobre as famílias, as quais usarão seu depósito na conta de AF para pagar o vendedor.

#### BALANCETE VENDEDOR

ATIVO	PASSIVO
$\Delta AF (+) \$ 70 (+) \$ 30$	0
$\Delta AR (1) \$ 100$	

Como a situação envolve um intermediário bancário, o seu saldo ficará da seguinte forma:

## BALANCETE BANCO

ATIVO	PASSIVO
$\Delta AF (+) \$ 30$	$\Delta PF (+) \$ 30$

Do lado ativo do banco estão os \$ 30 mantidos como empréstimo à família, e o seu passivo aumenta também em \$ 30. É possível consolidar a operação de aquisição de um ativo real, apresentando o seguinte balancete do setor privado:

## BALANCETE CONSOLIDADO DO SETOR PRIVADO

ATIVO	PASSIVO
<b>1)</b> $\Delta AF (-) \$ 70 (+) \$ 100$	<b>4)</b> $\Delta PL (+) \$ 30$
<b>2)</b> $\Delta AR (+) \$ 100 (-) \$ 100$	<b>5)</b> $\Delta PL (+) \$ 30$
<b>3)</b> $\Delta AF (+) \$ 30$	

A numeração acima serve para detalhar as seguintes operações não sequenciais: 1)  $(-) \$ 70$  é valor debitado da conta de ativos financeiros do setor privado para a compra do ativo real, e o  $(+) \$ 100$  é o valor integral que o vendedor recebe com a venda do ativo real advindo em partes do banco e da família; 2) os  $(+) \$ 100$  é o carro adquirido que entra positivo no balanço do setor privado, e ao mesmo tempo que ocorre tal transferência ele é “debitado” em  $(-) \$ 100$  da conta do vendedor; em (3), está o ativo financeiro do banco contra o tomador de empréstimo. Do lado passivo temos em: (4) o passivo do banco – conta bancária – aumenta em  $(+) \$ 30$  e, em (5) o empréstimo da família também aumenta em  $(+) \$ 30$ . Resumidamente, o cenário é esse:

## BALANCETE CONSOLIDADO DO SETOR PRIVADO

ATIVO	PASSIVO
$\Delta AF (+) \$ 30$	$\Delta PL (+) \$ 30$
$\Delta AF (+) \$ 30$	$\Delta PL (+) \$ 30$

Do lado ativo, cada registro representa, respectivamente, a conta bancária e o empréstimo do carro. Do lado passivo, está a conta bancária e o empréstimo para a aquisição do carro.

Ao introduzir o governo e supondo que também adquira um ativo real, mas através da emissão de moeda. Neste caso, temos

#### BALANCETE GOVERNO

ATIVO	PASSIVO
$\Delta AR (+) \$ 100$	$\Delta PL (+) \$ 100$

O aumento de \$ 100 em ambos os lados do balancete, no qual o ativo real é transferido ao governo, enquanto o passivo é aumentado pelo montante de moeda emitida. Quanto ao vendedor,

#### BALANCETE VENDEDOR

ATIVO	PASSIVO
$\Delta AF (+) \$ 100$	0
$\Delta AR (-) \$ 100$	

Ele recebe a moeda do governo em \$ 100 como ativo financeiro da venda do carro. Portanto, acumula um crédito financeiro contra o governo. Por outro lado, seu ativo real é reduzido em função da transferência. Novamente, podemos consolidar tais operações:

#### BALANCETE CONSOLIDADO ECONOMIA DOMÉSTICA

ATIVO	PASSIVO
<b>1)</b> $\Delta AF (+) \$ 100$	<b>3)</b> $\Delta PL (+) \$ 100$
<b>2)</b> $\Delta AR (+) \$ 100 (-) \$ 100$	

Do lado ativo, estão os \$ 100 recebidos do governo pelo governo e que entram no registro de AF; o ativo real é transferido do vendedor para a conta do governo. Por outro lado, o gasto do governo em moeda de \$ 100 aumenta o passivo do governo. No exemplo acima, uma operação importante é revelada: balanço financeiro do setor privado é positivo (ao obter a moeda do governo) e o saldo governamental é negativo (no sentido de aumentar o passivo no montante de moeda emitida). O vendedor recebe um direito contra o governo ao transferir o ativo real.

Ainda que simplificadas, as contas registradas nos balanços dos bancos podem ampliar a compreensão do impacto do gasto governamental. Portanto,

## BALANCETE BANCO

ATIVO	PASSIVO
Antecipações (empréstimos)	Contas Correntes
Títulos	Contas de Poupança
Reservas	Outros passivos
Outros ativos	Patrimônio Líquido

Ou melhor, o dinheiro está nas contas corrente e de poupança e representam a dívida do banco, isto é, o banco promete converter os depósitos que estão ali em dinheiro (moeda) à vista. Portanto, é o seu passivo. Supondo o seguinte balancete de um banco X:

## BALANCETE BANCO X

ATIVO	PASSIVO
AR \$ 200	PL \$ 200

E, então, é solicitado um empréstimo que irá gerar alterações nos registros abaixo:

## BALANCETE BANCO X

ATIVO	PASSIVO
AR \$ 200	Conta Corrente \$ 200
AF \$ 200	PL \$ 200

O banco criou \$ 200 fazendo o depósito em conta corrente (CC) do tomador de empréstimo, o qual promete pagar a quantia devida. Normalmente, os bancos realizam tais operações de forma eletrônica, sem a emissão de suas próprias notas visto que apenas o Banco Central está autorizado. Portanto, são apenas registros que estão incluídos na promessa de conversão quando desejado. O sistema de reserva fracionária permite a operação, pois, o banco não precisou ter a quantidade para fazer o empréstimo.

Vejamos agora o que acontece quando o tomador de empréstimo usa o saldo em sua conta corrente (banco X) para adquirir um bem de um vendedor, o qual possui conta em outro banco (banco Y). Cada balancete é apresentado separadamente:

## BALANCETE BANCO X

$\Delta$ ATIVO	$\Delta$ PASSIVO
	Conta Corrente ( - ) \$ 200
	Reserva devido ao Banco Y ( + ) \$ 200

## BALANCETE BANCO Y

$\Delta$ ATIVO	$\Delta$ PASSIVO
Crédito em Reservas ( + ) \$ 200	Conta Corrente Vendedor ( + ) \$ 200

Da situação acima, o banco X deve \$ 200 de reservas ao Banco Y, das quais ele não possui. A maneira mais comum é obtê-las emprestando do Banco Central (BC), monopolista da oferta de reservas.

## BALANCETE BANCO X

$\Delta$ ATIVO	$\Delta$ PASSIVO
Reservas ( + ) \$ 200	Reserva devida ao BC ( + ) \$ 200

## BALANCETE BANCO CENTRAL

$\Delta$ ATIVO	$\Delta$ PASSIVO
Reservas emprestadas ( + ) \$ 200	Reservas ( + ) \$ 200

Assim, o banco X está com as reservas necessárias para liquidar sua dívida.

## BALANCETE BANCO X

$\Delta$ ATIVO	$\Delta$ PASSIVO
Reservas ( - ) \$ 200	Reservas devidas ( - ) \$ 200

## BALANCETE BANCO Y

$\Delta$ ATIVO	$\Delta$ PASSIVO
Crédito sobre o Banco A ( - ) \$ 200	
Reservas ( + ) \$ 200	

Portanto, os balanços finais são os seguintes:

## BALANCETE BANCO X

ATIVO	PASSIVO
Empréstimo \$ 200	Débito com o BC \$ 200
AR \$ 200	PL \$ 200

## BALANCETE BANCO Y

ATIVO	PASSIVO
Reservas \$ 200	CC Vendedor \$ 200

## BALANCETE BANCO CENTRAL

ATIVO	PASSIVO
Empréstimo Reservas ( + ) \$ 200	Reservas \$ 200

A coordenação entre o Banco Central e o Tesouro pode ser visualizada quando o governo gasta, na qual podemos ver quatro deslocamentos básicos:

Beneficiário: + crédito depósito à vista;

Bancos: + reservas creditadas; + depósito à vista devido (conversão);

Governo: + reservas devidas.

Simultâneo ao gasto está a criação de ativos financeiros líquidos para o setor privado na forma de reservas. Das quatro entradas acima, temos um crédito na conta de quem é beneficiado com o gasto; crédito na conta de reserva de um banco no Banco Central. Caso fosse uma operação de tributação, haveria um débito na conta corrente e de reservas. Por simplificação, é

consolidada as contas do Tesouro e do Banco Central como “conta do governo”. Os dois agentes adotam procedimentos específicos restritos a: Tesouro mantém uma conta de depósito no Banco Central e recorre a ela para gastar; e, o Banco Central não compra títulos diretamente do Tesouro e, também não empresta ao Tesouro (isso aumentaria o depósito do Tesouro no Banco Central) (WRAY, 2015).

Primeiro, verificaremos o resultado quando o governo executa um orçamento equilibrado ao impor uma dívida tributária e realizar a compra de um ativo real do setor privado. Inicialmente, o balancete governamental é dado por:

#### BALANCETE GOVERNO

ATIVO	PASSIVO
AR ( + )	Reservas ( + )
Obrigação Tributária ( + )	Patrimônio Líquido ( + )

Novamente, o gasto governamental de forma simultânea, credita as reservas e os depósitos à vista dos bancos, conforme verificamos no balanço do banco X abaixo:

#### BALANCETE BANCO X

ATIVO	PASSIVO
Reservas ( + )	Depósito à vista ( + )

O depósito à vista é seu passivo pela promessa de conversão. Quanto ao vendedor, o seu ativo real é debitado e transferido ao governo.

#### BALANCETE VENDEDOR

ATIVO	PASSIVO
AR ( - )	Obrigação Tributária ( + )
Depósito à vista ( + )	Patrimônio Líquido ( - )

Observa-se, então, do lado passivo o aumento das obrigações tributárias e do lado ativo, um aumento dos recursos em depósito à vista. Os impostos aparecem do lado ativo do governo, visto que representam transferências de recursos contra os contribuintes. Como podemos verificar nas seguintes operações,

## BALANCETE GOVERNO

ATIVO	PASSIVO
Obrigação Tributária ( - )	Reservas ( - )

O imposto é pago debitando o depósito do contribuinte, mas também corresponde a um débito nas reservas bancárias.

## BALANCETE BANCO X

ATIVO	PASSIVO
Reservas ( - )	Depósito à vista ( - )

O banco é intermediário no pagamento da dívida do contribuinte ao governo. Isto é, converte seus depósitos à vista em obrigações ao governo e paga os impostos para os contribuintes ao governo usando as reservas, e assim, aumenta o depósito do Tesouro.

## BALANCETE VENDEDOR

ATIVO	PASSIVO
Depósito à vista ( - )	Obrigação Tributária ( - )

O vendedor diminui os seus depósitos à vista e suas obrigações tributárias. Neste caso, elimina-se a dívida. O passivo fiscal reduz o Patrimônio Líquido do vendedor, e aumenta o do governo.

## BALANCETE GOVERNO

ATIVO	PASSIVO
AR ( + )	PL ( + )

## BALANCETE VENDEDOR

ATIVO	PASSIVO
AR ( - )	PL ( - )

Essa, portanto, é uma operação de orçamento equilibrado: reduz-se o Patrimônio Líquido do setor privado. O governo gasta, mas tributa ao mesmo tempo. O resultado é diferente numa posição deficitária: aquela em que o governo fornece mais recursos do que os que são retirados do público. O setor governamental comprará um ativo real de um vendedor, mas em contrapartida, nenhum imposto adicional será aplicado. A seguir, detalhes de cada operação.

#### BALANCETE GOVERNO

ATIVO	PASSIVO
AR (+)	Reservas (+)

O governo gasta emitindo moeda na aquisição de um ativo real e ao mesmo tempo as reservas se elevam. No banco privado e com o vendedor, o cenário:

#### BALANCETE BANCO PRIVADO

ATIVO	PASSIVO
Reservas (+)	Depósito à vista (+)

#### BALANCETE VENDEDOR

ATIVO	PASSIVO
AR (-)	
Depósito à vista (+)	

O ativo real fornecido pelo setor privado é transferido ao governo. Crescem as reservas no setor privado: o vendedor tem um crédito à vista igual ao passivo financeiro governamental – reservas. Reservas em excesso não são lucrativas e é fornecida uma alternativa que rende juros dos quais a moeda fiduciária não oferece: venda de títulos. Tal operação faz parte da política monetária para o governo atingir a sua meta de *overnight*.

As operações de venda de títulos seguirão assim:

## BALANCETE GOVERNO

ATIVO	PASSIVO
	Reservas ( - )
	Títulos ( + )

## BALANCETE BANCO PRIVADO

ATIVO	PASSIVO
Reservas ( - )	
Títulos ( + )	

Os títulos entram no lado ativo dos bancos, assim como caem as reservas. Segue que,

## BALANCETE GOVERNO

ATIVO	PASSIVO
AR ( + )	Títulos ( + )

## BANCO PRIVADO

ATIVO	PASSIVO
Títulos ( + )	Depósito à vista ( + )

## VENDEDOR

ATIVO	PASSIVO
AR ( - )	
Depósito à vista ( + )	

A riqueza do setor privado neste caso é convertida de um ativo real para um ativo financeiro – reivindicação sobre o governo. Os ativos financeiros agora são títulos do Tesouro ao invés de reservas que não rendem juros. Portanto, o governo gasta antes e fornece a moeda para o público quitar suas dívidas. Podemos resumir os procedimentos anteriores no seguinte resultado:

*Government deficit spending adds to the bank deposits of the recipient. Initially, bank reserves are created, but excess reserves are (normally) exchanged for Treasuries. Net financial assets held in the private sector are increased by the amount of the deficit (bank deposits held are equal to bank deposits owed by banks, so the net financial assets are equal to the Treasuries held by banks, plus any additional reserves or cash retained) (WRAY, 2015, p. 101).*

### 3.6 Déficits orçamentários soberanos e a MMT

A base macroeconômica de que todo gasto gera renda foi visualizada no aspecto financeiro: o governo ao emitir moeda através de seu gasto lança um crédito nas contas bancárias; ação que também significa crédito nas reservas dos bancos na conta do Banco Central. O excedente do setor privado (poupança) em relação ao governo se dá como crédito em contas bancárias.

Com o excesso de reservas, o mercado interbancário pode tentar resolver tal posição ofertando de reservas. Os bancos desejarão se livrar das reservas que estão em níveis maiores do que o desejado, aumentando os empréstimos de reservas no mercado interbancário. Mas, caso o mercado como um todo esteja nessa posição, empréstimos serão ofertados com juros cada vez menores. Portanto, irá pressionar para baixo a taxa de juros alvo do Banco Central para os fundos *overnight*. A demanda por reservas é inelástica aos juros, e, portanto, uma ação exigirá do Banco Central a remoção do excesso. Ele opera vendendo seu estoque de títulos do Tesouro – operação de mercado aberto. Neste caso, os passivos (reservas) do Banco Central são debitados e as reservas do banco comprador de títulos também são debitadas. Finalmente, o Banco Central diminui sua posse de *Treasuries*, ao mesmo tempo que o banco comprador aumento a seu lado ativo. O banco possui agora uma participação em títulos do Tesouro advinda da substituição das reservas em excesso. O banco obterá juros sobre tais títulos, reivindicados contra o Tesouro e não mais reservas, antes reivindicadas contra o Banco Central.

A posição deficitária gera a renda do setor privado justamente porque o governo creditou mais contas do que debitou com tributos. Forneceu mais moeda ao público do que a cobrança de impostos. Se a poupança significa o excedente do setor privado, ela não pode ter surgido sem que antes outro agente tenha gasto em quantidade superior. A MMT afasta a ideia de que o governo deva, primeiro, tirar do setor não governamental para tomar empréstimo de suas economias, para então gastar. É questionável como o setor privado tenha obtido a moeda sem que o emissor da mesma a tenha colocado em circulação. O conceito é o gasto em primeiro lugar através de créditos em contas bancárias, conforme explicamos anteriormente.

A MMT desafia as afirmações de que o déficit governamental precisa estar sob controle, mas isso não significa um gasto sem “restrições” ou “condições”. Uma destas é a condição do orçamento equilibrado, a qual receitas fiscais correspondem exatamente aos gastos num determinado período. Segundo a MMT, numa doutrina equilibrada toda a moeda ofertada através dos gastos públicos, significaria sua devolução quando impostos são pagos, não contribuindo para criação de renda. A razão é simples: déficits criam superávits e não há razões para o governo manter uma posição superavitária. Existem mecanismos aos quais o governo poderia utilizar para empregar milhões de trabalhadores e fazer a renda crescer. Financiamentos restritos não podem ser um deles.

Portanto, esse capítulo contribuiu para a explicação do efeito que o *time lag* exerce sobre o multiplicador de Haavelmo. Em suma, só é possível que o governo gaste antes a sua moeda para o setor privado pagar tributos. Os tributos não “financiam” gastos governamentais. Tributar antes impõe ao setor privado endividamento que Haavelmo não considera, pois não verifica as questões monetárias – por exemplo, de como o dinheiro chega nas mãos do público para o pagamento de tributos. Com déficit no início do processo, o resultado que Haavelmo previa é alcançado ao longo do processo, isto é, o governo equilibraria seu orçamento ao arrecadar o montante de acordo com o que gastou inicialmente. Essa sequência arrecada-gasta ou gasta-arrecada afeta a taxa de crescimento de longo prazo da economia. Portanto, a partir dessa visão, apresentamos no próximo capítulo uma nova interpretação para o processo de desaceleração da economia brasileira iniciado a partir de 2011.

### 3 O CASO BRASILEIRO

#### 3.1 Metodologia

A fim de analisar o caso brasileiro, partimos de uma revisão da literatura para nos fornecer os elementos e aspectos já abordados para a recente crise brasileira. Por conseguinte, o objetivo foi identificar e apontar as lacunas existentes. Em seguida, fizemos uma revisão histórica para recuperar a evolução da política fiscal nos governos Lula I (2003-2006), Lula II (2007-2010) e, por fim, Dilma (2011-2016). O foco recai em explicar os fatores determinantes e as implicações das mudanças em cada governo. A principal fonte de dados históricos advém das publicações estatísticas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), além do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEAdata) e as séries históricas da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

No caso das estatísticas governamentais, a fonte é a série de publicações do IBGE, na qual encontram-se as Estatísticas de Finanças Públicas e Conta Intermediária de Governo. Para os dados das metas e resultados primários, foram consultados os seguintes documentos: Leis de Diretrizes Orçamentárias de 2002 a 2017 e seus anexos de metas fiscais e os Relatórios de Cumprimento das Metas Fiscais do Tesouro Nacional. Os dados dos investimentos públicos foram obtidos por fonte secundária, principalmente da Instituição Fiscal Independente (IFI). Para as estatísticas das famílias e indicadores de preço usou-se o IPEAdata, e os dados abertos da STN para os indicadores de crédito.

A metodologia preocupou-se com técnicas de deflacionamento de séries e uso de números índices, com o objetivo de eliminar os efeitos da desvalorização da moeda e demonstrar tendências a partir de determinado ano-base. Portanto, calculou-se série de valores reais, ainda que se justifique o uso de valor nominal num caso específico (ver gráfico 19).

#### 3.2 O caso brasileiro

Agora que examinamos o orçamento equilibrado em teoria, o nosso objetivo é analisar a política fiscal adotada na economia brasileira nos anos recentes para dar uma explicação de seu papel na desaceleração que iniciou em 2011 e se transformou em recessão profunda a partir de 2015.

A crise brasileira tem sido campo de debate de várias vertentes teóricas. A visão convencional, que considera a crise como resultado de uma “gastança” governamental, é a mais difundida e está num extremo oposto a apresentada neste trabalho. Uma segunda vertente considera que a crise brasileira decorre de um excesso de endividamento do setor privado e consequente desalavancagem. A primeira versão carece de base pois se tivéssemos tido, no período recessivo, um aumento do gasto público, certamente não teríamos tido a recessão. Da mesma forma, se tivesse havido crescimento excessivo dos gastos no período de prosperidade, teríamos de ter observado um processo inflacionário. Já a explicação da alavancagem aponta para um fenômeno que realmente aconteceu a partir da crise aberta de 2015. Entretanto, ela negligencia os fatores da política macroeconômica (especialmente a fiscal) que explicam a necessidade da desalavancagem pelas firmas e famílias.

Contrapomos estas duas visões explicando a crise Brasileira como resultado necessário da redução dos gastos públicos e consequente aumento do endividamento do setor privado até o ponto que o setor privado passa a desalavancar. Entretanto, o ponto apresentado aqui se diferencia das visões discutidas no sentido de trazermos a hierarquia dos gastos públicos em primeiro lugar, o que consequentemente levou à redução do gasto privado (consumo e investimento). Assim sendo, começaremos pelas interpretações para a crise brasileira. Depois, seguiremos com a exposição das políticas econômicas dos governos adotadas reunindo dados reais da economia brasileira no governo Lula e Dilma. Finalmente, a nossa contribuição de como a crise brasileira pode ter sido originada levando em consideração a política fiscal equilibrada e suas implicações.

### 3.3 As interpretações da crise brasileira

Felipe Rezende (2016) aborda a crise brasileira a partir da teoria de Minsky, que trata dos agentes adquirirem ativos através da emissão de dívidas, isto é, o acúmulo de dívidas é o ponto central uma vez que períodos de crescimento levam a uma maior propensão ao risco, redução das margens de segurança etc., e, portanto, aumenta a fragilidade e expõe a economia a uma possível crise. De forma resumida, os investimentos são financiados por fontes internas e externas, e a estrutura de passivos deflagra forças desestabilizadoras. Os agentes lidam com os riscos de juros, crédito e liquidez, além dos aumentos inesperados nos encargos que comprometem receitas.

Há uma crescente fragilidade financeira no setor privado da economia brasileira evidenciada por um período de forte endividamento das famílias e empresas entre 2005 e 2015. Antes da crise financeira global em 2008, bancos públicos e privados ampliavam seus empréstimos. O montante da dívida em moeda estrangeira e a excessiva dependência de financiamento externo também foram significativos. Do lado externo, a demanda potencial americana transformou o comércio como o motor do crescimento e os países se voltaram para políticas de exportações. Na fase de 2002 a 2006, o saldo dos três setores era composto de um setor privado doméstico em excedente, um déficit fiscal e, um saldo positivo em conta corrente. Entretanto, após a Grande Recessão a mudança nas condições externas, junto à desaceleração chinesa e a desalavancagem do setor privado americano exigiam uma mudança de estratégia. No caso, a ausência de demanda externa “robusta” exigia estratégia em direção ao mercado interno (REZENDE, 2016).

De acordo com Rezende (2016), o impacto da crise foi substancial sobre, por exemplo, o saldo em conta corrente brasileiro que passou de um superávit de 1,25% do PIB no ano de 2006 para um déficit de 3,6% em 2013. Desde 2007, exceto 2009 em função das políticas anticíclicas, as empresas e famílias têm apresentado grandes déficits, o que contribuiu para o aumento do seu endividamento, que saiu cerca de 35% do PIB em dezembro de 2005 para 75% do PIB em junho de 2015 (Rezende, 2016a). Em 2011, a rentabilidade das empresas (em destaque, das indústrias) caiu e comprometeu a acumulação de lucros e o retorno esperado sobre os investimentos. A rentabilidade caiu por conta da queda dos lucros agregados, elevação das despesas financeiras (elevação de taxa de juros doméstica e a necessidade pagar as dívidas) e a forte desvalorização cambial. Dessa forma, comprometia-se a expectativa de ganho futuro e as decisões de investir. Combinou-se o déficit em conta corrente e o excesso de endividamento do setor privado, agravados pela expansão do crédito e a dívida em moeda estrangeira responsável pelas remessas ao exterior.

Durante o governo Dilma, a política econômica foi conduzida para tentar recuperar os investimentos. O governo acreditou que reduzir o custo do capital seria incentivo suficiente para retomar os investimentos privados e junto vieram políticas públicas com o objetivo de diminuir custos de aquisição do capital. Como exposto anteriormente, a queda da expectativa de geração de fundos (preço de demanda) foi acentuada e a resposta apropriada do governo deveria ter estimulado o preço da demanda. Em resumo,

*While the conventional argument has pointed to falling commodity prices and fiscal expansion as the cause of Brazil's 2014-15 recession (Bresser 2015), it was the failure to sustain aggregate profits and expected future profitability along with declining cushions of safety that has sharply reduced the return on assets, which pushed the demand price of capital below the supply price, thus reducing investment (REZENDE, 2016, não p.).*

Portanto, tal política falhou em impedir a queda dos investimentos visto que os empresários não tinham expectativas de crescimento de retorno (REZENDE, 2016).

Mello e Rossi (2018) também avaliam as falhas das políticas adotadas, especificamente no governo Dilma, período que buscam explicar a grande recessão brasileira a partir da condução da política macroeconômica do período Dilma, dividida pelos autores em duas fases: a primeira voltou-se para políticas de oferta baseada numa agenda industrialista para estimular o setor privado; e o segundo mandato, caracterizado pela austeridade. Os pontos são: o fracasso da primeira e a adoção da austeridade, e esta como uma das principais fontes da crise atual. Em 2012, a política fiscal do período industrialista direcionou os gastos para subsídios e desonerações. Os autores acreditam que a partir desta nova composição do gasto público, favorecendo desonerações em detrimento dos investimentos públicos comprometeu o potencial da política fiscal. E a partir de 2013 fala-se em fracasso de tal estratégia, dada sua incapacidade de reverter a trajetória descendente dos investimentos.

A segunda fase concomitante ao segundo governo caracterizou-se por medidas restritivas na área fiscal, monetária, cambial e creditícia. O ministro Joaquim Levy pretendia levar a economia ao equilíbrio, em que a recuperação das contas públicas seria a prioridade, e para isso cortes orçamentários e a redução do papel do Estado seriam os instrumentos. O discurso de excesso de intervencionismo, levou à redução do ritmo de crescimento dos gastos públicos em 2015, embora, como veremos, já houvesse queda desde 2011. O resultado foi a queda das receitas públicas e a elevação do déficit nominal, os quais dispararam a dívida bruta. O governo adotou a tese da desaceleração advinda do agravamento dos indicadores fiscais, e, portanto, seguiu com medidas que buscavam adequar seus gastos às suas receitas. Entretanto, perseguir uma política de austeridade, em meio a queda do crescimento transformou uma desaceleração em recessão a partir de 2015 (MELLO; ROSSI, 2015).

Embora Mello e Rossi digam isso, a questão que fica sem explicação é como o governo poderia fazer algo diferente se suas receitas estavam caindo? As medidas do governo estavam

de pleno acordo com a perspectiva de arrecada para gastar, a qual ainda informa a argumentação de Mello e Rossi no sentido de promover um aumento das receitas.

Dweck e Teixeira (2018) acreditam que outros aspectos devam ser incorporados além da política fiscal ou mesmo a macroeconômica, na explicação da crise de 2015. Aponta-se para os elementos políticos que foram fundamentais para a perda de sustentação política do governo Dilma, e que encaminharam a doutrina das finanças públicas sadias e o nível de emprego dependente do estado de confiança. Entretanto, concordam que a composição dos instrumentos fiscais serve como fator explicativo da desaceleração citando a política dos subsídios e os menores investimentos, e os realizados em projetos de baixo multiplicador como o Minha Casa, Minha Vida e o Fundo de Arrendamento Residencial. Apresenta-se também o debate nacional sobre a condução da política fiscal e a explicação para a recessão de 2015, partindo das duas visões antagônicas predominantes. A primeira acredita num excesso de gastos públicos que deterioraram a situação fiscal e conduziram ao aumento da dívida pública; já a segunda visão aponta para a permissividade do governo Dilma aos ideais ortodoxos, os quais restringiram a ampliação dos investimentos considerados potencializadores do crescimento.

A avaliação da desaceleração do crescimento econômico em 2011-2014 na visão de Serrano e Summa (2015), é vista como consequência de medidas consideradas desnecessárias. No período de 2004-2010 o governo, gradualmente, gerou crescimento com expansão do mercado doméstico. Entretanto, a partir de 2011 altera-se este ritmo com a mudança da política macroeconômica. Há, portanto, uma quebra na expansão do consumo das famílias (advindas do crédito, emprego, aumento do salário real etc.) e no menor crescimento do mercado interno resultante. O papel da nova orientação macroeconômica colapsou o crescimento do investimento ao reorientar a política fiscal para estímulos ao setor privado, como juros reduzidos para investimentos, incentivos fiscais e desvalorização cambial. Entretanto, tais medidas tiveram pouco efeito positivo sobre a demanda agregada, mas grande efeito sobre as margens de lucro.

Para Gentil e Hermann (2017), a política fiscal apenas aparentemente expansionista do governo Dilma (2011-2014) colaborou para a desaceleração econômica, caracterizando-a como a de uma postura conservadora. A menor taxa de crescimento, a desaceleração do investimento privado e do consumo das famílias e a difícil concorrência industrial são alguns dos fatores indicados no processo da crise. Especificamente no âmbito governamental, as autoras apontam a falta de uma política fiscal anticíclica mais ativa com presença dos investimentos públicos. As autoras indicam para a desaceleração do consumo das famílias em função da política fiscal

de Dilma, visto que o período Lula avançou em políticas creditícias e sociais, e, no governo seguinte o comprometimento das famílias com o endividamento explica a tendência advinda da política fiscal com menor escala em transferências e investimento público. Novamente, com as desonerações as empresas não reagiram, dentre outros motivos estavam:

[...] expectativas de continuidade da tendência de contração da demanda externa, à contínua perda de competitividade da produção nacional, à desaceleração do consumo das famílias, às limitações dos investimentos públicos em infraestrutura produtiva, à alta das tarifas de serviços públicos e às instabilidades na taxa de câmbio e juros. Essas influências negativas sobre as estimativas de rentabilidade do investimento privado parecem ter predominado e não poderiam ser compensadas com desonerações tributárias e com o investimento público em desaceleração (GENTIL; HERMANN, 2017, p. 813).

A maior parte das visões presentes apontam para a desaceleração do ritmo de gastos públicos, mas não apontam para a motivação principal do governo: a redução dos gastos públicos na tentativa de equilibrar o orçamento, impactou diretamente sobre o setor privado. Concordamos com Rezende (2016) na alavancagem do setor privado durante o período de crescimento. Gentil e Hermann (2017) e Sicsú (2018) adiante, apontam para o endividamento, em que a expansão dos gastos possibilitou o crescimento do crédito, e, então, ocorreu o corte orçamentário como destacado por Serrano e Summa(2015). Como também apontado por Orair (2016), alterou-se a composição do gasto, o qual no governo Lula (2006 a 2010) voltou-se para investimentos, e no período de 2011-2014 foi marcado por um crescimento de subsídios e desonerações, estratégia apontada pelo autor como contribuinte ao fracasso na retomada do crescimento. A política do governo Lula ao facilitar a expansão do consumo e investimento contribuiu para o maior crescimento da economia. A estabilidade e o progresso alteraram a dinâmica interna apontada por Rezende, ainda que a aquisição de ativos tenha sido através de emissão de dívidas. A ideia era que à medida que a economia prosseguia com expansão do crédito, a economia se tornava mais instável. A mesma expansão do crédito, advinda de uma política fiscal expansionista (inflexão), aumentava os investimentos visto que os empresários possuíam expectativas de venda futura.

Apesar de Rezende identificar o problema, a origem do endividamento do setor privado não é explicada. A lacuna nos dá pistas que se encaixam no corpo teórico apresentado visualizando o problema de forma hierárquica, no qual o governo Dilma diminuiu os gastos buscando cumprir um orçamento equilibrado, o qual resulta no longo prazo em redução do

crescimento econômico. Dito de outro modo, a sequência que identificamos entre arrecada-gasta ou gasta-arrecada nos capítulos teóricos anteriores, afetam a taxa de crescimento de longo prazo da economia. Com reduções dos gastos públicos, ainda que mantida alta propensão a gastar dos impostos (de 1 ou mesmo maior do que 1), reduz a geração de fluxo de caixa do setor privado e torna mais difícil cumprir os compromissos assumidos durante o *boom*. A política de Dilma apontada pela literatura como conservadora (Gentil, Hermann, 2017), reverte a direção da política fiscal, com corte de gastos e menor incentivo a quem tinha elevada propensão à consumir. As empresas viram a queda dos seus lucros e deixaram de investir. Neste processo, os gastos do governo são vistos como a injeção de instrumentos monetários no setor privado, o que lhes fornece dinheiro para pagamento de impostos e geração de poupança. Entretanto, o resultado necessário da prática macroeconômica do governo Dilma levou à recessão.

### 3.4 Políticas econômicas do período

As discussões que apresentamos até aqui são insuficientes para explicar a crise brasileira por a) ou adotarem uma visão totalmente convencional apoiada na ideia de que a crise se deveu à ganância do governo (Dilma I), ou b) por adotarem uma visão semi-convencional de que a crise fez reduzir as receitas públicas, o que teria levado à queda de seus investimentos, e, em seguida, a redução dos investimentos em geral, seja porque as firmas estariam exageradamente endividadas (Rezende) seja porque a confiança havia diminuído. O objetivo desta subseção é verificar qual foi o percurso fiscal adotado pelos governos Lula e Dilma, buscando mostrar que a tentativa de caminhar para um orçamento equilibrado com fortes reduções do crescimento dos gastos públicos já no primeiro governo Dilma, é que gerou as condições que resultaram no sofrível desempenho da economia até se chegar ao quadro recessivo a partir de 2015. Começaremos pela exposição da atuação do governo Lula na área econômica – especificamente no âmbito fiscal – durante seus dois mandatos. Posteriormente, apresenta-se a condução fiscal do governo Dilma (2011 – 2015).

#### 3.4.1 Lula I – 2003 – 2006

O primeiro mandato de Lula é aparentemente marcado por uma política fiscal de redução de gastos, ainda que com algumas mudanças na priorização de políticas sociais. Havia

uma limitada liberdade para fazer a expansão dos investimentos públicos, e o governo decidiu fortalecer a massa salarial com emprego, salário mínimo real valorizado, ampliação do crédito e controle da inflação. A caracterização do seu governo é, ainda, rotulada como a “era do consumo”, mas segundo Sicsú (2019), essa é uma definição imprecisa e marcada por visões que costumam tratar o gasto de consumo como inferior, e que o melhor mesmo teria sido a poupança, mas para o autor, “demonizar” o consumo é desestimular o conjunto da atividade econômica.

Morais e Saad-Filho (2011), reúnem o debate envolvendo as políticas macroeconômicas do governo, muitas vezes caracterizadas pelos críticos como políticas neoliberais continuadas por Lula. Entretanto, havia consenso em torno das insuficiências das políticas neoliberais e suas consequências adversas, observadas pelo crescimento baixo do PIB. Para Pochmann (2011), a relativa aproximação de Lula ao modelo implementado no governo anterior não implicou a difusão do pensamento neoliberal. Isso se deu através da retomada do projeto nacional de desenvolvimento, consolidado pela recuperação do papel do Estado, ênfase nas políticas sociais, autonomia na governança interna da política econômica nacional e a nova inserção mundial baseada na queda da vulnerabilidade externa. A seguir demonstraremos a retomada gradual do Estado, ainda que limitada pelas metas orçamentárias.

A preocupação do ministro de Estado da Fazenda era o controle da inflação e manutenção dos marcos do Plano Real, em função do temor lançado sobre o candidato Lula (FGV, 2009). Entretanto, para compreender algumas políticas anunciadas cabe uma breve leitura do novo tripé macroeconômico implementado em 1999. De acordo com Oliveira e Turolla (2003), o regime cambial foi substituído por uma flutuação suja; o regime monetário teria metas inflacionárias; e, por fim, o regime fiscal voltado para a manutenção de um superávit primário com o objetivo de estabilizar a dívida pública em relação ao Produto Interno Bruto (PIB). Essa nova mudança foi consolidada com um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em 1998, como forma de compromisso e coerência ao que se esperava da economia brasileira.

Para Tude e Milani (2013), a relação entre o governo FHC e o FMI era cooperativa, na qual o governo via a oportunidade de ingresso financeiro e comercial segundo as tendências internacionais. Em 2003, agravava-se a crise no Cone Sul e o Brasil era atingido com nova crise financeira. Renovava-se o acordo com o FMI após a “Carta aos Brasileiros” publicada pelo

candidato Lula. No acordo, havia o compromisso com a meta de superávit primário<sup>3</sup> inicial em 3,75 % do PIB para 2003. Através da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de nº 10.707 de julho de 2003, era sancionada a revisão da meta de superávit primário para as três esferas de governo em 2003. Reforçada pela doutrina da disciplina fiscal na expectativa de criar ambiente estável e favorável ao investimento, a nova meta passaria de 3,75% para 4,25% do PIB além da recomendação da manutenção de uma meta de superávit primário de 4,25% do PIB no próximo triênio (2004 – 2006). Para Barbosa e Souza (2010), além dos ajustes monetário e cambial estabeleceu-se no campo fiscal o aumento da meta para sinalizar

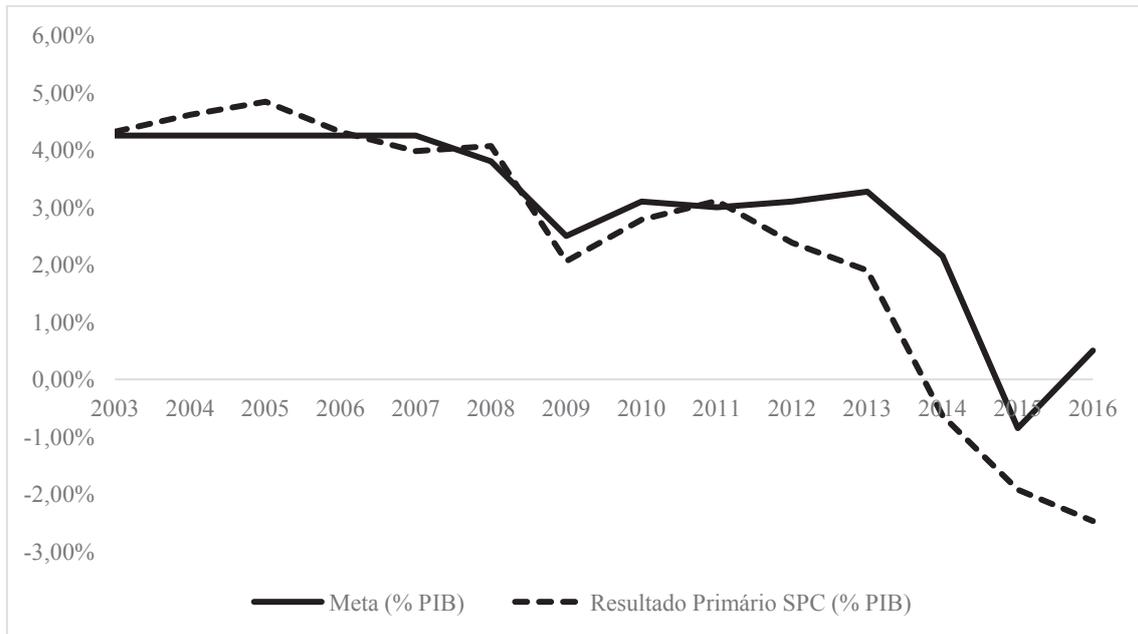
[...] para os agentes financeiros, o grau de comprometimento do governo Lula com o equilíbrio fiscal e, portanto, dissipar as preocupações do mercado com um eventual aumento explosivo na dívida pública. O resultado prático de tal medida foi uma redução nos gastos primário da União em um contexto de desaceleração no ritmo de crescimento da economia, ou seja, uma política fiscal pró-cíclica que somado ao aumento na taxa de juros aprofundou a queda no nível de atividade econômica em 2003 (BARBOSA; SOUZA, 2010, p. 3).

De acordo com Oliveira e Turolla (2003), a origem das metas de superávits primários no Brasil vem do Programa de Estabilidade Fiscal de 1998. O objetivo era prevenir riscos e corrigir desvios capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas, sustentado no slogan “gastar apenas o que se arrecada”, além da ideia de o Estado não poder mais viver além dos seus limites, isto é, gastando mais do que arrecada. Abaixo, reunimos em gráfico as metas anunciadas e o resultado obtido conforme o anexo de Metas Fiscais das LDOs referentes ao período 2002-2018.

---

<sup>3</sup> O resultado fiscal é apurado através dos resultados primário e nominal. O resultado primário é obtido, através do balanço entre as receitas primárias arrecadadas e as despesas primárias pagas e não envolvem o lado financeiro como empréstimos e pagamento de dívidas; a diferença entre elas nos fornece o resultado primário (superávit ou déficit primários). Caso considere as despesas e receitas financeiras no cálculo junto ao resultado primário, temos o resultado nominal (também resultando em déficit ou superávit).

GRÁFICO 13 – METAS E RESULTADO PRIMÁRIO - % PIB



Fonte: Anexo de Metas Fiscais LDOs 2002-2018.

O primeiro governo Lula (2003 – 2006) é marcado pelo cumprimento com folga das metas anunciadas. Em seu primeiro mandato, o superávit primário seria alcançado a partir da definição de um patamar médio de 4,25% do PIB. De acordo com Sicsú (2003), ao dispor sobre o equilíbrio entre receitas e despesas, as LDOs anunciadas pelo governo, impediriam a real política fiscal anticíclica, na qual se realizariam investimentos e gastos sociais. Ao apresentar as prioridades da agenda econômica do Ministério da Fazenda, demonstrava que “Neste início do processo, o peso do ajuste fiscal encontra-se mais realçado porque os desequilíbrios das contas públicas condicionam as principais variáveis macroeconômicas, como a elevada relação dívida/PIB.” Brasil (2003, p. 9). Além disso, a relação dívida/PIB era vista como fonte de credibilidade à política macroeconômica. O período confirmava a trajetória que começou na década de 90 mediante o cumprimento das metas fiscais, apresentando superávits primários crescentes.

A política macroeconômica de 2003 resultou na desaceleração do crescimento econômico no primeiro semestre, contexto no qual era percebido queda do consumo das famílias e investimento, como veremos adiante. A elevação da meta comprometeria os investimentos públicos e o crescimento real do salário mínimo, ainda que a partir do segundo semestre daquele ano a economia começasse a se recuperar puxada pelo desempenho externo

(BARBOSA; SOUZA, 2010). O comportamento do resultado primário segue na tabela 1 abaixo.

TABELA 1 – RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO FEDERAL, GOVERNO CENTRAL E SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO. VALORES NOMINAIS.

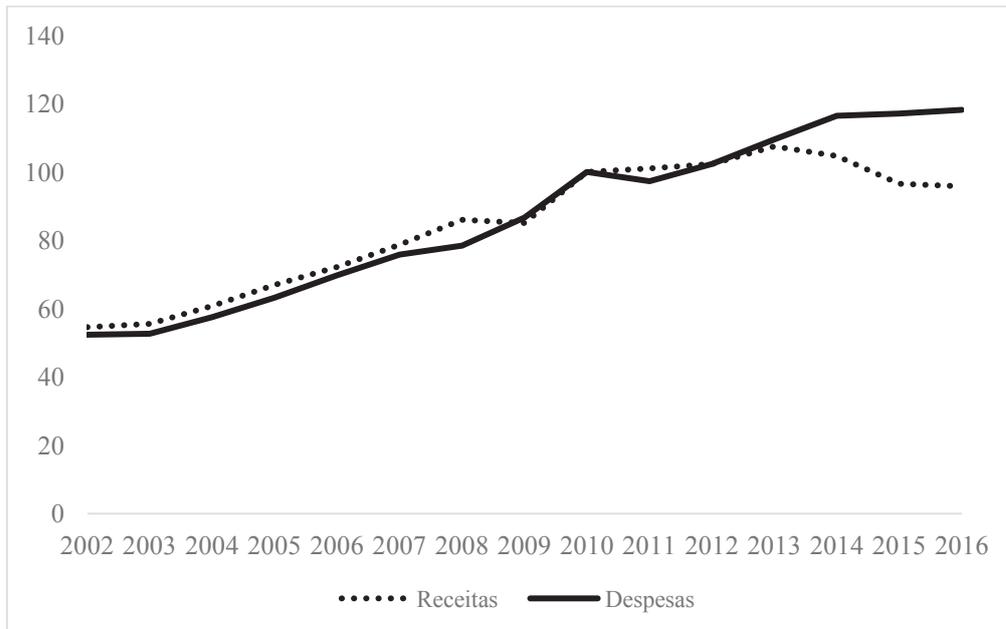
Ano	Governo Federal		Governo Central				Setor Público Consolidado
	Governo Central (R\$ bilhões)	Estatais Federais (R\$ bilhões)	Receita Total (R\$ Milhões)	Despesa Total (R\$ Milhões)	Transferências Regionais	Resultado Primário	Resultado Primário (R\$ Bilhões)
2002	31,9	6,3	320.056,5	236.461,1	52.018,2	31.919,1	52,4
2003	38,7	9,6	356.131,5	260.122,4	56.929,1	38.743,9	66,2
2004	52,4	8,9	418.993,3	305.610,7	64.041,2	52.385,2	81,1
2005	55,7	13,2	487.822,1	354.925,4	80.223,5	55.741,4	93,5
2006	51,4	13,5	542.810,0	403.738,4	90.323,4	51.351,6	90,1
2007	59,4	11,9	618.352,1	458.785,0	101.916,7	59.438,7	101,6
2008	71,3	14	715.615,9	502.574,5	127.359,0	71.307,9	118
2009	42,4	-1,9	738.124,9	579.009,5	119.679,1	42.443,2	64,5
2010	78,7	-0,6	918.531,4	707.269,9	133.370,3	78.723,3	101,7
2011	93,035	0,5791	988.270,1	733.343,4	163.035,7	93.035,5	128,7
2012	86,086	-1,056	1.059.889,4	815.907,0	171.394,4	86.086,0	104,95
2013	75,29	-0,5438	1.178.983,2	924.929,1	181.895,0	75.290,7	91,31
2014	-20,471	-2,007	1.221.474,1	1.046.495,0	198.461,5	-20.471,7	-32,54
2015	-116,6	-1,73	1.247.789,3	1.164.462,3	204.684,3	-116.655,6	-111,2
2016	-159,473	-0,836	1.314.952,9	1.249.393,2	226.835,3	-159.473,4	-155,8

Fonte: Adaptada de Anexo de Metas Fiscais e STN 2002 a 2017.

No primeiro ano de governo, o superávit do Setor Público Consolidado atingiu o valor de R\$ 66,2 bilhões, o qual correspondia a 4,32% do PIB nominal em 2003. O resultado de 2003 representava um aumento de R\$ 13,8 bilhões em relação a 2002 no superávit primário do Setor Público Consolidado. A contribuição do Governo Federal composto pelo Governo Central e Estatais, era de aproximadamente 73% ao superávit resultante. Na série considerada, em 2005 o resultado primário do Setor Público atingiu 4,84% do PIB – o maior da série em todo o

período. O gráfico anterior aponta para a manutenção do esforço de ajuste fiscal, consolidado em parte pelos acordos firmados entre o país e o FMI.

GRÁFICO 14 – RECEITAS E DESPESAS REAIS DO GOVERNO CENTRAL – EM NÚMERO ÍNDICE (BASE 100 = 2010)



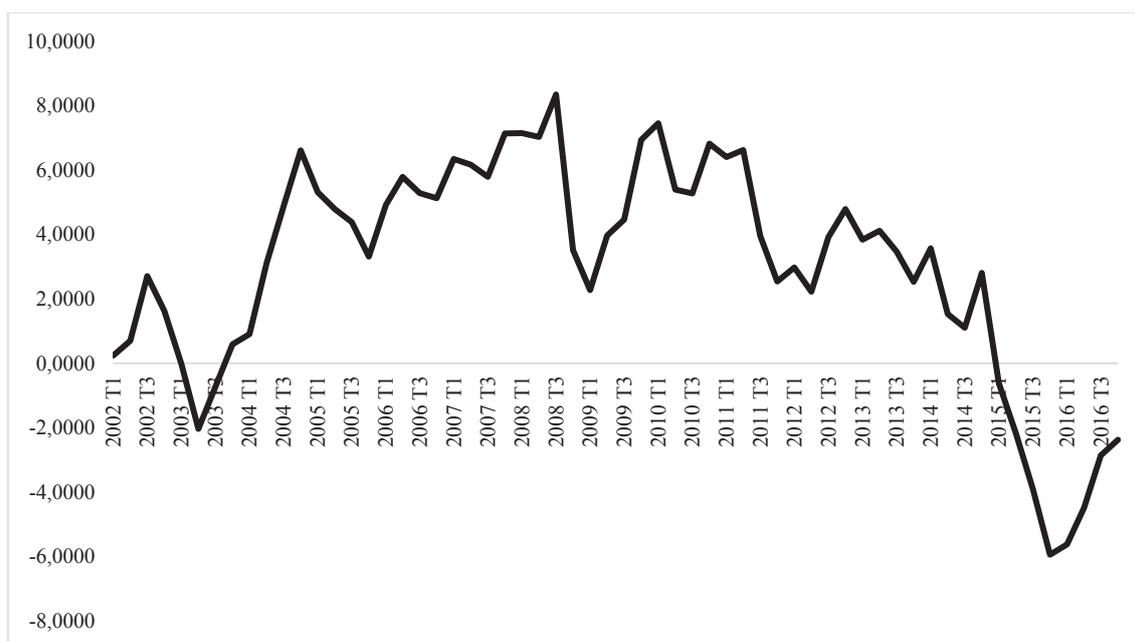
Fonte: Adaptado da Série Histórica do Tesouro Nacional.

O gráfico acima é indicador da tendência das receitas e despesas do Governo Central de um ano ao outro. Existe uma tentativa pelo equilíbrio entre receitas e despesas no primeiro governo. O ganho tributário de 2004-2005 em relação ao Lula I se deu pela minirreforma tributária de 2003 e aceleração do PIB, o que contribuiu para aumentar o resultado primário. Entretanto, o conceito de despesas públicas em geral difere-se dos investimentos do setor público, os quais possuem efeitos multiplicadores positivos sobre a economia, elevando emprego e produto, bem como o patrimônio do setor público. De acordo com Orair (2016), as instituições condicionam o nível e o volume de investimentos e estão refletidas, por exemplo, em regras fiscais com propósito de limitar o dispêndio público. Para o autor, desde a implementação em 1999, tal regime fiscal implicou numa fase contracionista que vai de 1999 à 2005, para então atuar sob expansionismo fiscal (2006 à 2014). Tais períodos são subdivididos em elevação dos investimentos (Lula II de 2006 à 2010), e o segundo marcado pelos subsídios e incentivos fiscais (Dilma de 2011 à 2014).

Antes de avançar na exposição do segundo mandato de Lula, lembramos que a partir de 2004 começava a recuperação do saldo das famílias. O PIB cresceu mais de 5% em 2004, superando as expectativas. De forma a manter o ritmo de crescimento sustentado ao longo do tempo, o governo procurou incentivar os investimentos através da desoneração dos bens de capital, aperfeiçoamento e melhoria dos instrumentos de crédito, Parcerias Público-Privadas (PPP), novo modelo do setor elétrico e o Projeto Piloto de Investimentos (PPI). De acordo com Barbosa e Souza (2010), houve também a preocupação com a recuperação do salário mínimo, ampliação do programa de transferências aos pobres e, expansão do crédito.

O resultado primário do Setor Público Consolidado de 2005 (4,84% do PIB), se deu pelo esforço fiscal do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central), Estatais e Entes Regionais. Além destes, contribuiu para o aumento da relação, o desempenho inferior ao que se esperava do PIB – crescimento de aproximadamente 3% em 2005. O dinamismo da economia se desacelerou em função dos ajustes para cima na taxa de juros e, problemas climáticos com a consequente quebra de safra. Aponta-se que uma queda mais acentuada do PIB foi impedida pelo crescimento no consumo das famílias (LOA, 2006). Abaixo, demonstra-se o comportamento do consumo final das famílias comparado ao mesmo trimestre do ano anterior.

GRÁFICO 15 – PIB - CONSUMO FINAL FAMÍLIAS VARIAÇÃO REAL TRIMESTRAL %



FONTE: Ipeadata (2020).

Do gráfico acima, a política macroeconômica de 2003 resultou na queda do crescimento, contexto de queda do consumo das famílias, no qual se observa uma variação real trimestral negativa nos três primeiros trimestres de 2003 comparado aos mesmos trimestres do ano anterior. Observa-se a recuperação do consumo no período de 2004-2005, no qual o governo buscou mecanismos para que houvesse controle da inflação, crescimento do emprego e do rendimento real de forma a fortalecer a massa salarial. O Índice de Preços ao Consumir Amplo (IPCA), caiu de 9,3% em 2003 para 7,6% em 2004, atingindo em 2005 5,69% no valor acumulado em 12 meses. Barbosa e Souza (2010), destacam ainda a expansão acelerada da concessão de crédito no período 2004-2005 para pessoas jurídica e física. As projeções para ano de 2006 indicavam um crescimento real do PIB em torno de 4,5%, na expectativa para este resultado estavam a expansão do consumo das famílias (em função da massa salarial e crédito pessoal) e do investimento privado pela queda dos juros (LDO, 2016).

A atuação do governo Lula pode ser dividida em duas fases: a primeira marcada pela austeridade fiscal quando Palocci e Henrique Meirelles assumiram, respectivamente, os cargos no Ministério da Fazenda e no Banco Central do Brasil; e uma fase de crescimento junto à elevação dos investimentos (AGÊNCIA BRASIL, 2010). De acordo com Sicsú (2019), a tentativa de rotular os governos Lula como a “era do consumo” reduz os resultados econômicos e sociais, ao passo que a “era dos investimentos” poderia ser mais apropriada. A partir da teoria econômica de Keynes que trata do processo sequencial na busca pela redução do desemprego e aumento dos investimentos, o autor destaca a limitada abertura ao Presidente Lula a fazer a expansão inicial a partir do investimento público, em função das restrições legais impostas e ações por parte dos empresários (na visão do autor agiam como financistas especuladores desacostumados a tomar decisões de investimentos). A alternativa senão a expansão do investimento público, deu-se com Lula através do aumento do consumo, com salário mínimo real valorizado e ampliação do crédito. Tais medidas foram o passo para o crescimento econômico posterior, e responsáveis por resultados sobre o investimento a partir de 2006-07.

De acordo com Fagnani (2005), desde os anos 90, havia no Brasil o projeto com objetivo de implantar a agenda neoliberal, impulsionado pelo acordo com o FMI. Segundo Pochmann (2005), “o ajuste fiscal, desajuste social” é caracterizado por cinco medidas centrais de ajuste nas contas públicas: captura de fontes de financiamento e contingenciamento dos recursos na área social; privatizações no setor público e corte do gasto público; descentralização do encargo federal e reconcentração da receita na União; elevação da carga tributária; e, não por fim, a desvinculação de receitas públicas. O espaço fiscal em função das metas estabelecidas e o

acordo com o FMI que por décadas impõe suas políticas sobre os países, para Barbosa e Souza (2010), não foi capaz de acelerar substancialmente o crescimento do país tampouco a renda e emprego. Para os autores, as práticas neoliberais se esgotaram na visão do governo e foram substituídas pelo que costumam chamar de visão desenvolvimentista centrada na recuperação do papel estatal, estímulo fiscal e políticas sociais. A próxima subseção busca verificar como se deu a atuação estatal durante o Lula II.

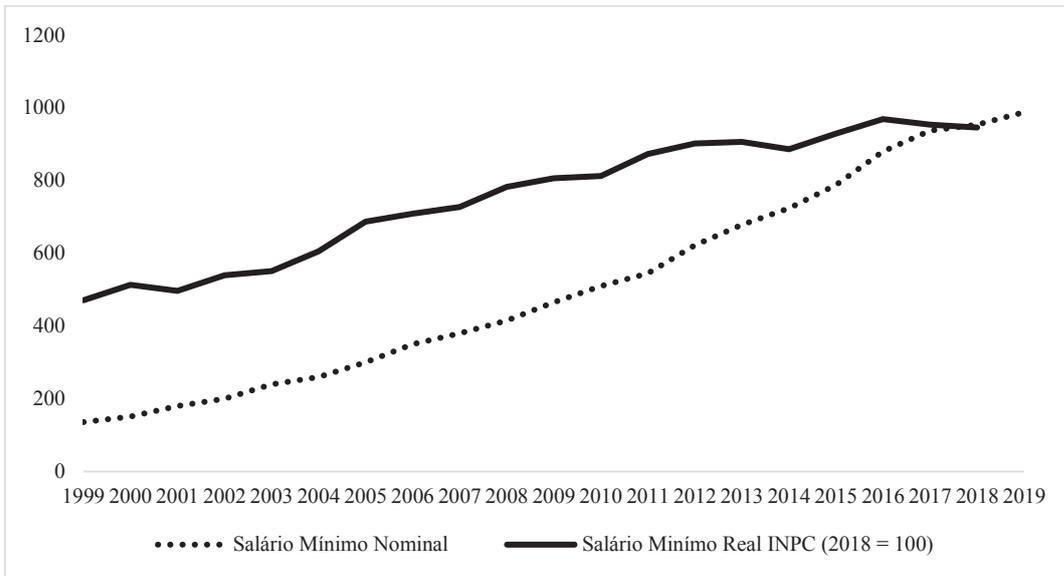
### 3.4.2 Lula II – 2006 – 2010

O segundo mandato de Lula é marcado por uma mudança de iniciativa em relação ao primeiro mandato. O período de 2006 a 2010 é caracterizado pela ampliação dos gastos públicos, especialmente de investimentos. As famílias também foram favorecidas com a trajetória basicamente linear do consumo, ampliação do crédito e redução do desemprego – os quais aumentariam ainda mais a demanda pelos produtos.

Em 2006, o crescimento do PIB de 3,7% ficou abaixo da expectativa de 4,5%. A demanda interna foi fortalecida com a recuperação da renda dos trabalhadores, elevação do emprego e queda na taxa de juros da economia. Além disso, o superávit primário do Setor Público Consolidado registrava uma queda de 3,4 bilhões em relação ao ano anterior. Entretanto, ultrapassava a meta estabelecida de 4,25% do PIB, a qual só veio a cair a partir de 2008.

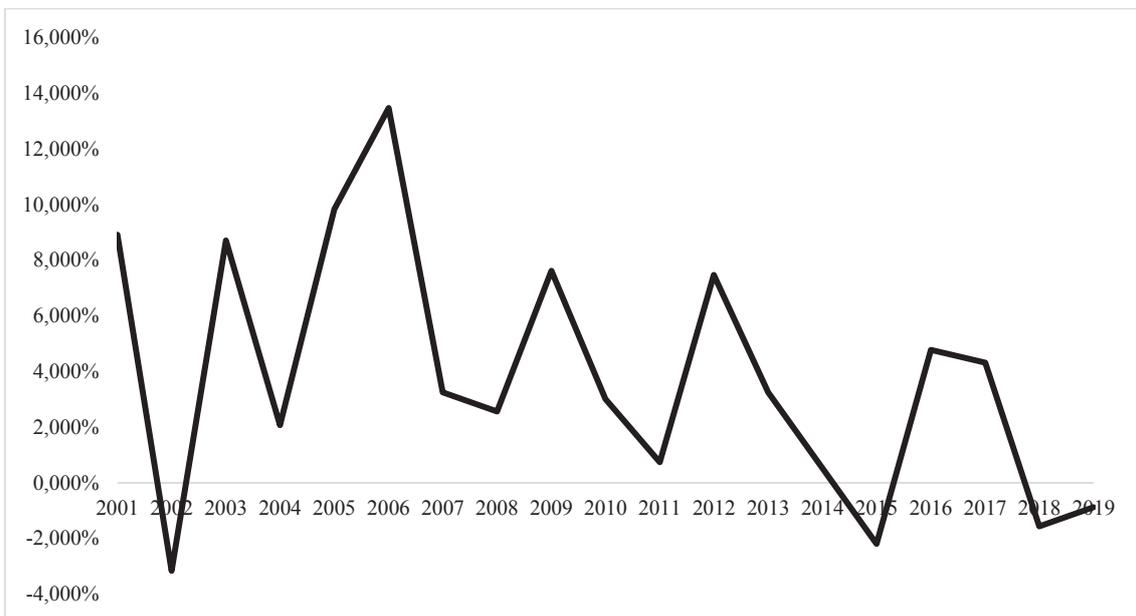
O salário mínimo nominal subiu 16,7% passando de R\$300 para R\$350 em abril de 2006. Os gráficos 16 e 17 resumem o comportamento do salário mínimo real e nominal. Entre os anos 2002 e 2014 o salário mínimo real cresceu ininterruptamente alcançando um aumento de aproximadamente 82%. De 2003 à 2006, o aumento acumulado do salário mínimo real era de 25,4%, enquanto, de 2007-2010 observa-se a elevação em 16,4%. Em 2006, houve um crescimento de 13,47% no salário mínimo real em relação ao ano anterior. Para os anos seguintes, 2007 e 2008, o crescimento foi moderado sendo 3,25% e 2,56%, respectivamente. A partir de 2009, quando se viu uma variação de 7,47%, o salário mínimo real vem caindo desde então, consolidando um aumento de aproximadamente 12% no período de 2011-2014, registrando um percentual negativo em 2015 – marca não vista desde 2001 (-3,17%).

GRÁFICO 16 – SALÁRIO MÍNIMO REAL E NOMINAL



FONTE: IPEADATA

GRÁFICO 17 – VARIAÇÃO PERCENTUAL DO SALÁRIO MÍNIMO REAL EM NÚMERO ÍNDICE (BASE 100 = 2002)



FONTE: IPEADATA.

Além da elevação substancial do salário mínimo, em 2006 dava-se continuidade à política de desenvolvimento do mercado de crédito, com atenção ao crédito mobiliário. Para 2007, a expectativa para um desempenho excelente do PIB estava concentrada na redução dos juros que estimularia o investimento privado, no crescimento dos salários e crédito mais barato

que ampliaram o consumo das famílias. No segundo mandato, Lula queria fazer algo diferente do primeiro, e almejava pelo crescimento com maior inclusão social. A pretensão era obter maiores taxas de crescimento, com a ruptura da negação do papel ativo do Estado. Sicsú (2007), descreve a mudança de iniciativa que marcava o segundo governo,

A última grande iniciativa econômica de governo no País foi o Plano Real. Quem derrotou a alta inflação no Brasil foi o governo. Não foram as forças de mercado que se movimentavam livremente. O governo Lula retomou a iniciativa, através do PAC, depois de quatro anos esperando o ‘espetáculo do crescimento’ que seria oferecido exclusivamente pelo ‘mercado’, uma entidade considerada por muitos como: vidente, suprema e infalível. Mas, o Deus mercado falhou: o crescimento econômico médio no período 2003-2006 foi de 2,6% (nos anos 1995-1998, correspondentes ao primeiro governo de FHC, foi de 2,6 e nos anos 1999-2002, que corresponderam ao segundo mandato de FHC, foi de 2,1% ao ano). Então, o Governo desistiu de esperar o dia em que o paraíso chegaria como resultado dos sacrifícios quotidianos (SICSÚ, 2007, não).

O Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), criado em 2007 incluía obras de infraestrutura urbana, social, energética e logística. O programa era visto como um plano estratégico, com foco na retomada dos investimentos do país. O governo dava outro passo na busca pela elevação do crescimento, dados os efeitos multiplicadores advindos do estímulo fiscal sejam no aumento da oferta de empregos e renda.

Para Orair (2016), existe uma trajetória de investimentos públicos associada com o regime fiscal. No Brasil, desde 1999 o alcance de metas de resultado primário definiu um caminho contracionista (1999-2005), para posteriormente ativar o expansionismo fiscal (2006-2014) – ainda que a partir de 2011 diferentes fatores caracterizam a liderança da política fiscal, havendo um retorno à política contracionista a partir de 2015. O ajuste fiscal do primeiro governo Lula espelha o reduzido grau de investimentos realizados no mandato. Resumidamente, parece ter havido um ritmo de expansão dos gastos públicos até 2010, seguido pela busca do orçamento equilibrado que comprometeu a sequência de crescimento e aprofundou o quadro de crise econômica.

Ao considerar o Governo Geral (governos Central, Estadual e Municipal) e Estaduais Federais, o investimento público em termos nominais (sem correção da inflação) alcançava seu auge em 2014, com R\$ 228 bilhões, registrando quedas ininterruptas até 2017 (ano final da série). As maiores variações foram encontradas nos anos de 1996 (30% em relação à 1995), 2002 (30,9%), 2006 (23%), 2008 (41,7%) e 2010 (32,3%). A trajetória do dispêndio público

confirma a afirmação anterior, em que o governo Lula I (2003 – 2006) acumulava uma variação positiva de 41,6%, seguida pelo valor de 106,6% no período de 2007 – 2010, mas, a partir dos governos Dilma (2011 – 2014) de 27,8%, alcança-se uma variação negativa de 53%, na qual se considera até 2017 – todos em termos nominais. Os valores dos investimentos públicos nominais estão apresentados na tabela 02 abaixo.

TABELA 02 – INVESTIMENTOS PÚBLICOS NOMINAIS – EM MILHÕES DE R\$

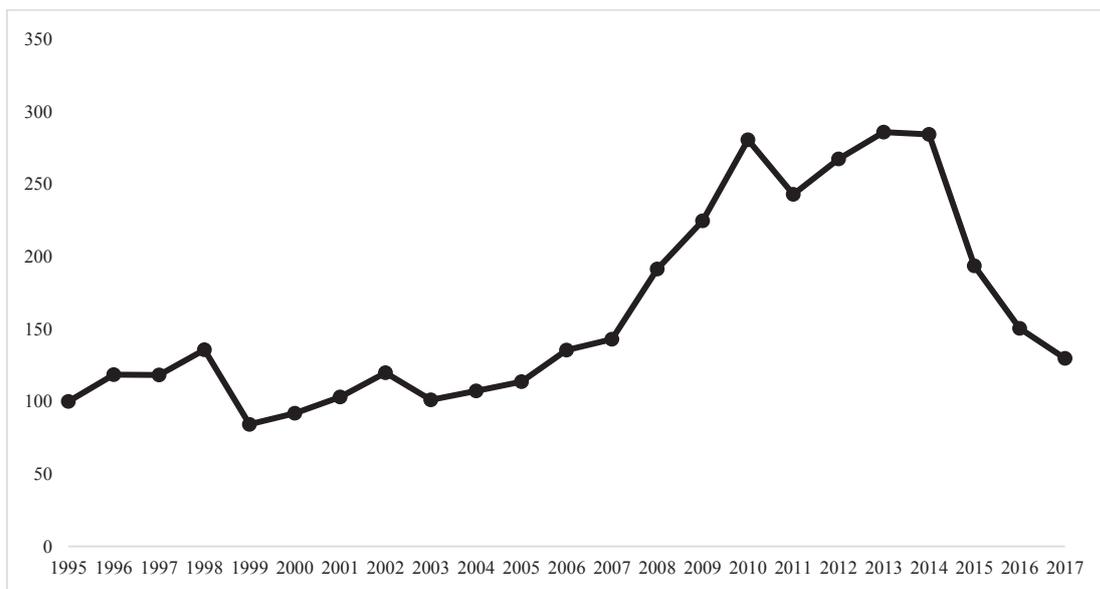
Ano	Governo Central	Governo Estadual	Governo Municipal	Governo Geral	Estatais Federais	Setor Público
1995	4.015	3.707	8.069	15.791	8.803	24.594
1996	4.258	5.724	9.643	19.625	12.338	31.963
1997	5.046	7.819	6.472	19.337	14.175	33.512
1998	5.188	12.723	8.055	25.966	13.124	39.090
1999	3.669	6.010	8.412	18.091	8.366	26.457
2000	3.745	8.393	9.177	21.315	9.283	30.598
2001	5.761	11.347	8.609	25.717	11.212	36.929
2002	6.691	10.899	14.161	31.751	16.591	48.342
2003	3.358	9.649	12.864	25.871	18.665	44.536
2004	4.196	11.637	15.386	31.219	19.695	50.914
2005	7.198	14.664	13.279	35.141	21.827	56.968
2006	9.216	17.538	19.922	46.676	23.371	70.047
2007	11.459	14.174	22.281	47.914	29.316	77.230
2008	13.673	21.521	31.449	66.643	42.785	109.428
2009	19.873	29.697	24.890	74.460	59.462	133.922
2010	30.708	39.790	33.997	104.495	72.635	177.130
2011	26.278	29.662	36.423	92.363	71.076	163.439
2012	26.071	32.568	44.545	103.184	87.060	190.244
2013	33.689	46.439	33.186	113.314	102.205	215.519
2014	40.560	57.410	41.825	139.795	88.224	228.019
2015	27.083	34.303	39.215	100.601	71.234	171.835
2016	24.520	29.865	38.306	92.691	49.375	142.066
2017	24.734	32.496	23.115	80.345	45.619	125.964

Fonte: IFI.

Nota: Valores de 2017 à 2018 atualizados conforme IBGE Estatísticas de Finanças Públicas e Conta Intermediária do Governo.

Já quando consideramos o efeito exercido pela inflação, o resultado pode indicar uma queda ainda maior. Reunimos no gráfico 18 o comportamento dos investimentos públicos reais, em número índice na base de 1995 e corrigido pelo IPCA.

GRÁFICO 18 – INVESTIMENTOS PÚBLICOS REAIS EM BILHÕES DE REAIS



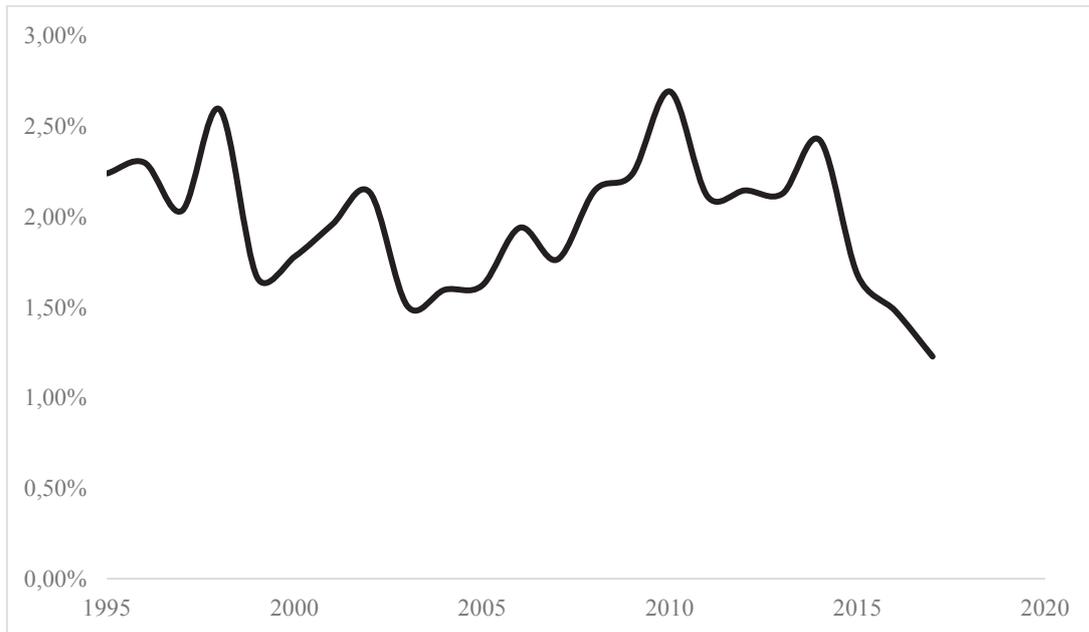
Fonte: Adaptado de IFI (2017).

Os investimentos públicos encontram-se no patamar inferior da década. Entre 2014 e 2017 os investimentos públicos caíram quase pela metade, passando de R\$ 284,2 bilhões para R\$ 129,6 bilhões, patamar este semelhante ao observado em 1998 e 2006. A FBCF de 2017 é inferior ao investido ainda no começo da mudança de política econômica em 2006. A expectativa é que a atual crise econômica conduza o investimento público aos baixos níveis observados na década de 90 – período de ataques ao estado de bem-estar social. Ainda no governo de Dilma Rousseff, os investimentos atingiram um pico em 2013 e 2014 e desde então, quedas consecutivas são registradas. São investimentos que representam, por exemplo, a construção de estradas, hospitais, escolas e redes de esgoto.

Outra maneira de visualizarmos o processo de investimentos públicos no Brasil, é através da taxa de investimento, a qual corresponde à razão entre o total da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) das administrações públicas e o PIB, mas não estão incluídas as Estatais. O comportamento da variável<sup>4</sup> é mostrado no gráfico 19 abaixo:

<sup>4</sup> Atualizamos os valores de acordo com o documento do IPEA de 2011, no qual demonstrava o comportamento da taxa de investimento até 2011. No mesmo documento, justifica-se a apresentação em termos nominais devido à aproximação da taxa de investimento em termos reais quando convertida pelo deflator implícito da FBCF das contas nacionais.

GRÁFICO 19 – TAXA DE INVESTIMENTO PÚBLICO



FONTE: Adaptado de IFI (2017).

O país saía de uma taxa de investimento de 1,51% do PIB em 2003 para 2,69% em 2010. O ajuste fiscal do governo Lula entre 2003 e 2006 reflete as menores taxas, mas a tendência foi revertida após o segundo governo decidir retomar a presença do Estado como investidor, e, assim, observa-se uma expansão praticamente contínua da taxa de investimento público. O novo comportamento dos investimentos pode ser resumido como segue:

Essa retomada do investimento pode ser parcialmente atribuída à mudança de orientação do governo, ainda embrionária, no sentido de reassumir seu papel no planejamento estratégico e promover o crescimento econômico por meio da ampliação dos investimentos públicos, com grande destaque para a retomada das obras voltadas à remoção dos gargalos da infraestrutura [...]. Outro aspecto importante para a retomada recente do investimento foi a flexibilização da política fiscal no período de 2004 a 2010 (IPEA, 2011, p. 3–4).

Os anos de 1999, 2003, 2007, 2011 e 2015 são todos pós-eleitorais, nos quais verifica-se uma desaceleração na taxa de investimento público. Entretanto, a retomada pós-eleições de 2006 são significativos.

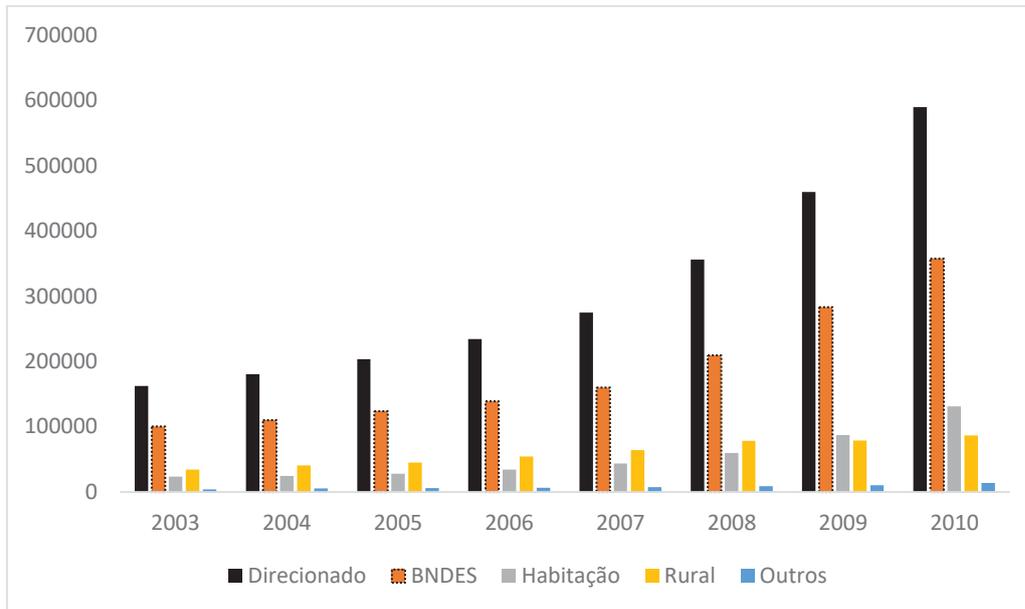
O ano de 2006 marcou um ponto de inflexão para a política fiscal: elevação dos investimentos, salário mínimo e reestruturação dos servidores públicos. O aumento do dispêndio voltado para a infraestrutura se tornava prioridade a partir do PAC. A iniciativa do governo

induziu o desenvolvimento de setores estratégicos e fundamentais, permitindo o aumento gradual dos investimentos. A demanda doméstica com o impulso dado pelo governo, estimulou a ampliação dos investimentos privados nos anos de 2006-2008 em setores de bens duráveis e construção residencial, visto que o crédito mobiliário foi uma das preocupações do governo. O PAC contemplou desonerações tributárias com o objetivo de ampliar o consumo de massa e o investimento privado, especialmente em setores de infraestrutura e tecnológicos (computadores, semicondutores e equipamentos de televisão digital). O imposto de renda sofreu uma correção que serviu como uma desoneração na classe média. O fim da CPMF somou à renda disponível em contexto de elevada demanda agregada (BARBOSA; SOUZA, 2010).

O crescimento da economia a partir de 2006 também estimulou as receitas tributárias, ainda que a meta de superávit primária venha caindo desde 2007 em relação ao quinquênio anterior. O período Lula favoreceu as famílias de forma que o seu consumo “[...] cresceu em trajetória basicamente linear de 2003 a 2010 como resultado do aumento real dos salários, da ampliação do volume de crédito e da redução do desemprego, que por sua vez, ampliou ainda mais o consumo e a demanda por mais crédito.” (SICSÚ, 2019, p. 139). Este fato também induziu os empresários a investirem, ao sentirem o aumento da demanda pelos produtos.

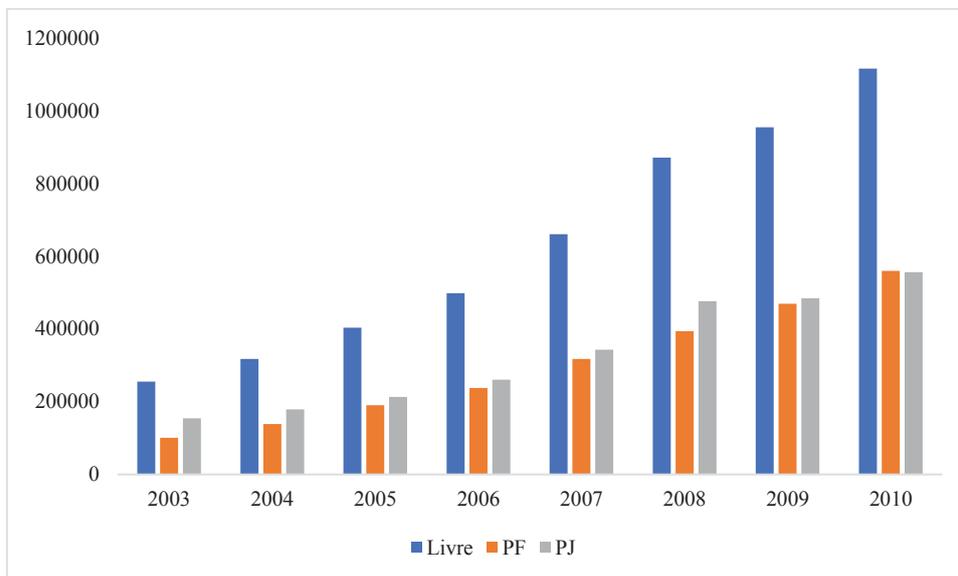
Cabe destacar a transição experimentada pelo volume de crédito no país, em que separamos os dados para as operações de crédito com Recursos Direcionados e Livres. A primeira compete à modalidade de recursos orçamentários destinados à produção e investimentos, no médio e longo prazo com foco no setor imobiliário, infraestrutura e rural. Já as operações com Recursos Livres são contratos de financiamento e empréstimos. Os gráficos 20 e 21 abaixo reúnem o volume de crédito direcionado e livre concedidos ao longo do governo Lula.

GRÁFICO 20 – VOLUME DE CRÉDITO DIRECIONADO (R\$ MILHÕES)



FONTE: Brasil (2019).

GRÁFICO 21 – VOLUME DE CRÉDITO LIVRE (R\$ MILHÕES)



FONTE: Brasil (2019).

O crédito direcionado representava 39% do crédito total em 2003 e a sua participação relativa manteve-se ao longo da década, alcançando 35% em 2010. O crédito habitacional, passou de R\$ 23,63 bilhões em 2003 para R\$ 131,4 bilhões em 2010 o que representava um aumento de 456%. O crédito direcionado BNDDES manteve ao longo do período uma média de 20,1% do total. A agricultura registrava um montante de R\$ 40,7 bilhões em 2004 alcançando

R\$ 86,7 bilhões em 2010. Os outros créditos não incluídos na modalidade também sofreram aumentos, apesar de na média manterem um padrão estável. Ao observar o comportamento do crédito livre vê-se que a concessão para Pessoa Física (PF) e Pessoa Jurídica (PJ) praticamente equipararam-se em 2010 e ambos atingiram 33% do total, levando em conta que em 2003 o destino dos recursos abrangia 37% para PJ e 24% para PF em relação ao total.

O período Lula como um todo expandiu a concessão crédito ao longo de 2003-2010 de modo contínuo. Quando observamos os dados a partir do percentual do PIB a valores correntes, a tabela abaixo mostra que o crédito se elevou de 24,6% do PIB em 2003 para 45,25% em 2010.

TABELA 03 – CRÉDITO EM PERCENTUAL DO PIB (%)

Crédito do sistema financeiro Saldo – percentual do PIB (%)									
Período	Pessoas jurídicas			Pessoas físicas			Valor Total (%)	TOTAL	
	Recursos livres	Recursos direcionados	Total	Recursos livres	Recursos direcionados	Total		Recursos direcionados	Recursos livres
Dez. 2003	9,10%	6,14%	15,24%	5,94%	3,43%	9,37%	24,61%	9,57%	15,04%
Dez. 2004	9,24%	5,94%	15,18%	7,14%	3,37%	10,51%	25,69%	9,31%	16,38%
Dez. 2005	9,90%	6,06%	15,96%	8,84%	3,41%	12,25%	28,21%	9,47%	18,74%
Dez. 2006	10,70%	6,14%	16,84%	9,80%	3,75%	13,55%	30,20%	9,89%	20,50%
Dez. 2007	12,20%	6,29%	18,49%	11,30%	4,05%	15,35%	33,40%	9,80%	23,50%
Dez. 2008	13,00%	7,19%	20,19%	15,70%	4,55%	20,25%	40,50%	11,70%	28,70%
Dez. 2009	15,00%	9,07%	24,07%	14,50%	5,13%	19,63%	43,70%	14,2%	29,50%
Dez. 2010	14,80%	9,86%	24,66%	14,90%	5,79%	20,69%	45,25%	15,64%	29,60%
Dez. 2011	14,60%	12,30%	26,90%	15,20%	7,10%	22,30%	49,10%	19,40%	29,80%
Dez. 2012	16,10%	13,30%	29,40%	15,80%	8,70%	24,50%	53,90%	22,00%	31,90%
Dez. 2013	14,40%	13,20%	27,60%	14,00%	9,50%	23,50%	51,00%	22,70%	28,40%
Dez. 2014	13,70%	14,10%	27,80%	13,50%	10,90%	24,40%	52,20%	25,00%	27,20%
Dez. 2015	13,90%	14,60%	28,50%	13,40%	11,80%	25,20%	53,70%	26,40%	27,30%
Dez. 2016	11,90%	12,70%	24,60%	12,90%	12,00%	24,90%	49,60%	24,70%	24,80%

Fonte: BCB (2019).

Os recursos livres vêm apresentando uma queda contínua desde 2012, enquanto os recursos direcionados totais apresentaram uma elevação até 2015 para então, registrar queda em 2016. O crédito disponível para pessoa física cresceu de 9,3% do PIB em 2003 para 20,7% em 2010 e, no mesmo período o financiamento para as empresas passava de 15% para 25% do PIB. De acordo com Mora (2015), a crise internacional de 2008 levou o governo brasileiro a usar bancos públicos (ação anticíclica) aptos a comprarem carteiras dos bancos que estavam em dificuldades, dada a retração do crédito dos bancos privados. A autora destaca os pontos fortes do desempenho do crédito à pessoa física: crédito consignado de 2003; crédito a veículos em

termos de financiamento e *leasing* que experimentaram aumento do prazo e queda dos juros, e isso teria contribuído à elevação da produção e venda de veículos. As famílias perceberam um alívio no comprometimento da renda exigido para a compra de bens duráveis; além das mudanças na lei sobre alienação fiduciária.

Ainda, segundo Mora (2015) o setor habitacional explicava o desempenho excepcional da concessão de crédito à pessoa física no governo Lula. As famílias, ao mesmo tempo, percebiam a elevação da renda e garantia do emprego, o que qualificava a população para o financiamento habitacional. Financiamento do capital de giro, necessidade de ampliar a oferta frente ao aquecimento da demanda interna, atrelar operação de crédito a derivativos cambiais, foram algumas das operações solicitadas pelas empresas.

Os efeitos adversos da crise econômica financeira internacional apontaram para a redução do esforço primário para 2,5% do PIB em 2009, alterada no segundo bimestre, em que já se via uma queda em 2008 – 3,8% frente a média de 4,25% dos anos anteriores. Justificava-se a necessidade do governo adotar medidas anticíclicas no âmbito fiscal para amenizar os resultados da crise, paralelamente as ações já em curso. A LDO de 2009, destacava os fatores condicionantes do crescimento, em que

O sucesso da consolidação da estabilidade econômica, levada a cabo nos últimos seis anos, combinado com o esforço de ampliação dos investimentos na revitalização da infraestrutura física no âmbito do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC) e com a melhora no rendimento das famílias nas camadas mais pobres, criou condições para crescimento mais acelerado da economia em 2008 (BRASIL, 2009).

De forma a recuperar o nível de atividade econômica em 2009, no qual se observava, por exemplo, queda no consumo das famílias (ver gráfico 15), o governo adotou de acordo com Barbosa e Souza (2010) três grupos de ações: aquelas anteriores à crise, as de emergência, e por fim, novas ações que combateram a crise. No primeiro grupo estavam o maior volume de transferências aos mais pobres; aumento real do salário mínimo; manutenção do PAC – através do gráfico 19 percebe-se a ampliação da taxa de investimentos públicos (1,76% em 2007, 2,14% em 2008, 2,33% em 2009 e 2,69% em 2010 representando o maior registro no período); política de desonerações tributárias; reajustes salariais e contratações no setor público inalterados.

O segundo grupo possibilitou a ampliação dos bancos públicos, os quais atuaram como emprestadores durante a contração do crédito, visto que 20% da oferta de crédito doméstico era

de fonte externa. Os bancos públicos foram responsáveis por 91% da elevação do crédito no período. Por fim, revisou-se as alíquotas do imposto de renda, novo programa voltado para a habitação (Programa Minha Casa, Minha Vida: PMCMV) e mudança nos juros (queda da Selic). A estratégia do PMCMV condicionou o crescimento do setor de construção residencial, fruto dos investimentos públicos com alcance de R\$ 131,4 bilhões no crédito habitacional no ano de 2010. Portanto, o país soube lidar com os impactos da crise internacional e se recuperou rapidamente (BARBOSA; SOUZA, 2010).

Em 2009, a menor meta de superávit primário até então (2,5% do PIB), justificava-se pela exclusão das empresas do grupo Petrobras no grupo das Estatais Federais, mas também pelo momento de crise financeira internacional. Por outro lado, apesar do Setor Público Consolidado ter atingido o menor resultado primário desde as eleições de 2002, R\$ 64,5 bilhões em 2009, priorizou a realização dos investimentos do PAC, ampliação dos programas sociais de forma a elevar a renda familiar (principalmente dos mais pobres) como o Bolsa Família e salário mínimo, programas para a agricultura (Pronaf – Programa de Fortalecimento da Agricultura Familiar), maior tempo do seguro desemprego e o PMCMV. O primeiro trimestre de 2009 sofreu uma retração da atividade produtiva, mas em função das medidas anticíclicas, a recuperação se deu rapidamente no segundo trimestre. Foram iniciativas que atenuaram os efeitos da crise e fortaleceram o crescimento da economia.

Havia a expectativa de que o crescimento sustentado para os próximos anos dependesse do fortalecimento da capacidade interna, na qual os investimentos se tornariam indutores e variável chave. O desenvolvimento econômico esperado com justiça social e aumento da demanda interna, seria alcançado principalmente pelo aumento do investimento público. Entretanto, a literatura aponta para mudanças que ocorreram no governo seguinte, de Dilma Rousseff, no qual houve alteração da taxa de investimentos a partir de 2011 (o gráfico 19 aponta para a taxa de investimento de 2011 em níveis de 2003).

### 3.4.3 Dilma Rousseff – 2011 – 2016

De acordo com Orair (2016), o quinquênio 2011-2015 é marcado por uma reversão da taxa de investimentos públicos, ainda que 2011-2014 se caracterize pelo expansionismo fiscal. As hipóteses para tal são: problemas de gestão ou questões ambientais e judiciais, mas na visão do autor, insuficientes para agravar o dispêndio público; outra possibilidade é a revisão dos planos e projetos de investimentos, em função da deterioração da liquidez nos mercados

financeiros, mas também não explicam os condicionantes da inflexão dos investimentos públicos, visto que a dificuldade financeira se deu de maneira localizada; por fim, o autor aponta o estímulo direcionado ao setor privado, com redução gradual do setor público na continuidade dos investimentos. Este último foi reforçado por diagnósticos com vistas a indicar os problemas nas conduções das obras. Dessa forma, lançava-se pacotes de incentivos, subsídios e concessões. Entretanto, esses fatos assim como os aspectos políticos conturbados da época não totalizam a retração discutida, mas também não são excludentes.

A avaliação do cumprimento das medidas adotadas ao longo do ano de 2011, indicava a queda do PIB em termos reais em função das políticas consideradas anti-inflacionárias, concentradas no esforço fiscal de R\$ 128,7 bilhões, restrição na política monetária e fortalecimento do sistema financeiro. Deste modo, os resultados foram visíveis:

[...] no menor crescimento do consumo do governo em 2011 frente a 2010; na menor expansão do consumo das famílias, com reflexo no comércio (cujo crescimento passou de 10,9% em 2010 para 3,4% em 2011), e no transporte de mercadorias; no menor aumento nos serviços de intermediação financeira (de 10% em 2010 para 3,9% em 2011) em decorrência da desaceleração na concessão de crédito; no menor crescimento da indústria, com destaque para a indústria de transformação; e no menor crescimento do consumo de eletricidade (BRASIL, 2012).

Segundo Mello e Rossi (2018), para compreender as políticas adotadas no primeiro mandato de Dilma, deve-se entender os problemas estruturais do modelo de crescimento adotado no governo Lula. Neste, pouco se avançou na estrutura de oferta, a qual tinha dificuldade em acompanhar as transformações da demanda dada a sua democratização, modernização e maior acesso ao mercado de consumo. Os entraves se deram a partir da valorização cambial, aumento da concorrência internacional e ausência de políticas macroeconômicas com foco na modernização produtiva. Por outro lado, os autores apontam para o desmonte dos mecanismos que sustentavam o consumo já em 2011, além da possível desaceleração do crédito e consumo de duráveis. Em parte, as famílias estariam comprometidas com os encargos dos empréstimos tomados, e, o menor crescimento da economia que impactaria o movimento sobre o salário mínimo.

Este era o problema visualizado pelo governo, em que se seguiu a agenda política em torno dos interesses dos industrialistas na expectativa, segundo os autores de um “efeito industrializante”. O diagnóstico dos industriais apelava para a falta de competitividade, a qual

tinha como exigência a redução dos custos de insumos, trabalhistas e creditícios. Vê-se então a divisão entre o atual e o governo anterior, em que a estratégia no final do período Lula,

[...] foi marcada pela centralidade dos incentivos a demanda agregada como forma de superação da crise internacional, aumentando os investimentos públicos e promovendo uma política fiscal e creditícia anticíclica. Já a estratégia do governo Dilma se baseou na aposta em políticas voltadas para o lado da oferta, ou seja, de estímulo ao setor privado por meio da redução dos custos produtivos para diversos setores da indústria nacional (MELLO; ROSSI, 2018, p. 253).

Serrano e Summa (2016), chamam a atenção para as causas internas que possivelmente contribuíram para a desaceleração do crescimento econômico, desviando assim o olhar das causas externas como as mais importantes para o recente desempenho da economia brasileira. Os autores acreditam, entretanto, que os mecanismos do governo Lula contribuíram para o crescimento da demanda e da geração de capacidade produtiva, para atender a expansão da própria demanda agregada. Se o consumo das famílias e a política fiscal expansionista trouxeram os efeitos multiplicadores de 2004-2010, a nova orientação macroeconômica desacelerou estas variáveis potencializadoras do crescimento, e com isso, viu-se a queda do investimento privado que se ajustou à nova tendência de menor crescimento do mercado interno.

O problema estava no diagnóstico equivocado por parte do governo ao verificar o aumento da inflação como aumento de demanda agregada, no final de 2010 e começo de 2011. Entretanto, a aceleração dos preços internacionais das commodities justificava a elevação do nível geral de preços. O percurso expansionista do período Lula que transformou o consumo das famílias através da maior renda disponível, crédito e emprego foi interrompido no primeiro governo Dilma. Os juros então, se elevaram para 13,5% na taxa nominal. O efeito de tal política se multiplicou negativamente, com criação de emprego e renda disponível cada vez menores, enquanto o endividamento forçava a queda do consumo. Como destacado, não só o consumo das famílias sofreu com a nova orientação econômica, mas também o forte ajuste fiscal com a meta de superávit primário alcançada. A redução nos gastos públicos reais e investimentos acompanharam o abandono do protagonismo público, com a ampliação das PPP e concessão de inúmeros incentivos e subsídios ao setor privado. A política fiscal foi concentrada na redução de impostos em contexto de desaceleração econômica, estratégia menos expansionista do

governo anterior e sem sucesso na tentativa de reverter a tendência negativa dos investimentos (SERRANO; SUMMA, 2016).

O estudo de Gobetti e Orair (2015) caracteriza a fase fiscal expansionista de 2010-2014, com o maior destino de recursos às despesas como subsídios e desonerações, ao invés do protagonismo fiscal voltado para investimentos como o ocorrido no governo anterior. Os autores indicam que no agregado da administração pública para o período houve aumento das despesas, enquanto as receitas permaneceram relativamente estáveis. O governo cedeu inúmeras desonerações que na visão dos autores, contribuíram para a formalização e arrecadação regional. A redução do resultado primário destinou recursos para as desonerações e para as despesas que não concorrem para ampliação dos serviços ou aumento das atividades da administração pública (despesas correntes). Dentro das despesas correntes, destaca-se os benefícios sociais na esfera federal, e despesas de pessoal, na esfera regional. Os instrumentos fiscais utilizados foram os subsídios, gastos correntes e desonerações que indicam a importante mudança na política fiscal de Dilma Rousseff.

A tabela 01 mostra que o Setor Público Consolidado registrava em 2014 um déficit de R\$ 32,5 bilhões. O Governo Central apresentava um aumento contínuo das receitas primárias, exceto relativa estabilidade entre 2008 e 2009. Ao mesmo tempo, as despesas cresceram de forma contínua, o que permitia a geração de um resultado primário positivo até 2013. Na contramão das teses que direcionam argumentos para o aumento das despesas como fonte da instabilidade, Chernavsky, Dweck e Teixeira (2018) apontam que a receita

[...] já em 2012, com o impulso dado às desonerações tributárias para estimular a atividade econômica, ela voltou a cair e despencou a partir de 2014. É a trajetória das receitas, portanto, que cresciam mais rapidamente que as despesas até a crise de 2008 e, invertendo o movimento, passaram a crescer menos que elas desde então, antes de passar a cair em termos reais desde 2014, que é importante para explicar a deterioração fiscal e a geração de déficits primários a partir daquele ano, e não a das despesas, que desaceleraram seu crescimento já no início do governo Dilma e, mesmo chegando a cair em termos reais em 2015, não conseguiram evitar o déficit naquele ano (CHERNAVSKY; DWECK; TEIXEIRA, 2018, p. 4).

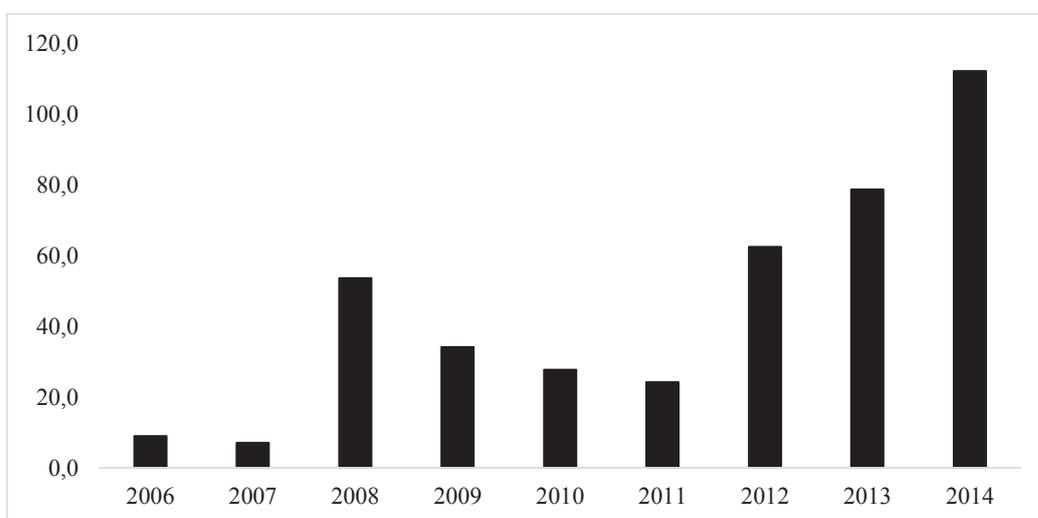
O ritmo de expansão das despesas diminuiu e a política fiscal contribuíram para a queda de arrecadação com as inúmeras desonerações e subsídios. O primeiro governo Dilma partia de um superávit de R\$ 128,7 bilhões em 2011 para um déficit em 2014 de R\$ 32,5 bilhões, em que o primeiro ano é marcado pelo aumento da arrecadação e queda das despesas. Para os autores,

o primeiro governo Dilma não apresenta grande inflexão em relação a 2006-2010, de modo que os gastos totais em áreas importantes (transferências de renda expandidas; saúde e educação mantidos; os investimentos caem em 2011, mas voltaram a crescer e se estabilizaram até 2014 em níveis superiores ao observado anteriormente – ver gráfico 19) foram preservados, ainda que a sua composição tenha se transformado através do direcionamento aos subsídios.

O arranjo econômico com vistas a atender as exigências do setor industrial, não se mostrou eficaz para o crescimento, levando em conta o baixo multiplicador obtido com desonerações frente ao multiplicador dos investimentos em capital. As receitas caíram em função das desonerações, mas também pela queda no crescimento do PIB, e, portanto, não tem a ver com um acelerado e descontrole dos gastos. Os investimentos foram até maiores que o período anterior, mas a queda na arrecadação ao direcionar esforços para subsídios e desonerações para acelerar o investimento privado foram pouco efetivos (TEIXEIRA; DWECK, 2018). A falta de reação do setor privado, neste caso, custou alto ao governo em que a renúncia de receita média passou de R\$ 26,3 bilhões em 2006-2010 para R\$ 69,3 bilhões no primeiro governo Dilma, a arrecadação cai com as desonerações e nível de atividade econômica. O superávit de 2011 se deu com a interrupção do processo de retomada do dispêndio público (ORAIR, 2016).

Com base em Orair (2015), o gráfico abaixo reúne a estimativa das desonerações instituídas pelo governo federal de 2006 a 2014.

GRÁFICO 22 – ESTIMATIVA DAS DESONERAÇÕES DO GOVERNO FEDERAL EM BILHÕES R\$



FONTE: ORAIR (2015).

Do gráfico acima verifica-se a política tributária anticíclica de 2008 com a intenção de retomada da atividade econômica. Em 2008, o fim da CPMF marcava 75,7% do total em renúncia fiscal. A partir de 2012, os estímulos à aquisição de bens de capital, regimes especiais e programas setoriais ou de apoio às exportações e ao desenvolvimento tecnológico alcançavam R\$ 12,6 bilhões ante R\$ 2 bilhões em 2011, atingindo a máxima de R\$ 17,2 bilhões em 2014. Em 2013, o IPI de bens duráveis e materiais da construção civil atingia R\$ 10,1 bilhões. No final da série, a folha salarial representava 21% do total das desonerações, seguida pelas desonerações não classificadas 20,3% do total (ORAIR, 2015).

Dilma Rousseff vence as eleições de 2014, e a partir de janeiro de 2015 assumia a pasta de Ministro de Estado da Fazenda Joaquim Levy, economista ortodoxo. As primeiras medidas anunciadas focavam no compromisso do equilíbrio fiscal, que era visto como caminho para ampliar as oportunidades e iniciar um novo ciclo de crescimento. O pacote incluía aumentos de impostos sobre combustíveis, importações e transações financeiras. Além disso, uma medida provisória (MP 665), com regras mais rigorosas para o seguro desemprego, abono salarial e o seguro defeso, que na visão do Ministro também ajudaria o país a recuperar o equilíbrio fiscal (BOLETIM, 2015).

### 3.5 O orçamento equilibrado como contribuição às explicações da crise

As seções anteriores nos deram pistas sobre o recente desempenho da economia brasileira, e a presente interpretação se distingue ao retomar o papel exercido pela busca do orçamento equilibrado. Colocamos de forma hierárquica em que o ponto de partida foi a redução dos gastos do governo na busca de um orçamento equilibrado e isso levou à redução do gasto privado (em consumo e investimento). No capítulo 2, argumentamos que caso o governo administre um orçamento equilibrado – gastos iguais ou em função da receita – a riqueza financeira líquida do setor privado será (ou tenderá a) zero.

Caldentey e Vernengo (2012), analisam os episódios de crises na América Latina apontando para o equívoco das recomendações políticas que são geradoras de flutuações, as quais os próprios proponentes desejam evitar. Os autores apontam para a insistência em restrições aos gastos do governo e aumento da poupança governamental durante o ciclo de crescimento, fase caracterizada por excessos de crédito e liquidez. Citam o foco em praticar orçamentos equilibrados na América Latina e regras fiscais como a Lei de Responsabilidade

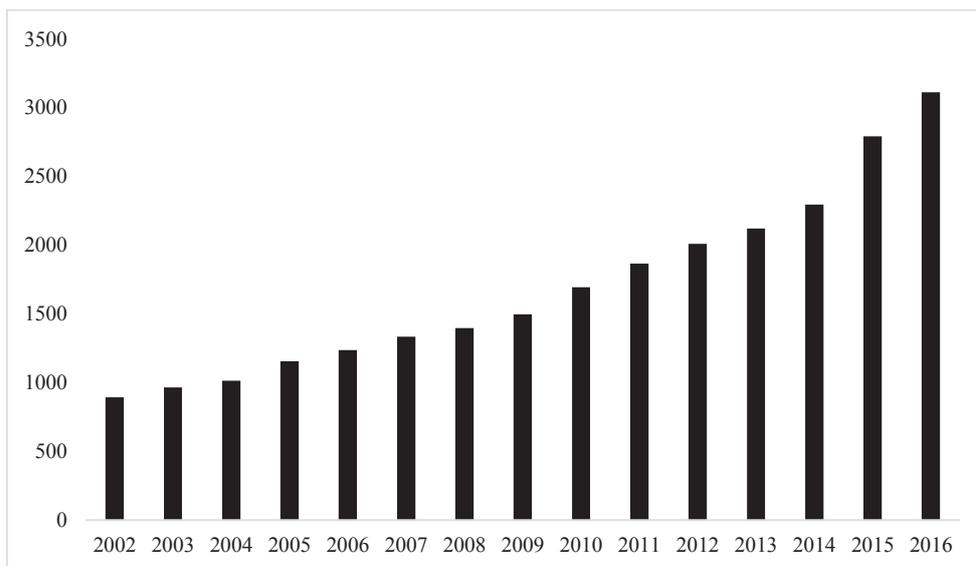
Fiscal no Brasil. A manutenção de superávits fiscais durante o crescimento prescrita pela visão tradicional, como forma de criar espaço fiscal na crise levaram os países a uma taxa de crescimento mais baixo nessa fase do que seria possível. Para os autores, essa é uma forma de esfriar a economia durante o seu crescimento e a restrição fiscal não tem impacto significativo na redução de riscos de uma crise, e o problema é o conservadorismo fiscal.

No caso brasileiro, de um lado não observamos um processo inflacionário no momento de prosperidade em função de um crescimento excessivo dos gastos públicos. De outro, caso tivéssemos tido um aumento dos gastos no período recessivo não teríamos o quadro de crise. Durante o crescimento foram mantidos superávits fiscais, em que o governo Lula retoma gradualmente o Estado, ainda que limitado pelas metas orçamentárias. O ponto chave é a hierarquia, isto é, primeiramente o governo Dilma reduziu os gastos públicos mesmo mantida a alta propensão a gastar dos impostos. Conseqüentemente, reduz a geração de fluxo de caixa do setor privado e dificulta o cumprimento dos compromissos firmados durante a fase de crescimento.

De acordo com Serrano e Summa (2012), a queda do crescimento não pode apenas ser explicada pela queda das exportações, mas que há causas internas importantes. Portanto, a desaceleração da economia brasileira, a partir de 2011, está em função da mudança na orientação da política macroeconômica interna que buscou o equilíbrio das contas através da redução dos gastos públicos, e conseqüentemente, o endividamento das famílias. As medidas anunciadas em 2015 com o objetivo de equilibrar o orçamento, por meio de cortes orçamentários ou mesmo o aumento de impostos, levaram à redução do crescimento econômico no longo prazo.

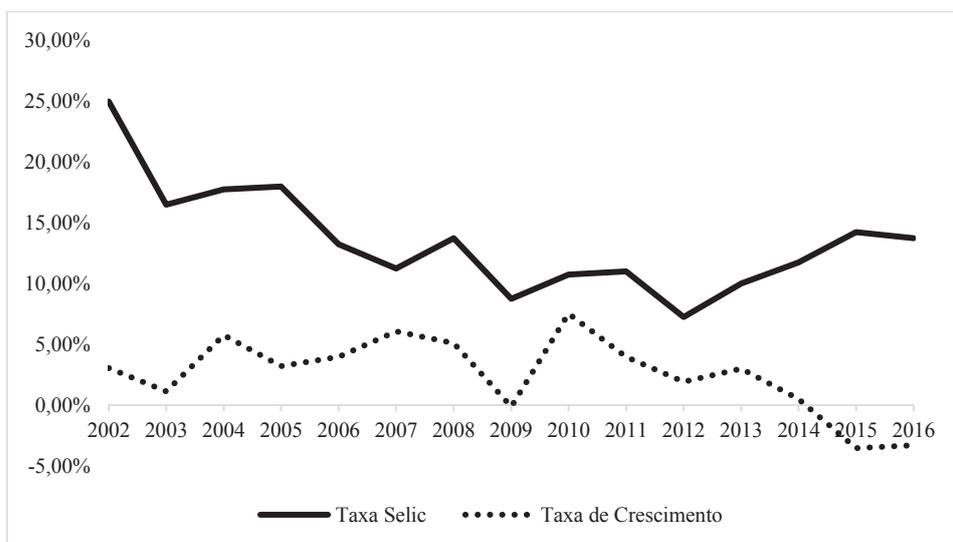
Os defensores do ajuste fiscal, se baseiam na trajetória da dívida pública para convencer a necessidade de geração de superávits, e veem a relação dívida/PIB como variável que confere credibilidade à política macroeconômica. Entretanto, a trajetória da dívida pública está em função da relação entre a taxa de juros e a taxa de crescimento, além do resultado primário. Quando os juros forem maiores que o crescimento, a relação dívida/PIB irá crescer, e os gráficos 23 e 24 mostram o comportamento no período 2002-2016.

GRÁFICO 23 – DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL EM BILHÕES DE R\$



Fonte: Relatório Anual da dívida federal – Tesouro Nacional (2002 – 2016).

GRÁFICO 24 – TAXAS DE JUROS E DE CRESCIMENTO



FONTE: Banco Mundial e BCB.

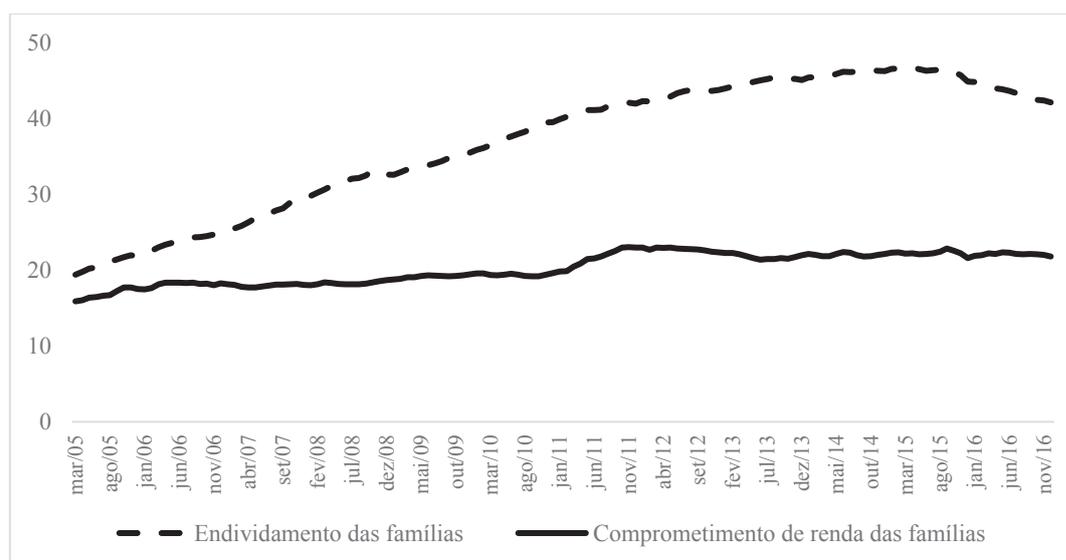
A política macroeconômica de 2003 combinou esforço fiscal e uma taxa de juros de 16,5% em dezembro daquele ano, tal política levou a uma queda no consumo das famílias quando comparada na variação real trimestral (ver gráfico 15). Discutiu-se também que o primeiro mandato do ex-presidente Lula é marcado pela relativa restrição à ampliação dos gastos governamentais, mas que entre os anos de 2004 e 2005 houve uma maior preocupação

com a recuperação do saldo das famílias. Dentre as medidas, citaram-se o controle da inflação e a elevação do consumo, empregos, salários e a acelerada concessão de crédito.

Entretanto, as mudanças na política macroeconômica ocasionaram uma desaceleração no crédito às pessoas físicas. De acordo com Serrano e Summa (2012), entre 2010 e 2011 o Banco Central aumentou os juros, e conseqüentemente afetou o crédito ao consumidor. Isso mostrava o compromisso na redução da demanda agregada, medidas que foram denominadas como macroprudenciais que incluíam dentre outras: o aumento dos impostos aos consumidores em operações de crédito, elevação do percentual mínimo de pagamento de cartões diminuindo o uso para financiamento, aumento do depósito compulsório sobre depósitos nos bancos. Os autores apontam que a taxa de crescimento real do crédito às pessoas físicas passou de 11,59% em 2010 para 5,87% em 2011.

Reunimos os dados disponíveis para 2005-2016 que tratam da parte da renda das famílias comprometida com o serviço da dívida, e o endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses – %, para então verificar os efeitos das mudanças na política macroeconômica sobre as famílias diante de um período de desaceleração da renda.

GRÁFICO 25 – ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS E COMPROMETIMENTO DA RENDA %



Fonte: BCB.

Do gráfico acima percebe-se a ascendência do grau de endividamento das famílias. Em março de 2005, o comprometimento da renda com o serviço da dívida era de 15,9% alcançando cerca de 18% no final do período Lula I. Já em seu segundo mandato, há uma relativa estabilidade no comprometimento das famílias com dívidas, período em que também se observa a queda na taxa SELIC, e o movimento do governo na direção do aumento dos gastos públicos. A partir de 2011, as famílias percebem um aumento no grau de comprometimento da renda na faixa de 23% mantendo-se neste nível até 2016. Quando olhamos para o endividamento das famílias, vê-se um aumento considerável em relação à renda acumulada em 12 meses, dobrando de valor no período considerado acima. Alcança-se a máxima em abril de 2015 quando atinge 46,79%, coincidente com as metas fiscais rígidas para aquele ano com foco no orçamento equilibrado, reforçadas por Dilma Rousseff para reduzir a inflação e garantir a retomada dos investimentos privados. Para Serrano e Summa (2012), o resultado de tais medidas reduziu o crescimento do consumo e aumentaram a inadimplência.

O governo tentou reverter os agravantes das medidas tomadas pelo governo Dilma, as quais impactaram sobre o consumo. Em 2011, o Banco Central diminuiu rapidamente a taxa de juros (ver gráfico 24), reduziu impostos indiretos na tentativa de estimular a demanda por bens duráveis. O problema pode ser resumido como segue:

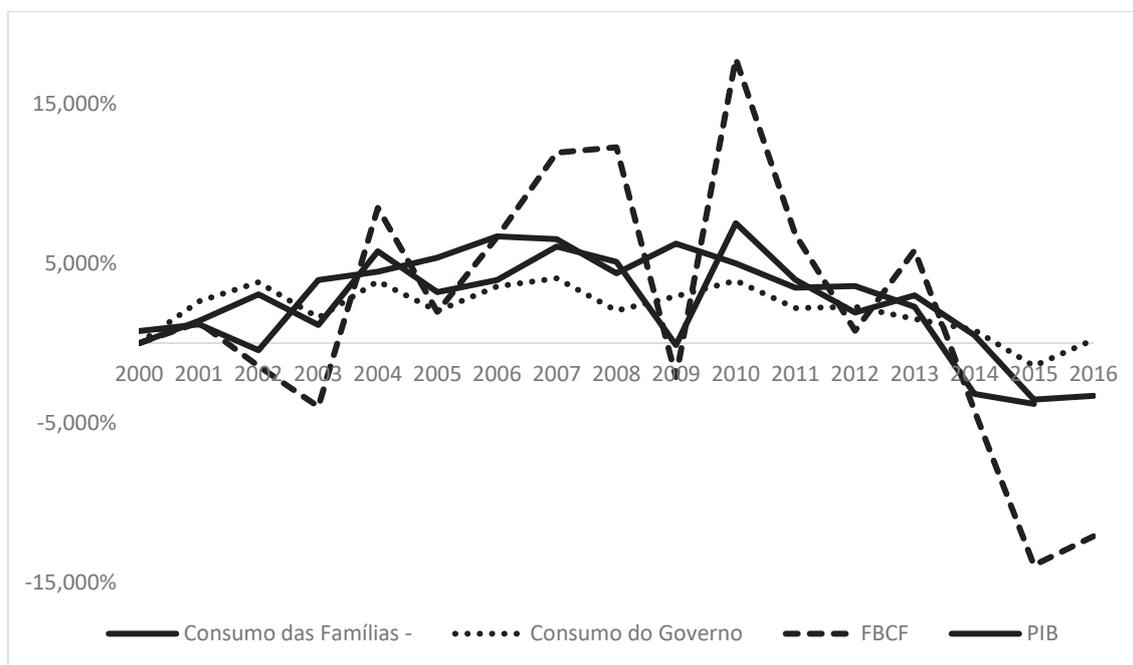
Estas medidas recentes de estímulo ao crédito e ao consumo, entretanto, parecem ainda não ter tido o efeito de aumentar muito a taxa de crescimento do consumo, pois o efeito inicial de uma redução das taxas de juros ao consumidor depois de um ciclo de alta de juros e aumento da inadimplência é o pagamento das dívidas anteriores pelos consumidores endividados, mas devem começar a ter algum efeito positivo maior no segundo semestre de 2012 (SERRANO; SUMMA, 2012, p. 177).

Para Sicsú (2019), a explicação para tamanho comprometimento em dívidas se deve aos elevados juros cobrados das famílias. Em 2010, a economia atingia a maior taxa de crescimento real no período considerado em torno de 7,53% , e, então caiu para pouco menos de 4% em 2011 (gráfico 24). Na tese de Sicsú (2019), é possível afirmar que o aumento do comprometimento pode ter causado alguma queda na taxa de crescimento do consumo, apesar do autor apontar falta de evidências para o caso da economia se desacelerar pelo fato de ter se elevado o endividamento familiar, o qual implicou no aumento da parte da renda destinada ao pagamento de dívidas. Já no primeiro trimestre de 2011 (ver gráfico 15) vemos a queda no consumo das famílias, e a partir de 2014 atinge registros negativos. Neste intervalo, a taxa Selic

de 7,25% em dezembro de 2012 aumentou para 14,25% em 2015. Ainda, o padrão dos gastos públicos sofreria novas intervenções a partir do momento que o governo decidiu inverter os instrumentos da política fiscal: reverte a estratégia de investimentos públicos para as desonerações e subsídios ao setor privado.

O endividamento médio das famílias para o período de 2006 à 2010 era de aproximadamente 30,9%, enquanto de 2011 à 2014, alcançava 44,2%. A diferença entre os dois períodos está na composição fiscal, em que de um lado temos a elevação da participação do Estado nos investimentos públicos e valorização da massa salarial; de outro, um governo marcado pela mudança nos instrumentos com vistas a garantir o crescimento econômico. Entretanto, desde o pico de 2010 não se observa um ritmo de crescimento aos níveis observados no quadriênio anterior. Portanto, nosso ponto é que a origem do endividamento do setor privado está na redução dos gastos do governo. O endividamento não chegaria a um nível “insustentável” caso o governo mantivesse o crescimento dos seus gastos.

GRÁFICO 26 – TAXA DE CRESCIMENTO REAL – EM VARIAÇÃO %



Fonte: IBGE.

O gráfico acima sugere a retomada dos investimentos representada pela Formação Bruta de Capital Fixo, com as medidas anteriormente citadas de ampliação do consumo que conduziram ao estímulo dos investimentos como um todo a partir de 2005. Entretanto, a taxa de 17,85%

atingida em 2010 sofre uma retração para 6,83% no ano seguinte, alcançados 0,78% em 2012 e, ainda que a recuperação de 2013 tenha sido em 5,83% os anos seguintes registravam quedas consecutivas e negativas. O consumo do governo sofreu uma retração na troca entre os governos, caindo de 3,92% em 2010 para 2,2% em 2011, com 0,08% de recuperação em 2012 para a taxa negativa de 1,44% em 2015. A LDO para 2011 (ver gráfico 13) previa o cumprimento de um superávit de 3% do PIB, e o resultado foi 3,11%. Além da variação nominal negativa, a variação real dos investimentos públicos em 2011 (ver gráfico 18) também foi negativa (13,36% menor) em comparação ao ano de 2010. Portanto, o superávit foi possível como consequência da queda do crescimento dos gastos públicos, em especial, dos investimentos públicos.

A redução no investimento em máquinas e equipamentos é concomitante à queda de crescimento da demanda, e isso não seria revertido através do crescimento das exportações ou da economia mundial, pois, já havia se instalado as perspectivas de queda da economia. Portanto, é de difícil compreensão a redução dos investimentos públicos e impulso da demanda no fim de 2010, dada a queda do investimento privado ao longo de 2010. A reação do governo para estimular o setor privado veio com a redução dos custos de investimento, desonerações e outras medidas já citadas. Entretanto, sem perspectiva de demanda não há evidências do crescimento do investimento privado e a geração de empregos (SERRANO; SUMMA, 2012).

A condução fiscal do primeiro governo de Lula ainda que restrita pelos acordos firmados no governo anterior, alertaram para a fraqueza de tais instrumentos ao crescimento econômico. Dali em diante, a estratégia governamental seguiu com políticas de cunho social e diminuição da desigualdade. O efeito multiplicador quando o governo gastava para agentes com elevada propensão a gastar, deslocava outras variáveis. O volume de investimentos atingindo o máximo até 2010 é rompido pela nova política a partir de 2011, e uma forte redução do crescimento dos gastos públicos, especialmente os investimentos públicos, no primeiro governo de Dilma gerou as condições que encaminharam a economia para a recessão em 2015. Os autores já citados levam à ideia de erros de diagnósticos que trouxeram efeitos indesejados, levando em conta a preocupação do governo em reduzir a inflação entre 2010 e 2011.

Para Serrano e Summa (2012), o aperto fiscal e monetário além da desaceleração das exportações, impactaram no crescimento brasileiro entre 2010 e 2011. O governo via a necessidade de diminuir a taxa de juros e desvalorizar o câmbio, mas para isso haveria a necessidade de manutenção do ajuste fiscal. O ajuste fiscal como condição para redução dos juros, se sustentava na ideia de aumentar a poupança interna. Acreditava-se que a queda dos

juros aumentaria o investimento privado. A inflação continuou a subir por conta dos custos externos e internos. As políticas de desvalorização cambial e afrouxamento monetário, além das desonerações não elevaram os investimentos privados. O governo seguiu na direção contrária, reduzindo a demanda agregada que seria responsável por deslocar os investimentos privados.

Discutimos no segundo capítulo que o orçamento equilibrado quando considerado o *timelag*, tem consequências pelo fato de reduzir o efeito multiplicador. Tributar antes impõe ao setor privado endividamento que Haavelmo não considerou porque não observa as questões monetárias (isto é, a forma como o dinheiro é “distribuído” para o pagamento de tributos). O efeito em termos de tamanho que Haavelmo previa só poderia ocorrer caso o governo gastasse antes, isto é, déficit. A partir dessa visão, a nova interpretação para desaceleração da economia a partir de 2011 deu-se de forma hierárquica, isto é, redução dos gastos através da alteração dos investimentos públicos na intenção do governo em exercer uma política fiscal equilibrada. O caminho de Dilma Rousseff foi alternar os instrumentos fiscais, cedendo subsídios e incentivos a um setor com baixa propensão a gastar, e que investe a partir da demanda. Em função de um diagnóstico mal elaborado de aceleração inflacionária por conta do aquecimento da demanda agregada, o governo decidiu aumentar os juros. A partir de então, somado ao gasto público direcionado ao setor privado, as famílias receberam o choque através da parcela comprometida com pagamento dívidas, a qual é dependente da taxa de juros básica da economia.

Desde o primeiro trimestre de 2011 vemos uma redução na taxa de crescimento do consumo das famílias (ver gráficos 15 e 25), sendo como causa possível o aumento da dívida das famílias. Outra variável que pode ter contribuído é a relativa estabilidade do salário mínimo real (ver gráfico 04). O setor privado não correspondeu à altura aos esforços do governo que renunciou ao protagonismo dos investimentos. As famílias que foram levadas pela expansão do crédito, num momento em que se verificava uma inflexão da política fiscal anterior, viram a contração dos seus rendimentos em função da política de orçamento público equilibrado.

Em 2016, Dilma Rousseff reiterava que o equilíbrio fiscal é essencial para reduzir a inflação, o qual garantiria um superávit de 0,5% do PIB. As medidas do ministro Joaquim Levy indicavam o compromisso com o equilíbrio das contas públicas de forma a trazer a consolidação fiscal (AGÊNCIA BRASIL, 2015, 2016). De acordo com a tabela 01, desde 2014 o governo vinha se preocupando com o resultado deficitário das contas públicas. Entretanto, concentrariam esforços na redução de despesas obrigatórias (pagamento da dívida pública, salário de servidores, aposentadoria, auxílio maternidade e auxílio-doença, transferências

regionais etc.) e discricionárias (financiamento de pesquisa, escolas, hospitais, estradas etc.). A problemática é que para reduzir o déficit do setor público para o equilíbrio por meio de cortes nos gastos ou aumento dos impostos, reduz o crescimento econômico a longo prazo.

O problema do endividamento do setor privado foi identificado por Rezende (2016), entretanto não explica a origem. Os autores Serrano e Summa (2012) ajudam a identificar a causa da desaceleração, isto é, redução do gasto público e privado. Porém, não se trata de uma visão hierarquizada, ainda que os autores conectem quedas do consumo e investimento por determinadas razões de políticas fiscal e monetária. Concordamos com as visões, de houve a alavancagem e a redução dos gastos, mas colocamos como a “chave” inicial que levou para a desaceleração e à crise aberta a política fiscal. Enfatizamos a ideia de numa hierarquia a queda dos gastos do governo, o que comprometeu o cumprimento dos compromissos firmado durante o crescimento da economia brasileira. O problema é a redução dos gastos, mas hierarquizamos a relação porque é necessário que o governo, para manter permanentemente a economia crescendo, mantenha a taxa de crescimento dos seus gastos.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa dissertação de mestrado assumiu como objetivo compreender qual o papel do orçamento equilibrado na desaceleração da economia brasileira em 2011. Realizou-se em primeiro lugar uma revisão da bibliografia partindo do teorema do orçamento equilibrado de Haavelmo. Sobre o resultado original do orçamento equilibrado, quando um tributo é imposto e totalmente gasto, o efeito multiplicador para cada gasto será igual a 1. Entretanto, apresentamos perspectivas de alguns autores que revelaram a importância do *time lag*, isto é, a demora com que os impostos retornam para a economia na forma de gastos governamentais. A discussão apontou que caso o governo, em primeiro lugar, imponha um tributo sobre as famílias, exercerá um efeito depressor sobre o consumo. Portanto, essa questão do sequenciamento entre gasta-arrecada e arrecada-gasta, foi fundamental para a análise do objeto da pesquisa, isto é, o processo de desaceleração a partir de 2011.

Haavelmo respondeu às críticas ao seu teorema e assumiu o efeito *time lag*, mas para o autor o resultado será o mesmo e exercerá pouca influência no sentido de redução do gasto. As simulações apresentadas ao longo do texto, demonstraram que o resultado de Haavelmo só pareceu ser possível assintoticamente, ou seja, uma variação inicial nos tributos e gastos se aproximará da mesma variação sobre a renda de forma assintótica. Com a *Modern Monetary Theory* (MMT) identificamos que o orçamento equilibrado de Haavelmo carece de algumas análises, as quais propomos no trabalho. Como pressupostos do modelo de Haavelmo, caracterizamos que caso o governo tribute as famílias para gastar depois, elas tomarão empréstimos junto ao Banco Central (ou Tesouro) para manter o consumo, e o empréstimo (com juros) fez diminuir ainda mais a sua renda disponível. O efeito que os juros exercem é próximo ao das importações sobre o multiplicador, isto é, na forma de vazamentos.

Haavelmo negligenciou o efeito do sequenciamento sobre os balanços bancários de bancos, famílias, governo e Tesouro. Essa questão pôde ser tratada a partir da MMT, a qual ajudou a identificar que o orçamento equilibrado traz consequências, pois o *time lag* reduz o efeito multiplicador. O tributo anterior aos gastos impõe ao setor privado endividamento que Haavelmo não considera, visto que o autor não trata das questões monetárias (o dinheiro para pagamento dos tributos chega ao público através do gasto e/ou empréstimo governamental). A condição evidenciada na MMT é que o governo, desde a origem, não pode cobrar mais impostos

do que gastou e as despesas sempre vêm primeiro. O tamanho do efeito Haavelmo é correto, mas desde que o governo gaste antes.

A discussão da MMT se fez necessária levando em consideração os aspectos financeiros não discutidos na teoria de Haavelmo. A ideia geral é que os empréstimos e impostos não financiam os gastos governamentais. A origem está nos déficits passados do governo, e para os impostos serem quitados, é necessário que o governo gaste antes. Além disso, os impostos são quitados na própria moeda do governo, e o gasto ocorre quando ele a emite e/ou empresta. Quando o governo tributa antes, as consequências podem ser negativas, visto que neste caso, significa que ele ainda não emitiu a moeda para quitar impostos.

A partir dessa visão, propomos uma nova interpretação para o caso da desaceleração da economia brasileira já verificada em 2011. Nas interpretações do que aconteceu para atingirmos o quadro recessivo, verificamos que foi desconsiderado por Haavelmo e pela literatura a questão do sequenciamento. Indicamos a proximidade do presente trabalho com a tese defendida por Rezende (2016), de que houve um processo de alavancagem do setor privado durante o boom econômico no período Lula, evidenciando um período de forte endividamento das famílias e empresas entre 2005 e 2015. Num outro momento, apresentamos a visão de Serrano e Summa (2012), e seus estudos identificaram a mudança na política macroeconômica interna para a explicação do processo de desaceleração, ou seja, de que houve redução do gasto público e privado.

Apesar de Rezende (2016) nos indicar o problema do endividamento sobre o setor privado, carece de explicação para a origem deste processo. Por outro lado, Serrano e Summa (2016) contribuíram na identificação da redução de gastos. Concorde-se com os autores, entretanto, o presente trabalho, diante das lacunas teóricas em contexto de explicação da crise e a multiplicidade de interpretações apresentadas ao longo do trabalho, motivou o interesse sobre a questão da economia brasileira. Dessa forma, hierarquizamos os fatores, caracterizados como desencadeadores do processo de desaceleração.

Hierarquicamente, o governo Dilma reduziu os gastos públicos, e, conseqüentemente levou à redução do gasto privado (consumo e investimento). Quando há uma sequência temporal entre gasta-arrecada e arrecada-gasta, se o governo tributar antes na tentativa de equilibrar o orçamento ou gerar superávits, implica na diminuição da riqueza financeira líquida privada (ou poupança privada). As famílias que foram beneficiadas com as políticas do governo

Lula de expansão do consumo, aumentos salariais reais, ampliação do crédito e outros, foram diretamente atingidas com a mudança da política para a redução dos gastos no primeiro governo Dilma. Apesar de manter elevada a propensão a gastar dos impostos, o governo Dilma direcionou recursos a setores com baixa propensão a gastar.

O primeiro mandato de Lula (2003-2006) era marcado pela política fiscal de redução de gastos, com cumprimento das metas de superávits primários ainda que o governo tenha caminhado para a priorização de políticas sociais. No segundo mandato de 2006 a 2010, ocorre uma mudança na prioridade do governo na condução da política macroeconômica. Neste período, o governo buscava ampliar os gastos, especialmente em investimentos públicos na intenção de crescer com maior inclusão social. O segundo mandato de Lula caracterizou a primeira fase de expansionismo fiscal que vai de 2006-2014. Nesta segunda fase, na qual iniciase com o governo de Dilma Rousseff (2011 em diante), há uma reversão da taxa de investimentos públicos e, ainda que houvesse aumento do gasto público, este foi direcionado ao setor privado. A proposta era reduzir gradualmente o setor público na continuidade dos investimentos.

Durante o governo Dilma, houve um redirecionamento dos gastos públicos, isto é, procurou-se aumentar a participação do setor privado na condução dos investimentos. O governo seguiu com incentivos e desonerações. A desaceleração econômica deu-se, a partir de 2011, em função da mudança de orientação na política econômica interna, a qual buscou equilibrar as contas através da redução dos gastos. A consequência foi o endividamento das famílias dada a redução do impulso fiscal, agora direcionado às empresas.

O problema está, portanto, na redução dos gastos. Quando o governo reduziu a taxa de crescimento dos seus gastos, o setor privado aumentou o seu endividamento. A diferenciação do presente trabalho está na hierarquização da relação. Para que o governo mantenha a economia numa taxa de crescimento a longo prazo, é necessário que mantenha a taxa de crescimento dos seus gastos. O exercício do trabalho a partir da metodologia de hierarquização, chega à conclusão que aplicar a ideia da ordem dos fatores, altera o produto.

## REFERÊNCIAS

AGÊNCIA BRASIL. Em oito anos, o país passou da austeridade fiscal ao crescimento com redistribuição de renda. **Empresa Brasil de Comunicação**, [S.l.: s.n.], dez. 2010. Disponível em: <<http://memoria.ebc.com.br/agenciabrasil/noticia/2010-12-28/em-oito-anos-pais-passou-da-austeridade-fiscal-ao-crescimento-com-redistribuicao-de-renda>>. Acesso em dez. 2019.

\_\_\_\_\_. Governo reafirma compromisso com equilíbrio fiscal, diz Levy. **Empresa Brasil de Comunicação**, Brasília, set. 2015. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2015-09/governo-reafirma-compromisso-com-equilibrio-fiscal-diz-levy>>. Acesso em jan. 2020.

\_\_\_\_\_. Dilma afirma que equilíbrio fiscal é essencial para reduzir inflação. **Empresa Brasil de Comunicação**, Brasília, jan. 2016. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/politica/noticia/2016-01/dilma-afirma-que-equilibrio-fiscal-e-essencial-para-reduzir-inflacao#>>. Acesso em jan. 2020.

BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. de. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. São Paulo, 2010. Disponível em: <<https://nodoctruments.files.wordpress.com/2010/03/barbosa-nelson-souza-jose-antonio-pereira-de-a-inflexao-do-governo-lula-politica-economica-crescimento-e-distribuicao-de-renda.pdf>>. Acesso em dez. 2019.

BELL, S. The hierarchy of money. **The Jerome Levy Economics Institute**, [S.l.], n. 231, abr. 1998. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.96845>>. Acesso em mar. 2020.

BOLETIM [da] Câmara dos Deputados. Brasília, 2015. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/noticias/457900-aprovacao-da-mp-665-ajudara-na-recuperacao-do-equilibrio-fiscal-diz-levy/>>. Acesso em jan. 2020.

BRASIL. Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). Anexo de metas fiscais para os anos entre 2002 e 2018.

\_\_\_\_\_. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Base de dados da STN. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>> . Acesso em: nov. 2019.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Relatório anual da dívida 2003 a 2017**. Brasília. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/gestao-da-divida-publica-federal?p\\_p\\_id=101&p\\_p\\_lifecycle=0&p\\_p\\_state=maximized&p\\_p\\_mode=view&\\_101\\_struts\\_action=%2Fasset\\_publisher%2Fview\\_content&\\_101\\_assetEntryId=227368&\\_101\\_type=content&\\_101\\_urlTitle=relatorio-anual-da-divida](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/gestao-da-divida-publica-federal?p_p_id=101&p_p_lifecycle=0&p_p_state=maximized&p_p_mode=view&_101_struts_action=%2Fasset_publisher%2Fview_content&_101_assetEntryId=227368&_101_type=content&_101_urlTitle=relatorio-anual-da-divida)>. Acesso em jan, 2020.

\_\_\_\_\_. Ministério da Fazenda. Política econômica e reformas estruturais. Brasília, abr. 2003. Disponível em: <[http://fundacaoanfi.hospedagemdesites.ws/site/wp-content/uploads/2012/03/politicaeconomica\\_reformasestruturais.pdf](http://fundacaoanfi.hospedagemdesites.ws/site/wp-content/uploads/2012/03/politicaeconomica_reformasestruturais.pdf)>. Acesso em nov. 2019.

BURKHEAD, J. The balanced budget. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 68, n. 2, p. 191-212, mai. 1954.

CALDENTEY, E. P.; VERNENGO, M. Toward an Understanding of Crises Episodes in Latin America: A Post-Keynesian Approach. **Levy Economics Institute**, New York, n. 728, jul. 2012. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2109915>>. Acesso em abr. 2020.

CHERNAVSKY, E.; DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. Descontrole ou inflexão? A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. In: XI Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira “Desafios para a Economia Brasileira: uma perspectiva keynesiana”, 2018, Porto Alegre. **Anais...** Porto Alegre: Even3, 2018. Disponível em: <<https://www.even3.com.br/anais/AKB2/93641>>. Acesso em jan. 2020.

DWECK, E.; TEIXEIRA, A. R. Os impactos da regra fiscal em um contexto de desaceleração econômica. In: CARNEIRO, R.; BALTAR, P.; SARTI, F. **Para além da política econômica**. São Paulo: Unesp, 2018. p. 283-325.

FAGNANI, E. Déficit nominal zero: a proteção social na marca do pênalti. **Carta Social e do Trabalho**, São Paulo, n. 2, p. 26-31, set./dez. 2005. Disponível em: <<http://cesit.net.br/wp/wp-content/uploads/2014/11/Carta02.pdf>>. Acesso em nov. 2019.

FORSTATER, M. Functional Finance and Full Employment: Lessons from Lerner for Today. **The Jerome Levy Economics Institute**, [S.l], n. 272, jul. 1999. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.174849>>. Acesso em mar. 2020.

FULLWILER, S. T. Modern Central Bank Operations – The General Principles. [S.l], jun. 2008. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1658232>>. Acesso em mar. 2020.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV). Acervo biográfico. 2009.

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. p. 1-17. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n3art9>>. Acesso em 01 fev. 2020.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O. Flexibilização fiscal: novas evidências e desafios. **Texto para Discussão, Ipea**, Rio de Janeiro, set. 2015. Disponível em: <[https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_2132.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2132.pdf)>. Acesso em jan. 2020.

GOODWIN, R. M. Effects of a balanced budget: the implication of a lag for Mr. Haavelmo's analysis. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, v. 14, n. 2, p. 150-151, 1946.

HAAVELMO, T. Multiplier effects of a balanced budget. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, v. 13, n. 4, p. 311-318, out. 1945.

\_\_\_\_\_, T. Multiplier effects of a balanced budget: reply. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, v. 14, n. 2, p. 156-158, 1946.

HABERLER, G. Multiplier effects of a balanced budget: some Monetary implications of Mr. Haavelmos's paper. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, v. 14, n. 2, p. 148-149, abr. 1946.

HAGEN, E. E. Effects of a balanced budget: further analysis. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, v. 14, n. 2, p. 152-155, abr. 1946.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Séries históricas e estatísticas. Rio de Janeiro. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/financas-publicas.html>> Acesso em nov. 2019.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). **Como anda o investimento público no Brasil?**. [S.l.: s.n.], dez. 2011. Comunicados do Ipea. Disponível em: < [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/4458/1/Comunicados\\_n126\\_Como.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/4458/1/Comunicados_n126_Como.pdf)>. Acesso em jan. 2020.

\_\_\_\_\_. Dados macroeconômicos, regionais e sociais. Disponível em <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>> . Acesso em nov. 2019.

INSTITUTO FISCAL INDEPENDENTE (IFI). **Trajatória dos investimentos públicos**. dez. 2017. Relatório de acompanhamento fiscal. Disponível em: <[https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/535500/RAF11\\_DEZ2017\\_pt04.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/535500/RAF11_DEZ2017_pt04.pdf)> . Acesso em dez. 2019.

MELLO, G.; ROSSI, P. Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. In: CARNEIRO, R.; BALTAR, P.; SARTI, F. **Para além da política econômica**. São Paulo: Unesp, 2018. p. 245-282.

MITCHELL, B. What is the balanced-budget multiplier? **Bill Mitchell – Modern Monetary Theory**, 30 dez. 2010.

\_\_\_\_\_. Spending multiplier. **Bill Mitchell – Modern Monetary Theory**, 28 dez. 2009.

\_\_\_\_\_. Where do we get the funds from to pay our taxes and buy government debt? **Bill Mitchell – Modern Monetary Theory**, 15 mar. 2018.

MORA, M. A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010. **Texto para Discussão, Ipea**, Rio de Janeiro, jan. 2015. Disponível em: <<http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3537/1/td2022.pdf>>. Acesso em jan. 2020.

MORAIS, L.; SAAD-FILHO, A. Da economia política à política econômica: o novo-desenvolvimentismo e o governo Lula. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 4, p. 507-527, out./dez. 2011. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0101-31572011000400001>>. Acesso em dez. 2019.

OLIVEIRA, G.; TUROLLA, F. Política econômica do segundo governo FHC: mudança em condições adversas. **Tempo Social**, São Paulo, v. 15, n. 2, p. 195-217, nov. 2003. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0103-20702003000200008>>. Acesso em jan. 2020.

ORAIR, R. O. Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal. **Texto para Discussão, Ipea**, Rio de Janeiro, jul. 2016. Disponível em: <[http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6873/1/TD\\_2215.PDF](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6873/1/TD_2215.PDF)>. Acesso em dez. 2020.

\_\_\_\_\_. Desonerações em alta com rigidez da carga tributária: o que explica o paradoxo do decênio 2005-2014?. **Texto para Discussão, Ipea**, Rio de Janeiro, ago. 2015. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_m2117.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_m2117.pdf)>. Acesso em dez. 2020.

PIMENTEL, K. S. M. **Ensaio sobre política fiscal, demanda efetiva e finanças funcionais**. 2018. 146 f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2018.

POCHMANN, M. Políticas sociais e padrão de mudanças no Brasil durante o governo Lula. **SER Social**, Brasília, v. 13, n. 28, p. 12-40, jan./jun.. 2011. Disponível em: [https://doi.org/10.26512/ser\\_social.v13i28.12681](https://doi.org/10.26512/ser_social.v13i28.12681). Acesso em dez. 2019.

\_\_\_\_\_. Ajuste fiscal, desajuste fiscal. **Carta Social e do Trabalho**, São Paulo, n. 2, p. 26-31, set./dez. 2005. Disponível em: <http://cesit.net.br/wp/wp-content/uploads/2014/11/Carta02.pdf>. Acesso em nov. 2019.

REZENDE, F. Financial fragility, instability and the Brazilian crisis: a Keynes-Minsky-Godley approach. **Minds**, [S.l.], n. 1, não p., 2016. Disponível em: <https://modernmoneynetwork.org/sites/default/files/biblio/Rezende%20-%20Financial%20Fragility%20Instability%20and%20the%20Brazilian%20Crisis.pdf>. Acesso em: dez. 2019.

\_\_\_\_\_. (a). Por que o Brasil sofre uma das piores crises de sua história?. **Valor Econômico**, [S.l.: s.n.], ago. 2016. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/por-que-o-brasil-sofre-uma-das-piores-criises-de-sua-historia.ghtml>. Acesso em dez. 2019.

SERRANO, F. Os trabalhadores gastam o que não ganham: Kalecki e a economia americana nos anos 2000. p. 1-20, 2009.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011-2014. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 25, n. esp., p. 803-833, dez. 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/0103-6351/3549>. Acesso em ago. 2019.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. **Oikos**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 2, p. 166-202, 2012. Disponível em: <<http://www.revistaoikos.org/seer/index.php/oikos/article/view/311>>. Acesso em jan. 2020.

SICSÚ, J. Definições, primeiros resultados e perspectiva da política econômica do governo Lula. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 12, n. 2, p. 311-327, jul./dez. 2003. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/564/09-Sicsu.pdf>>. Acesso em dez. 2019.

\_\_\_\_\_. Após 4 anos, o governo tenta mudar o rumo. **Carta Maior**, 2007. Disponível em: <<https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/Apos-4-anos-governo-tenta-mudar-o-rumo/7/12590>>. Acesso em: dez. 2019.

\_\_\_\_\_. Governos Lula: a era do consumo?. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 39, n. 1, p. 128-151, jan./mar. 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/0101-35172019-2870>>. Acesso em: jan. 2020.

SOUZA, C. Políticas Públicas: uma revisão de literatura. **Sociologias**, Porto Alegre, n. 16, p. 20-45, jul./dez. 2006. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S1517-45222006000200003>>. Acesso em mar. 2020.

TCHERNEVA, P. R. Monopoly Money: The State as a Price Setter. **Oeconomicus**. Chicago, n. 5, p. 124-143, 2002. Disponível em: <[https://modernmoneynetwork.org/sites/default/files/biblio/Pavlina\\_2007.pdf](https://modernmoneynetwork.org/sites/default/files/biblio/Pavlina_2007.pdf)>. Acesso em mar. 2020.

TUDE, J. M.; MILANI, C. S. A política externa brasileira em relação ao Fundo Monetário Internacional durante o governo Lula. **Revista Brasileira de Política Internacional**, Brasília, v. 56, n. 1, p. 85-103, 2013. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0034-73292013000100005>>. Acesso em: jan. 2020.

WEINBERG, D. Monetary versions of the balanced budget multiplier. **Journal of Macroeconomics**, v. 9, n. 3, p. 429-438, 1987.

WORLD BANK. Data. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KN?locations=BR>> Acesso em dez. 2019.

WRAY, L. R. The Neo-Chartalist Approach to Money. n. 10, jul. 2000. Disponível em: <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1010334>>. Acesso em: mar. 2020.

\_\_\_\_\_. **Modern money theory**. 2. ed. Palgrave Macmillan, 2015.

\_\_\_\_\_. **Trabalho e moeda hoje**: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Contraponto, 2003.

## APÊNDICE I – RENDA AGREGADA APÓS $\Delta T = \Delta G$

TABELA 1 - RENDA AGREGADA APÓS  $\Delta T = \Delta G$ 

Períodos	C	Y <sup>d</sup>	Co	C <sub>t</sub>	I	G	T	Renda Agregada
0	0,8	1000	100	900	100	0	0	1000
1		1000	100	900	100	0	0	1000
2		1000	100	900	100	0	0	1000
3		1000	100	900	100	0	0	1000
4		1000	100	900	100	0	0	1000
5		1000	100	900	100	0	0	1000
6		1000	100	900	100	50	50	1000
7		950	100	860	100	50	50	1010,0000000
8		960	100	868	100	50	50	1018,0000000
9		968	100	874,4	100	50	50	1024,4000000
10		974,4	100	879,52	100	50	50	1029,5200000
11		979,52	100	883,616	100	50	50	1033,6160000
12		983,616	100	886,8928	100	50	50	1036,8928000
13		986,8928	100	889,51424	100	50	50	1039,5142400
14		989,51424	100	891,611392	100	50	50	1041,6113920
15		991,611392	100	893,2891136	100	50	50	1043,2891136
16		993,2891136	100	894,6312909	100	50	50	1044,6312909
17		994,6312909	100	895,7050327	100	50	50	1045,7050327
18		995,7050327	100	896,5640262	100	50	50	1046,5640262
19		996,5640262	100	897,2512209	100	50	50	1047,2512209
20		997,2512209	100	897,8009767	100	50	50	1047,8009767
21		997,8009767	100	898,2407814	100	50	50	1048,2407814
22		998,2407814	100	898,5926251	100	50	50	1048,5926251
23		998,5926251	100	898,8741001	100	50	50	1048,8741001
24		998,8741001	100	899,0992801	100	50	50	1049,0992801
...		...	...	...	...	...	...	...
∞		1000	100	900	100	50	50	1050

Fonte: O autor (2019).

Legenda: c – propensão marginal a consumir; Y<sup>d</sup> – renda disponível; Co – consumo autônomo, C<sub>t</sub> – consumo; I – investimentos; G – gastos do governo; T – tributos.

## APÊNDICE II - COMPORTAMENTO DA RENDA DISPONÍVEL APÓS $T = G$ COM *TIME LAG*

TABELA 02 - COMPORTAMENTO DA RENDA DISPONÍVEL APÓS  $T = G$  COM *TIME LAG*

Períodos	Consumo Autônomo	$c_t$	$(Y - T)_{(t-1)}$	$C_t$	$dC/dt$
0	100	0,8	1000,0000000	900	0
1	100		1000,0000000	900	0
2	100		1000,0000000	900	0
3	100		950,0000000	860	-40
4	100		960,0000000	868	8
5	100		968,0000000	874	6
6	100		974,4000000	880	5
7	100		979,5200000	884	4
8	100		983,6160000	887	3
9	100		986,8928000	890	3
10	100		989,5142400	892	2
11	100		991,6113920	893	2
12	100		993,2891136	895	1
13	100		994,6312909	896	1
14	100		995,7050327	897	1
15	100		996,5640262	897	1
16	100		997,2512209	898	1
17	100		997,8009767	898	0
18	100		998,2407814	899	0
19	100		998,5926251	899	0
20	100		998,8741001	899	0
21	100		999,0992801	899	0
22	100		999,2794241	899	0
23	100		999,4235392	900	0
24	100		999,538831398	900	0
...	...		...	...	...
$\infty$	100		1000	900	0

Fonte: O autor (2019).

Legenda:  $c$  – propensão marginal a consumir;  $Y^d$  – renda disponível;  $C_0$  – consumo autônomo,  $C_t$  – consumo.

### APÊNDICE III - NÍVEL DE RENDA TOTAL COM *TIME LAG*

TABELA 03 - NÍVEL DE RENDA TOTAL COM *TIME LAG*

Períodos	Co	c <sub>t</sub>	(Y - T) <sub>(t-1)</sub>	C <sub>t</sub>	I	T	G	Renda Total
0	100	0,8	1000,0000000	900	100	0	0	1000,000000000000
1	100		1000,0000000	900	100	0	0	1000,000000000000
2	100		1000,0000000	900	100	50	0	1000,000000000000
3	100		950,0000000	860	100	50	50	1010,000000000000
4	100		960,0000000	868	100	50	50	1018,000000000000
5	100		968,0000000	874	100	50	50	1024,400000000000
6	100		974,4000000	880	100	50	50	1029,520000000000
7	100		979,5200000	884	100	50	50	1033,616000000000
8	100		983,6160000	887	100	50	50	1036,892800000000
9	100		986,8928000	890	100	50	50	1039,514240000000
10	100		989,5142400	892	100	50	50	1041,611392000000
11	100		991,6113920	893	100	50	50	1043,289113600000
12	100		993,2891136	895	100	50	50	1044,631290880000
13	100		994,6312909	896	100	50	50	1045,705032704000
14	100		995,7050327	897	100	50	50	1046,564026163200
15	100		996,5640262	897	100	50	50	1047,251220930560
16	100		997,2512209	898	100	50	50	1047,800976744450
17	100		997,8009767	898	100	50	50	1048,240781395560
18	100		998,2407814	899	100	50	50	1048,592625116450
19	100		998,5926251	899	100	50	50	1048,874100093160
20	100		998,8741001	899	100	50	50	1049,099280074530
21	100		999,0992801	899	100	50	50	1049,279424059620
22	100		999,2794241	899	100	50	50	1049,423539247700
23	100		999,4235392	900	100	50	50	1049,538831398160
24	100		999,538831398	900	100	50	50	1049,631065118530
...	...		...	...	...	...	...	...
∞	100		1000	900	100	50	50	1050

Fonte: O autor (2019).

Legenda: c – propensão marginal a consumir; Y<sup>d</sup> – renda disponível; Co – consumo autônomo, C<sub>t</sub> – consumo; I – investimentos; G – gastos do governo; T – tributos.

## APÊNDICE IV - VARIAÇÕES NA RENDA NUMA ECONOMIA ABERTA I

TABELA 04 – VARIAÇÕES NA RENDA NUMA ECONOMIA ABERTA I

Período	Y	C	S	T	M	Vazamentos
1	100	68	17	15	20	52
2	48	32,64000	8	7,2	9,6	24,96
3	23,04	15,66720	4	3,456	4,608	11,9808
4	11,0592	7,52026	2	1,65888	2,21184	5,750784
5	5,308416	3,60972	1	0,79626	1,06168	2,76037632
6	2,54803968	1,73267	0,433167	0,38221	0,50961	1,324980634
7	1,223059046	0,83168	0,207920	0,18346	0,24461	0,635990704
8	0,587068342	0,39921	0,099802	0,08806	0,11741	0,305275538
9	0,281792804	0,19162	0,047905	0,04227	0,05636	0,146532258
10	0,135260546	0,09198	0,022994	0,02029	0,02705	0,070335484
11	0,064925062	0,04415	0,011037	0,00974	0,01299	0,033761032
12	0,03116403	0,02119	0,005298	0,00467	0,00623	0,016205296
13	0,014958734	0,01017	0,002543	0,00224	0,00299	0,007778542
14	0,007180192	0,00488	0,001221	0,00108	0,00144	0,0037337
15	0,003446492	0,00234	0,000586	0,00052	0,00069	0,001792176
16	0,001654316	0,00112	0,000281	0,00025	0,00033	0,000860244
17	0,000794072	0,00054	0,000135	0,00012	0,00016	0,000412917
18	0,000381154	0,00026	0,000065	5,7E-05	7,6E-05	0,0001982
19	0,000182954	0,00012	0,000031	2,7E-05	3,7E-05	9,51362E-05
<b>Mudança Total</b>	<b>1,92</b>	<b>130,7691159</b>	<b>32,69227898</b>	<b>28,8461</b>	<b>38,4615</b>	<b>99,99991218</b>

Fonte: Adaptada de Mitchell (2010).

Legenda: Y – renda; C – consumo; S – poupança; T – tributos; M – importações.

## APÊNDICE V - VARIAÇÕES NA RENDA NUMA ECONOMIA ABERTA II

TABELA 05 - VARIAÇÕES NA RENDA NUMA ECONOMIA ABERTA II

Período	Y	C	S	T	M	Vazamentos
1	150	102	25,5	22,5	30	78
2	72	48,96000	12	10,8	14,4	37,44
3	34,56	23,50080	6	5,184	6,912	17,9712
4	16,5888	11,28038	3	2,48832	3,31776	8,626176
5	7,962624	5,41458	1	1,19439	1,59252	4,14056448
6	3,82205952	2,59900	0,649750	0,57331	0,76441	1,98747095
7	1,83458857	1,24752	0,311880	0,27519	0,36692	0,953986056
8	0,880602513	0,59881	0,149702	0,13209	0,17612	0,457913307
9	0,422689206	0,28743	0,071857	0,0634	0,08454	0,219798387
10	0,202890819	0,13797	0,034491	0,03043	0,04058	0,105503226
11	0,097387593	0,06622	0,016556	0,01461	0,01948	0,050641548
12	0,046746045	0,03179	0,007947	0,00701	0,00935	0,024307943
13	0,022438101	0,01526	0,003814	0,00337	0,00449	0,011667813
14	0,010770289	0,00732	0,001831	0,00162	0,00215	0,00560055
15	0,005169739	0,00352	0,000879	0,00078	0,00103	0,002688264
16	0,002481475	0,00169	0,000422	0,00037	0,0005	0,001290367
17	0,001191108	0,00081	0,000202	0,00018	0,00024	0,000619376
18	0,000571732	0,00039	0,000097	8,6E-05	0,00011	0,0002973
19	0,000274431	0,00019	0,000047	4,1E-05	5,5E-05	0,000142704
<b>Mudança Total</b>	<b>1,9230752</b>	<b>196,1536739</b>	<b>49,0384185</b>	<b>43,2692</b>	<b>57,6923</b>	<b>149,9998683</b>

Fonte: Adaptada de Mitchell (2010).

Legenda: Y – renda; C – consumo; S – poupança; T – tributos; M – importações.

## APÊNDICE VI - VARIAÇÕES NA RENDA NUMA ECONOMIA ABERTA III

TABELA 06 - VARIAÇÕES NA RENDA NUMA ECONOMIA ABERTA III

Período	Y	C	S	T	M	Vazamentos
1	150	62	15,5	72,5	30	118
2	32	21,76000	5	4,8	6,4	16,64
3	15,36	10,44480	3	2,304	3,072	7,9872
4	7,3728	5,01350	1	1,10592	1,4746	3,833856
5	3,538944	2,40648	1	0,53084	0,7078	1,84025088
6	1,69869312	1,15511	0,288778	0,2548	0,3397	0,883320422
7	0,815372698	0,55445	0,138613	0,12231	0,1631	0,423993803
8	0,391378895	0,26614	0,066534	0,05871	0,0783	0,203517025
9	0,18786187	0,12775	0,031937	0,02818	0,0376	0,097688172
10	0,090173697	0,06132	0,015330	0,01353	0,018	0,046890323
11	0,043283375	0,02943	0,007358	0,00649	0,0087	0,022507355
12	0,02077602	0,01413	0,003532	0,00312	0,0042	0,01080353
13	0,00997249	0,00678	0,001695	0,0015	0,002	0,005185695
14	0,004786795	0,00326	0,000814	0,00072	0,001	0,002489133
15	0,002297662	0,00156	0,000391	0,00034	0,0005	0,001194784
16	0,001102878	0,00075	0,000187	0,00017	0,0002	0,000573496
17	0,000529381	0,00036	0,000090	7,9E-05	0,0001	0,000275278
18	0,000254103	0,00017	0,000043	3,8E-05	5E-05	0,000132134
19	0,000121969	0,00008	0,000021	1,8E-05	2E-05	6,34241E-05
<b>Mudança Total</b>	<b>212</b>	<b>103,846077</b>	<b>25,96151932</b>	<b>81,7308</b>	<b>42,308</b>	<b>149,9999415</b>

Fonte: Adaptada de Mitchell (2010).

Legenda: Y – renda; C – consumo; S – poupança; T – tributos; M – importações.