

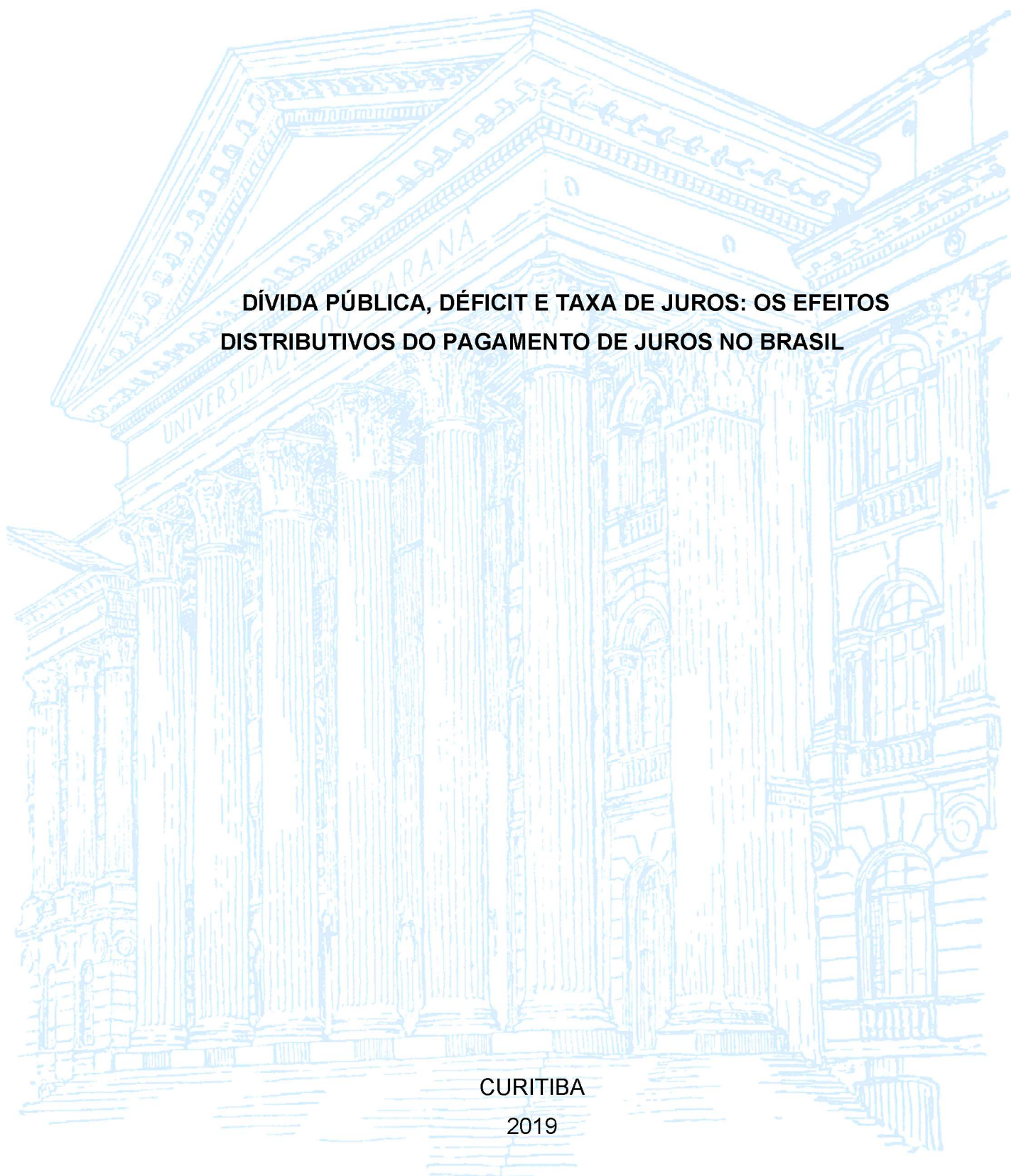
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

JULIA HERMES SCHLITTLER

**DÍVIDA PÚBLICA, DÉFICIT E TAXA DE JUROS: OS EFEITOS
DISTRIBUTIVOS DO PAGAMENTO DE JUROS NO BRASIL**

CURITIBA

2019



JULIA HERMES SCHLITTLER

DÍVIDA PÚBLICA, DÉFICIT E TAXA DE JUROS: OS EFEITOS
DISTRIBUTIVOS DO PAGAMENTO DE JUROS NO BRASIL

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches
Silva Dalto

CIDADE

2019

TERMO DE APROVAÇÃO

JULIA HERMES SCHLITTLER

DÍVIDA PÚBLICA, DÉFICIT E TAXA DE JUROS: OS EFEITOS
DISTRIBUTIVOS DO PAGAMENTO DE JUROS NO BRASIL

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas,
Setor de Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial
à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Prof(a). Dr(a)/Msc. _____

Orientador(a) – Departamento _____, INSTITUIÇÃO

Prof(a). Dr(a)/Msc. _____

Departamento _____, INSTITUIÇÃO

Prof(a). Dr(a)/Msc. _____

Departamento _____, INSTITUIÇÃO

Cidade, ___ de _____ de 201_.

*Dedico este trabalho à minha avó, mãe e educadora,
Maria Therezinha Brunetti Hermes.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente à minha mãe, uma vez que sem sua confiança e perseverança eu jamais teria tido sequer coragem de me mudar para Curitiba para iniciar minha graduação. Agradeço ao meu irmão, meu companheiro de alma, que sempre esteve ao meu lado. Agradeço ao meu pai, por todos os ensinamentos. Agradeço aos meus avós, pelo exemplo e todo amor doado. Sou grata também à Gabriella, por aceitar fazer parte da família que eu escolhi para mim, e que apesar de longe, sempre se fez presente em minha vida.

Sou eternamente grata ao João, por ter me acolhido e me escolhido para lhe acompanhar nessa jornada, pelo compartilhamento de momentos bons e força nos momentos ruins. Dessa amizade, cheguei ao PET (Programa de Educação Tutorial), programa que deu sentido em meus estudos.

No PET, tive como primeiro tutor, o meu atual e ilustre orientador, Prof. Dr. Fabiano, que com muita paciência e dedicação me instruiu na realização deste trabalho. No entanto, para muito além desta monografia, guardo enorme admiração, por seu trabalho, integridade e resiliência.

Não poderia deixar de citar e agradecer um grande amigo, Prof. Dr. Felipe Almeida, que com sua enorme compaixão e empatia, me amparou em momentos de cansaço, me auxiliando a enxergar a importância da humanidade e a realidade no peso que muitas vezes carregamos durante a graduação.

Agradeço e deixo aqui meu respeito, ao demais professores, e a todos aqueles que acreditam e lutam por uma educação PÚBLICA de qualidade.

Por fim, agradeço a Deus e a todos os meus guias, que sempre estiveram comigo, me amparando e trazendo luz.

“A verdadeira dificuldade não está em aceitar novas idéias, mas escapar das
antigas.”

John Maynard Keynes

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo desmistificar premissas e afirmações teóricas, sobre a dívida pública, o gasto do governo e a taxa de juros, que ao longo do tempo foram se ancorando em decisões de política econômica. Tomando como sustentação teórica, a Teoria Monetária moderna, sob a perspectiva heterodoxa de moeda endógena e taxa de juros exógena, o estudo busca demonstrar que tais afirmações são insustentáveis se trazidas à realidade da economia brasileira, através da análise de dados. Por fim, esclarecidos esses equívocos, será colocado em pauta um debate acerca da natureza distributiva do gasto com juros no Brasil, em contrapartida à alocação de gastos sociais no orçamento público, demonstrando assim, o caráter político das decisões de gasto do governo.

Palavras-chave: Teoria Monetária Moderna; Moeda endógena; Taxa de juros Exógena; Dívida Pública; Déficit; Juros.

ABSTRACT

This paper aims to demystify assumptions and theoretical statements about public debt, government spending and interest rates, which over time have been anchored in economic policy decisions. Taking as its theoretical underpinning, the modern monetary theory, from the heterodox perspective of endogenous currency and exogenous interest rate, the study seeks to demonstrate that such statements are unsustainable if brought to the reality of the Brazilian economy through data analysis. Finally, clarifying these misconceptions, a debate on the distributional nature of interest spending in Brazil will be put on the agenda, as opposed to the allocation of social spending in the public budget, thus demonstrating the political character of government spending decisions

Keywords: Modern Monetary Theory; Endogenous Currency; Exogenous Interest rate; Public Debt; Deficit; Interest.

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

BCB - Banco Central do Brasil

PIB - Produto Interno Bruto

COPOM - Comitê de Política Monetária

Selic - Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Amplo Consumidor

LTN - Letras do Tesouro Nacional

LFT - Letras Financeiras do Tesouro

TN – Tesouro Nacional

DPF – Dívida Pública Federal

DPMFi – Dívida Pública Mobiliária Federal

EUA – Estados Unidos da América

FED – Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos

FMI – Fundo Monetário Internacional

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador

FGTS – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento

CEF – Caixa Econômica Federal

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	16
2.	DINHEIRO É DÍVIDA.....	17
1.1	KNAPP, INNES E KEYNES	18
1.2	A TEORIA CONVENCIONAL DO GASTO DO GOVERNO.....	21
3.	DÉFICIT NOMINAL E TAXA DE JUROS: UMA RELAÇÃO INVERSA.....	23
4.	RELAÇÃO ENTRE DÉFICITS, TÍTULOS PRÉ E PÓS FIXADOS E TAXA DE JUROS	26
5.	DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS E FINANCIAMENTO DO GASTO PÚBLICO NO BRASIL	36
5.1	TAXA DE JUROS ENDÓGENA	36
5.2	TAXA DE JUROS EXÓGENA	38
5.3	MECANISMO DE FINANCIAMENTO DO GASTO PÚBLICO	41
6.	A RELAÇÃO ENTRE DÉFICIT PÚBLICO E INFLAÇÃO	50
6.1	TAXA DE CÂMBIO E INFLAÇÃO.....	56
7.	A ECONOMIA POLÍTICA DA POLÍTICA MONETÁRIA: OS JUROS E A DISTRIBUIÇÃO DE RENDA NO BRASIL	60
7.1	O PAGAMENTO DE JUROS E OS DETENTORES DA DÍVIDA PÚBLICA.....	60
7.2	DESPESAS COM JUROS E DEMAIS DESPESAS DO GOVERNO.....	65
8.	CONCLUSÃO.....	70
	REFERÊNCIAS.....	72

1. INTRODUÇÃO

O déficit público, a dívida pública, a taxa de juros e o volume de juros pagos sobre a dívida pública têm sido assuntos muito debatidos na economia brasileira. O volume de juros efetivamente pagos chegou a 8% do PIB em 2016, e representa cerca de 19% dos gastos públicos em 2017 no Brasil. Os debatedores têm dado variadas explicações para o nível da taxa de juros que resulta desse pagamento volumoso de juros anuais.

Pretende-se mostrar neste trabalho que uma grande parte das análises econômicas e visões políticas diversas, comungam de um equívoco comum em relação à dívida, aos déficits públicos e à determinação da taxa de juros numa economia capitalista moderna. A visão (equivocada) subjacente comum é de que a dívida e os déficits públicos têm a mesma natureza de dívidas e déficits privados. Ademais, assim como no setor privado, quanto maiores os déficits e as dívidas, e quanto mais curto o prazo de vencimento das dívidas, tanto maiores os riscos de não pagamento pelo setor público e, portanto, maiores as taxas de juros exigidas pelos investidores para carregarem a dívida pública.

Será analisada, portanto, a não aderência dessas perspectivas através de evidências econômicas e dados disponíveis acerca da economia brasileira. Concomitantemente, será apresentada uma visão mais aderente ao funcionamento de uma economia capitalista moderna como a brasileira, na qual o Estado emite dívida em sua própria moeda e determina através do Banco Central, a taxa de juros de curto prazo, sob o arcabouço teórico da Teoria Monetária Moderna, que pressupõe que a moeda é endógena e a taxa de juros é exógena.

2. DINHEIRO É DÍVIDA

Na abordagem convencional, o dinheiro é tratado como uma mercadoria neutra, escolhido para atuar como meio de troca, emergente da necessidade de se padronizar e facilitar as vias do escambo, através do estabelecimento de algo que fosse amplamente aceito e resolvesse os problemas de dupla coincidência de vontades. De acordo com Menger, em sua principal obra *Princípios de Economia Política*, escrita em 1871, “A origem do dinheiro é, (...) bem mais natural e para a mesma apenas raramente contribui algum fator de ordem jurídica. O dinheiro não é invenção do Estado, nem resultado de um ato legislativo, portanto, sua sanção por parte da autoridade estatal é totalmente alheia ao conceito de dinheiro. Também a adoção de determinadas mercadorias como dinheiro teve sua origem em um processo natural a partir das condições econômicas existentes, sem que houvesse necessidade de interferência do Estado nesse processo.” (p. 377).

Em páginas seguintes, ao desenvolver mais especificamente o conceito de moeda e sua relação com o metal, Menger afirma:

“Não há como negar que a melhor garantia em relação ao peso e à composição das moedas é aquela que o Estado pode oferecer, porque essa autoridade é de todos conhecida e por todos, reconhecida, e, ao mesmo tempo, o Estado tem condições de coibir e punir crimes no tocante a essa matéria. Eis que geralmente os governos tem considerado seu dever de cunhar as moedas necessárias para o comércio; em muitos casos, porém, abusaram tanto desse poder, que os indivíduos quase chegaram a esquecer que uma moeda não passa de uma peça de metal nobre com peso e composição específicos, elementos garantidos pela retidão do cunhador, chegando-se até a duvidar de que a moeda seja, em última análise, uma mercadoria, e ao ponto de, ao final, se qualificar a moeda como ato puramente imaginário e baseado apenas na conveniência humana.” (p. 390)

A escolha desses dois trechos busca demonstrar a contradição do autor, que primeiramente nega a natureza institucional do dinheiro, e em seguida, confessa a necessidade de um Estado para garantir o estabelecimento do que ele chama de moeda. Cabe ressaltar que a ideia de que o dinheiro é uma mera mercadoria e surgiu por decorrência da insuficiência das relações de escambo é compartilhada por diversos autores e não se limita a abordagem convencional.

Neste presente trabalho, por contraste, o dinheiro, suas relações e desdobramentos serão analisados através da abordagem do dinheiro cartal. Nos tópicos a seguir serão trabalhadas as visões de três grandes autores considerados cartalistas.

1.1 KNAPP, INNES E KEYNES

Em oposição à visão metalista, que considera o valor do dinheiro uma derivação do valor do metal escolhido para representá-lo, Knapp desenvolveu a teoria da moeda de Estado. As ideias desenvolvidas pelo autor servem de base para a abordagem cartalista e a abordagem do dinheiro proveniente de crédito privado. De acordo com Knapp (1924), débitos são expressos em uma unidade de valor, unidade de valor pela qual os meios de pagamento são expressos. Os meios de pagamentos por sua vez detêm a propriedade legal de serem “portadores” da unidade de valor, além da capacidade de serem mutáveis, ou seja, podem ser representados através de todo tipo de material físico, como sal, prata, ouro, cobre. Isso quer dizer que, qualquer material pode assumir a forma de meio de pagamento, e mudar ao longo da história, no entanto, é necessário que se imponha uma taxa de conversão. Logo, os débitos, expressos através dos meios de pagamentos, são sempre nominais, assim como todas as unidades de valor. Dado que todo material pode vir a ser escolhido como meio de pagamento, cabe o questionamento sobre quem de fato o determina. A teoria cartalista assume a proposição de que leis de curso legal determinam o que pode ser aceito como meio de pagamento, isso quer dizer que, o dinheiro cartal é uma criação do Estado. Este o determina, quando decide o que será utilizado em suas próprias transações, e assim, o que será aceito como pagamento de débitos privados (impostos, taxações, tributos).

A teoria de Knapp abrange também o dinheiro bancário, isto é, os bancos emitem suas ordens de pagamentos, e as oferecem para seus clientes, quando forem demandas. Os bancos preferem utilizar suas próprias notas ao invés do dinheiro assegurado pelo Estado, dado que, com uma pequena quantidade de capital, ele é capaz de gerar grandes montantes de lucro (Knapp, 1924, pp. 131). É importante ressaltar que, emitir ordens de pagamento, ou dívida, não é um fenômeno atribuído especialmente ou unicamente aos bancos. No âmbito privado,

qualquer agente é capaz de emitir dívida. No caso dos bancos, o dinheiro bancário é amplamente aceito na “comunidade de pagamentos privados”, sendo que o valor deste não deriva de reservas de ouro ou dinheiro em espécie. No entanto, sua limitação de uso está em sua aceitabilidade como meio de pagamento estatal. Isto é, dinheiro bancário não pode ser utilizado como meio de pagamento de tributos, a não ser que o próprio Estado o aceite.

Deste modo, podemos concluir com Wray que:

Most paper money (today, mostly deposits) is privately issued and derives its demand not from a promise of redeemability but rather from state acceptance at pay offices. (Wray, 2014, pp. 8).

Innes (1914, 1932), seguindo a mesma linha de Knapp, acredita que o Estado impõe uma obrigação (dívida) sob a forma de unidade social de conta generalizada (dinheiro), utilizada para mensurar essa obrigação. Uma vez que as autoridades (o Estado) podem cobrar obrigações, cabe a elas denominarem o que e com o que, se encerra essa obrigação, através da precificação. Isto é, o Estado escolhe a unidade, determina o que será aceito como forma de pagamento de suas obrigações impostas e garante que a aceitará. Para o autor, a simples, mas importante relação entre devedor e credor, é o fenômeno social geral por trás do dinheiro. No caso do dinheiro estatal, sua característica única é ser resgatável pelo mecanismo de taxações, impostas pelo governo. Sendo assim, quando o governo gasta, ele se torna um devedor, emitindo dinheiro estatal. Devido ao mecanismo de impostos, o setor privado aceita esse dinheiro, uma vez que a única forma de honrar suas obrigações (impostos) para com o Estado seja através daquilo que ele mesmo determinou como meio de pagamento.

A visão de Keynes quanto a seu tratamento da teoria monetária se assemelha tanto em Knapp, quanto em Innes. Em sua obra, O Tratado sobre a Moeda, Keynes (1930) afirma que o conceito primário da teoria sobre a moeda é o que ele chama de “Money of account”, que vem a existir com a criação de uma relação de dívida, que se dá em forma de um contrato, para deferir pagamentos, e lista de preços que são ofertas de contratos para compra ou venda. Ou seja, a “moeda de conta” é a descrição ou título e o dinheiro é aquilo que responde pela

descrição. Do mesmo modo que Knapp, Keynes afirma que o Estado determina o que servirá como “moeda de conta” assim como estabelece que coisa será aceita como dinheiro. Para Keynes, o dinheiro estatal pode assumir três formas, “Commodity Money”, “Fiat Money” e “Managed Money”. O primeiro é definido como unidades reais de uma mercadoria não monopolizada, livremente obtida, escolhida para os fins familiares do dinheiro. Já o que ele chama de dinheiro fiduciário, é uma forma de dinheiro representativo, criado e assegurado pelo Estado, não conversível por lei, em qualquer outra coisa que não ele mesmo, além de não possuir qualquer valor fixo em termos de um padrão objetivo. Já o conceito de dinheiro gerenciado, apesar de ser parecido com o de dinheiro fiduciário, se distingue do mesmo uma vez que o Estado compromete-se a administrar as condições de sua emissão, de tal forma que, por conversibilidade ou não, tenha um valor determinante em termos de um padrão objetivo. (Keynes, 1930, pp. 8). O Estado é livre e detém poder para escolher um sistema baseado em “Commodity Money”, “Fiat Money” ou “Managed Money”. Segundo Keynes (1930), o Cartalismo começa quando o Estado designa o padrão objetivo que deve corresponder ao dinheiro de conta.

Podemos concluir, portanto, que antes de tudo, o dinheiro expressa uma relação de dívida, e diferentemente da visão metalistas, que coloca o Estado no banco de trás do mercado, como explicita Bell (2001), a teoria cartalista reconhece a centralidade do Estado e seu poder em exigir que certos pagamentos sejam feitos a ele, além de terminar o meio em que esses pagamentos devem ser feitos. Logo, o dinheiro sob a perspectiva cartalista, é uma criatura do Estado, e possui natureza política. Dado que o Estado possui poder de impor tributos aos seus cidadãos, e ao mesmo tempo determina de que forma eles devam ser pagos, o dinheiro estatal (fiduciário) nada mais é, do que uma relação de dívida, entre o Estado e a população. Essa relação implica que a esfera privada depende da moeda estatal para pagar seus tributos, uma vez que, segundo Wray (2003), a moeda fiduciária permite a consumação de todas as dívidas públicas e privadas, sendo a única moeda aceita em última instância no pagamento de tributos, sendo também a moeda na qual as exigibilidades bancárias são conversíveis e que é utilizada para compensação entre bancos e entre os bancos privados e o banco central. Uma vez que o setor privado sempre estará em uma relação de dívida com o Estado, na moeda em que ele mesmo determinou como meio de pagamento, será preferível

que os contratos privados de dívida sejam denominados em termos desta mesma moeda, isto é, a moeda fiduciária interna é sempre aceita em troca de produção doméstica, qualquer coisa que esteja à venda com um preço em Reais, por exemplo, pode ser adquirido pelo fornecimento de dinheiro emitido pelo governo brasileiro (Bell, 2001; Wray 2003).

Uma vez que se entende que o único meio de se obter moeda estatal é através do próprio Estado, dado que este detém o monopólio de emissão, o gasto do governo e a tributação, ou seja, a política fiscal, ganham outra conotação, diferente daquela construída pelos manuais convencionais de macroeconomia. No próximo tópico desenvolvo esses diferentes aspectos e seus desdobramentos.

1.2 A TEORIA CONVENCIONAL DO GASTO DO GOVERNO

A visão convencional acerca do mecanismo do gasto do governo se sustenta sob a hipótese de que há uma restrição orçamentária, puramente econômica, que implica que o governo deve ser financiado pelas receitas provenientes dos impostos ou pela venda de títulos, sendo que a monetização ou “impressão de dinheiro” provocam pressões inflacionárias. O gasto do governo deve, portanto, manter a variação de oferta monetária com a estabilidade de preços (Fullwiler, 2007).

Caso o governo aumente seus gastos para além de suas receitas, isto é, opere em déficit, ele terá que se endividar com o setor privado (vender títulos) ou emitir moeda para cobrir essa diferença em suas contas, o que acarretaria em pressões inflacionárias. Uma vez que a política fiscal deficitária sinalize para os agentes um risco significativo de default ou pressões inflacionárias, o mercado demandará cada vez mais taxas de juros maiores, para que títulos de dívida do governo sejam aceitos. Ou seja, dentro dessa perspectiva analítica, o governo funciona como o setor privado, sendo refém do mercado, tanto para se financiar, quanto para estabelecer sua taxa básica de juros. Desta forma, apesar de reconhecer que o Estado pode se financiar através de emissão monetária, esta prática é vista como não desejável, dado que culminaria em uma trajetória inflacionária.

Fica o Estado, portanto, sujeito a gastar apenas aquilo que arrecada, através da arrecadação proveniente dos tributos, ou emitir títulos, que o levaria a obrigatoriamente elevar a taxa de juros no futuro.

Um dos erros desta abordagem se encontra na própria origem do dinheiro. Para tributar, o governo precisa primeiramente gastar, uma vez que, o dinheiro aceito para pagar seus tributos não pode vir de qualquer outro lugar que não seja do próprio Estado¹. O segundo erro se encontra na capacidade de barganha do mercado para exigir do Estado a taxa de juros que ele desejar, para adquirir títulos de dívida. O terceiro erro diz respeito à possibilidade de não pagamento por parte do governo, (default) de sua dívida denominada em sua própria moeda. Ora, uma vez que o Estado detém o monopólio emissor da moeda na qual o título está denominado, não há qualquer barreira econômica que o impeça de cumprir com suas obrigações. O contra-argumento mais utilizado nesse debate é o que culmina em inflação.

Nos próximos tópicos esses argumentos, e outras proposições equivocadas acerca da dívida pública e da taxa de juros serão desconstruídos através de uma análise de dados sobre a economia brasileira.

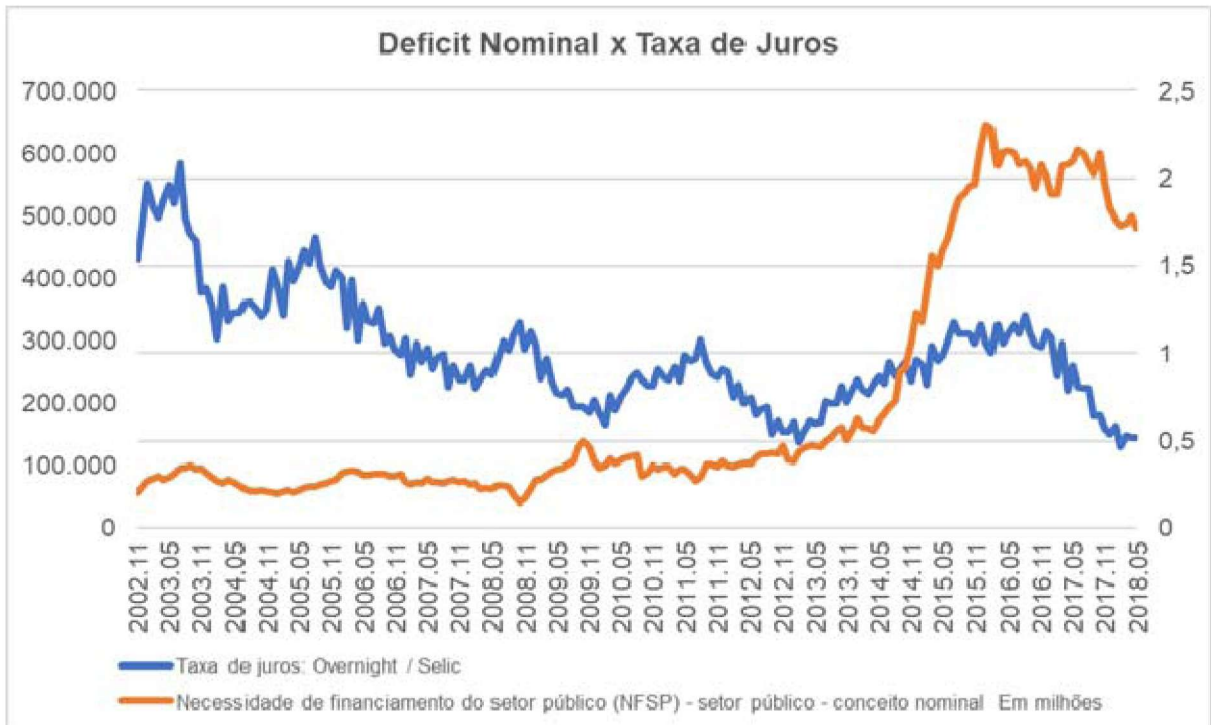
¹ Os bancos comerciais possuem a capacidade de criarem moeda bancária, no entanto, esta não possui a característica de quitar os débitos tributários com o Estado.

3. DÉFICIT NOMINAL E TAXA DE JUROS: UMA RELAÇÃO INVERSA

Talvez a visão mais popular entre os debatedores é a que afirma que a taxa de juros varia proporcionalmente ao volume e perfil de vencimentos (mais curta ou mais longa) da dívida pública. Ainda que haja diferenças nas explicações entre as visões, a relação geral compartilhada pelos vários argumentos é a presunção de que a taxa de juros varia conforme a necessidade de financiamento do setor público. Isto é, quanto maior o déficit público, maiores as taxas de juros que o setor público terá de pagar para que os agentes financeiros aceitem comprar a dívida pública. Analogamente, quanto mais curto for o perfil de vencimento da dívida pública, tanto maior a necessidade de giro da dívida por parte do Tesouro e, conseqüentemente, maior seria o poder de barganha dos demandantes privados de títulos públicos, implicando em uma maior seria a taxa de juros por eles exigida. Segundo Delfim Netto (2005) haveria uma correlação entre o déficit nominal e os prazos, de forma que:

“[o]bjetivo de déficit nominal zero (...) criará instantaneamente uma expectativa de baixa do juro real, que facilitará à Secretaria do Tesouro a substituição de parte da dívida selicada para papéis pré-fixados(...).Com isso caminharemos com relativa rapidez para taxas de juros reais civilizadas.” (Netto, 2005, p. 9)

Segundo esta perspectiva, as taxas de juros seriam uma função direta tanto dos déficits públicos, quanto do endividamento público e de seu perfil. No gráfico abaixo, é possível observar as relações assumidas pela versão fiscalista da taxa de juros acima apresentada. O gráfico 1, mostra a relação entre déficit nominal mensal corrente e a taxa de juros Selic média mensal. Nota-se uma relativa estabilidade dos déficits nominais mensais entre 2003 e 2008 ao entorno de R\$70 bilhões mensais. Já a taxa de juros mensal mostra um declínio quase constante, saindo de 1,5% ao mês em 2003 para menos de 1% ao mês em 2008. Entre 2009 e 2014, há uma clara mudança de patamar dos déficits nominais, passando a uma média mensal de mais de R\$110 bilhões. Não obstante este significativo aumento do déficit nominal mensal, as taxas de juros mensais continuaram abaixo de um ponto percentual e chegaram a 0,5% no início de 2013. Entre 2014 e 2018 o patamar do déficit nominal mensal quadruplica enquanto a taxa de juros mensal, embora se eleve para acima de 1% em meados de 2016, rapidamente volta aos patamares de 0,5% em 2018.

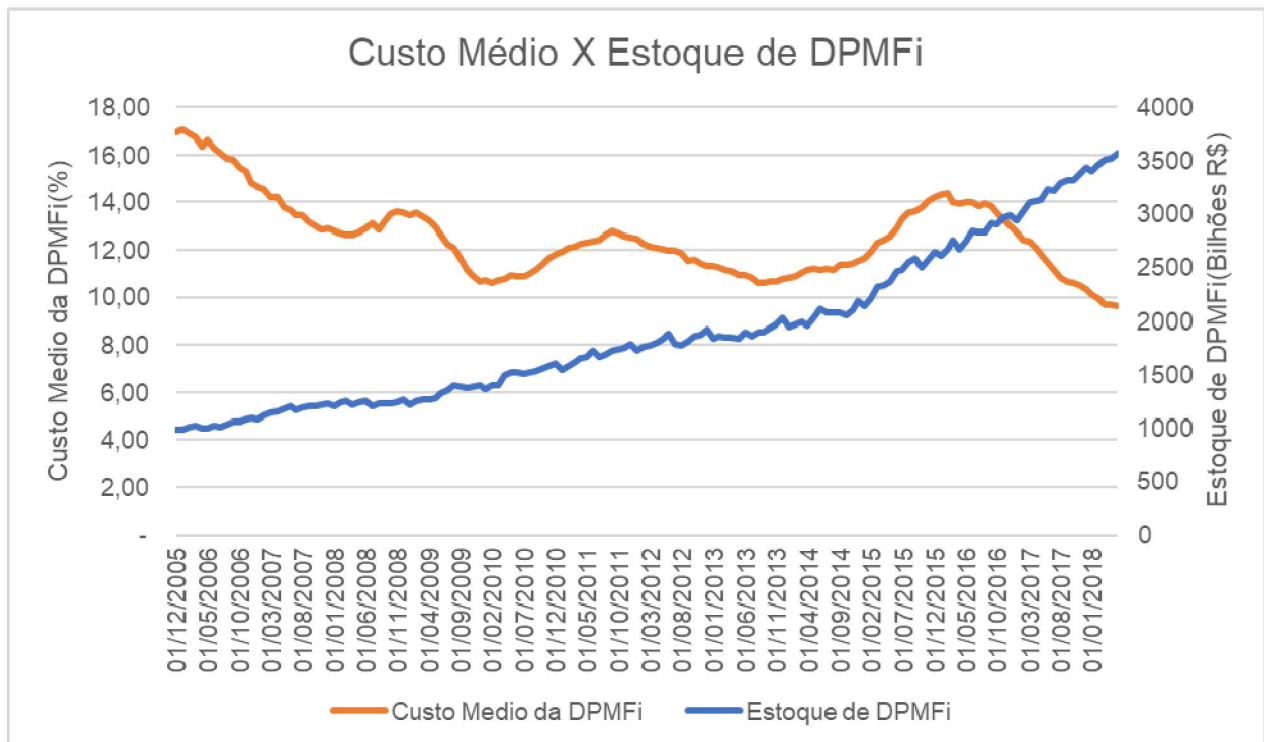


Fonte: IPEADATA

Em suma, as variações mensais das duas variáveis não corroboram a crença de que exista alguma relação positiva entre déficits fiscais e taxa de juros pagas pelo Tesouro aos detentores de dívida pública. Ainda que exista alguma correlação positiva entre as variáveis taxa de juros e déficit nominal em proporção do PIB (de 0,099), ela é muito baixa para ser significativa. De modo geral, portanto, as tendências de evolução das duas variáveis foram inversas, com a taxa de juros tendendo a diminuir enquanto os déficits nominais tenderam a crescer. De fato, a relação entre déficits fiscais correntes e taxas de juros é inversa, como mostrado no gráfico, apresentando um coeficiente de correlação entre elas de -0,19. Isto significaria dizer que, se existe alguma influência dos déficits sobre a taxa de juros pagas pelo governo em seus títulos, esta seria uma relação inversa: quanto maior o déficit nominal, menores as taxas de juros pagas.

Da mesma forma, costuma-se associar o custo da dívida pública a seu estoque. Na medida em que o governo precisaria financiar seus déficits, o argumento segue, o TN deve lançar títulos de dívida pública com custos cada vez maiores para compensar o risco de não pagamento do estoque de dívida crescente que os detentores da dívida pública deveriam carregar em suas carteiras de

investimento. No gráfico abaixo é apresentada a relação entre estoque da dívida pública interna (a DPMFi) e o custo médio pago sobre este estoque de dívida. De forma geral, entre dezembro de 2005 e maio de 2018, o coeficiente de correlação entre estas variáveis é de -0,40. Isto significa uma correlação relativamente forte e negativa entre as variáveis, mostrando que o crescimento do estoque da DPMFi está inversamente relacionado ao custo médio da dívida. Quer dizer, nos momentos em que a dívida cresce o custo da colocação de títulos públicos diminui.



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Mensal da Dívida Pública, Maio 2018, anexo estatístico (<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>).

4. RELAÇÃO ENTRE DÉFICITS, TÍTULOS PRÉ E PÓS FIXADOS E TAXA DE JUROS

A evolução dos déficits nominais e do perfil da dívida também não parece confirmar a ideia de que menores déficits resultariam em maior facilidade de emissão de títulos pré-fixados em substituição aos títulos pós-fixados (indexados à taxa Selic). A tabela 1 abaixo mostra a composição por indexadores.

Caixa Explicativa: Tipos de Títulos ofertados pelo Tesouro Nacional		
Tipo do Título	Nome	Explicação
Pré-Fixado	Tesouro Pré-Fixado (LTN)	Você sabe exatamente a rentabilidade que irá receber se mantiver o título até a data de vencimento. Esses títulos são indicados se você acredita que a taxa prefixada será maior que a taxa de juros básica da economia (Selic). Por terem rentabilidade predefinida, seu rendimento é nominal. Isso significa que é necessário descontar a inflação para obter o rendimento real da aplicação.
Pré-Fixado	Tesouro Pré-Fixado com Juros Semestrais (NTN-F)	Esse título faz pagamento de juros a cada seis meses. Isso significa que o rendimento é recebido pelo investidor ao longo do período da aplicação, diferentemente do título Tesouro Prefixado (LTN). Os pagamentos semestrais, nesse caso, representam uma antecipação da rentabilidade contratada.
Pós-Fixado	Tesouro SELIC (LTF)	A rentabilidade da aplicação é composta por uma taxa predefinida no momento da compra do título mais a variação de um indexador. Esse título é indicado se você acredita que a tendência da taxa Selic é de elevação, já que a rentabilidade desse título é indexada à taxa de juros básica da economia.
Pós-Fixado	Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais (NTN-B)	Ele proporciona rentabilidade real, ou seja, garante o aumento do poder de compra do seu dinheiro, pois seu rendimento é composto por duas parcelas: uma taxa de juros prefixada e a variação da inflação (IPCA). Desse modo, independente da variação da inflação, a rentabilidade total do título sempre será superior a ela. A rentabilidade real, nesse caso, é dada pela taxa de juros prefixada, contratada no momento da compra do título. O rendimento é recebido pelo investidor ao longo do período da aplicação, em vez de receber tudo no final. Os pagamentos semestrais, nesse caso, representam uma antecipação da rentabilidade contratada.

Pós-Fixado	Tesouro IPCA+ (NTN-B Principal)	Ele proporciona rentabilidade real, ou seja, garante o aumento do poder de compra do seu dinheiro, pois seu rendimento é composto por duas parcelas: uma taxa de juros prefixada e a variação da inflação (IPCA). Desse modo, independente da variação da inflação, a rentabilidade total do título sempre será superior a ela. A rentabilidade real, nesse caso, é dada pela taxa de juros prefixada, contratada no momento da compra do título. Possui fluxo de pagamento simples, isto é, você receberá o valor investido acrescido da rentabilidade na data de vencimento ou resgate do título. Em outras palavras, o pagamento ocorre de uma só vez, no final da aplicação.
-------------------	---------------------------------	--

Fonte: Tesouro Nacional, elaboração própria.

De acordo com Nakano (2005a):

“Títulos de dívida com taxa de juros pré-fixados fazem sentido somente para os especuladores e quando há perspectiva de queda na taxa de juros (...).” (Nakano, 2005a, pp.11)

O autor afirma que os títulos de dívida com taxa de juros pré-fixados são atrativos para os especuladores apenas quando há perspectiva de queda na taxa de juros, e de fato, é possível traçar uma relação positiva entre a trajetória de queda da taxa de juros no Brasil e o aumento dos títulos pré-fixados na composição da dívida pública, isso se dá uma vez que os agentes esperam que a taxa de juros continue em trajetória real de queda, logo, optarão por adquirirem títulos com taxa de juros pré-fixadas à uma taxa presente maior. No entanto, é preciso entender de fato, porque e de que forma os especuladores compõem seus portfólios de títulos.

“(...) Se o Banco Central “impõe” ao mercado de moeda de curtíssimo prazo a mesma taxa que remunera títulos da dívida pública, é óbvio que todos tenham total preferência por aplicações em juros pós-fixados e de curtíssimo prazo.” (Nakano, 2005b, pp. 2)

Nesta afirmação, em contradição com a primeira, o autor coloca que os agentes terão total preferência por aplicações em juros pós-fixados, vejamos. Os

indexadores dos títulos, sejam eles quais forem, servem para fins de especulação e proteção do investidor, isto é, se o agente espera que a taxa de juros esteja em trajetória de alta, sua escolha provavelmente se dará por um título pós-fixado. Se o mercado cambial se encontra em alta volatilidade, é muito provável que os agentes prefiram comprar títulos atrelados ao câmbio para se protegerem da volatilidade. Ou seja, a composição da dívida pública por indexador reflete a decisão de portfólio dos agentes, de acordo com suas expectativas sobre o futuro das variáveis econômicas em questão. Nas tabelas a seguir será demonstrado que tanto a composição dos títulos da dívida quanto seus prazos de vencimento sofreram grandes mudanças ao longo dos anos.

Tabela 1 - Composição dos Títulos Públicos por Indexador – Participação percentual

Mês	Pre-Fixados	Índices de Preços	Flutuantes	Câmbio	Demais	Total
dez/99	9,00%	5,58%	62,45%	22,82%	0,15%	100,00%
nov/00	14,70%	5,89%	56,89%	22,44%	0,08%	100,00%
dez/00	14,76%	5,94%	56,96%	22,27%	0,07%	100,00%
dez/01	7,82%	6,99%	56,56%	28,61%	0,02%	100,00%
dez/02	2,19%	12,54%	62,88%	22,38%	0,01%	100,00%
dez/03	12,51%	13,55%	63,18%	10,76%	0,00%	100,00%
dez/04	20,09%	14,90%	59,86%	5,15%	0,00%	100,00%
dez/05	27,86%	15,53%	53,91%	2,70%	0,00%	100,00%
dez/06	36,13%	22,54%	40,04%	1,30%	0,00%	100,00%
dez/07	37,31%	26,26%	35,48%	0,95%	0,00%	100,00%
dez/08	32,19%	29,34%	37,40%	1,06%	0,00%	100,00%
dez/09	33,71%	28,61%	36,97%	0,70%	0,00%	100,00%
dez/10	37,93%	28,14%	33,36%	0,57%	0,00%	100,00%
dez/11	38,28%	29,60%	31,54%	0,57%	0,00%	100,00%
dez/12	41,18%	35,48%	22,76%	0,57%	0,00%	100,00%
dez/13	43,30%	36,14%	20,00%	0,57%	0,00%	100,00%
dez/14	43,08%	36,70%	19,62%	0,59%	0,00%	100,00%
dez/15	41,03%	34,28%	24,01%	0,68%	0,00%	100,00%
dez/16	36,88%	33,18%	29,43%	0,50%	0,00%	100,00%

jan/17	34,32%	34,37%	30,82%	0,49%	0,00%	100,00%
fev/17	35,09%	33,61%	30,82%	0,48%	0,00%	100,00%
mar/17	35,87%	33,20%	30,45%	0,48%	0,00%	100,00%
abr/17	34,93%	33,45%	31,15%	0,47%	0,00%	100,00%
mai/17	36,00%	31,86%	31,66%	0,48%	0,00%	100,00%
jun/17	36,10%	31,41%	32,03%	0,46%	0,00%	100,00%
jul/17	35,18%	31,37%	33,00%	0,45%	0,00%	100,00%
ago/17	35,77%	30,73%	33,06%	0,44%	0,00%	100,00%
set/17	36,62%	30,76%	32,18%	0,44%	0,00%	100,00%
out/17	35,63%	31,12%	32,81%	0,44%	0,00%	100,00%
nov/17	36,10%	30,72%	32,74%	0,3%	0,00%	100,00%
dez/17	36,30%	30,62%	32,65%	0,44%	0,00%	100,00%
jan/18	34,72%	31,26%	33,60%	0,42%	0,00%	100,00%
fev/18	35,28%	30,74%	33,55%	0,43%	0,00%	100,00%
mar/18	36,39%	30,73%	32,44%	0,44%	0,00%	100,00%
abr/18	35,45%	30,86%	33,25%	0,44%	0,00%	100,00%
mai/18	35,75%	30,49%	33,28%	0,47%	0,00%	100,00%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Mensal da Dívida Pública, Maio 2018, anexo estatístico (<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>).

Observa-se, desde 2003, uma forte modificação da composição dos componentes dos indexadores dos títulos de dívida pública em direção aos títulos pré-fixados e os indexados aos índices de preços. Em 10 anos, a participação dos títulos pré-fixados passou de cerca de 13% do total do estoque de títulos públicos para mais de 40% deste total em 2013. Ao mesmo tempo, em que há, no mesmo período, uma redução significativa dos títulos pós-fixados e os indexados ao câmbio. Os pós-fixados junto com os indexados ao câmbio, que no início da década de 2000, representavam mais de 80% de todo o estoque de títulos da dívida pública, caíram para 1/5 do total do estoque de títulos em 2013.

Toda esta recomposição do estoque de títulos no sentido da ampliação da participação dos títulos pré-fixados em substituição aos títulos indexados à taxa de juros (flutuantes ou pós-fixados) ocorreu sem nenhuma necessidade de déficit nominal zero. Ao contrário, como mostrado anteriormente, mesmo com déficits

nominais significativos e crescentes tanto a taxa de juros se reduziu consideravelmente desde 2002, como houve a recomposição dos indexadores em direção aos pré-fixados. De fato, nem as flutuações da taxa de juros, nem o crescimento dos déficits nominais pareceram suficientes para desfazer a maior participação dos títulos pré-fixados no estoque de títulos da dívida pública – ainda que tenha havido alguma ampliação dos títulos pós-fixados nos últimos anos.

Um subproduto da maior participação dos títulos pré-fixados no estoque de títulos da dívida pública é o alongamento mais lento dos prazos de vencimento médios do estoque de dívida.

Segundo Nakano (2005a):

“(...) é impossível o Tesouro Nacional alongar o perfil da dívida pública de forma significativa, pois tem como competidor o Banco Central. O Tesouro Nacional teria que pagar um prêmio extra acima da Selic, já absurdamente elevada. E assim caímos numa armadilha. Piso da taxa de juros Selic elevado e a existência de títulos e aplicações de curtíssimo prazo remunerados por esta taxa diariamente, torna impossível alongar o perfil da dívida pública. Por sua vez, este perfil associado à taxa de juros elevada, que significa risco elevado, não incentiva o aplicador comprar títulos de longo prazo.” (pp. 11)

A tabela 2 mostra os prazos médios em anos de vencimento dos títulos públicos segundo os indexadores.

Tabela 2 - Prazos de Vencimento da Dívida Pública Por Indexador (em anos)

Mês	Prefixado	Taxa Flutuante	Índice de Preços	Total
dez/99	0,34	1,01	3,62	0,98
dez/00	0,81	4,07	3,96	2,41
dez/01	0,55	-	4,44	1,52
dez/02	-	0,62	5,45	1,12

dez/03	1,04	4,59	7,97	3,81
dez/04	0,94	1,93	7,95	1,54
dez/05	1,67	4,32	3,11	2,77
dez/06	1,94	3,69	6,65	3,03
dez/07	1,50	5,32	5,42	3,41
dez/08	1,09	3,07	8,48	2,86
dez/09	1,59	4,67	5,27	3,10
dez/10	2,00	4,78	10,93	3,87
dez/11	2,33	6,32	7,12	3,73
dez/12	2,85	5,29	13,02	7,59
dez/13	1,72	5,29	10,74	3,75
dez/14	2,62	5,83	12,80	5,10
dez/15	1,50	5,83	6,54	3,40
dez/16	2,02	5,81	6,26	3,23
dez/17	2,34	5,69	7,90	4,00
jan/18	3,91	6,06	6,39	4,96
fev/18	3,25	5,98	6,15	4,37
mar/18	3,03	5,93	7,39	4,38
abr/18	2,79	5,84	7,52	3,99
mai/18	2,60	5,73	8,38	4,47

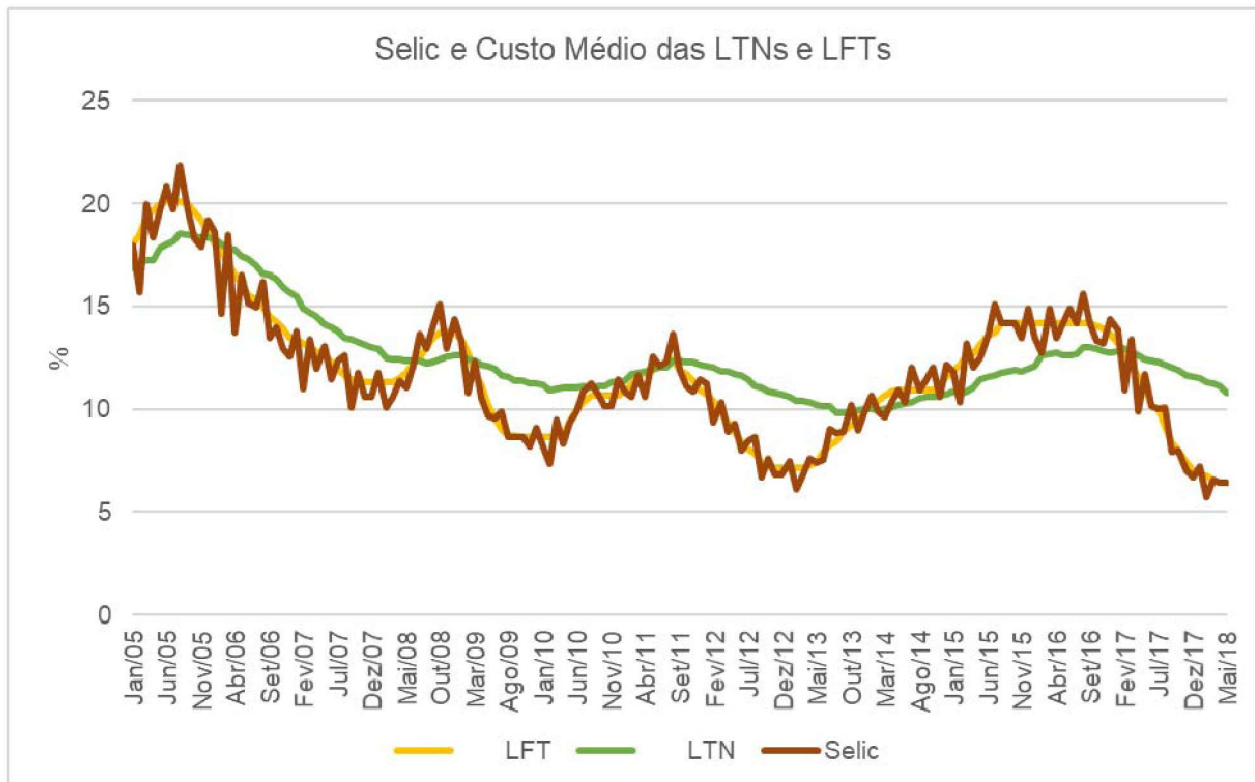
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Mensal da Dívida Pública, Maio 2018, anexo estatístico (<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>).

De modo geral, os prazos de vencimentos da dívida pública mais do que dobraram nos quinze anos, começados em 2003. Em 2012, o estoque da dívida alcançou mais de 7 anos de prazo de vencimento. Os títulos pré-fixados são, entre todos os títulos, os de menor prazo de vencimento, ainda que também tenham mais

do que dobrado seus prazos de vencimento nos últimos 10 anos. A questão fundamental, entretanto, é que nem os prazos de vencimento, nem os tipos de indexadores parecem ter qualquer relação de causalidade com o nível do déficit público nominal. Isto é, ainda que tenha havido crescente participação de títulos pré-fixados no estoque de dívida pública e que os prazos de vencimento dos títulos tenham mais do que dobrado, isso se deu sem se atingir o déficit nominal zero.

Finalmente, nem os prazos nem os indexadores (se pós ou pré-fixados) parecem influir significativamente na determinação da taxa de juros sobre os títulos da dívida pública, como veremos a seguir. O gráfico abaixo mostra a taxa de juros mensal (Selic) anualizada, fixada pelo Banco Central, e os custos médios mensais anualizados dos títulos de dívida LTN (pré-fixada) e LFT (pós-fixada). Como se deve esperar, o custo médio com títulos pós-fixados segue colada a taxa Selic determinada pelo Banco Central. Da mesma forma, o custo médio das dívidas pré-fixadas segue também proximamente as taxas de juros Selic. Isto é, a taxa de retorno média paga nos títulos pré-fixados LTN seguem as tendências da taxa de juros Selic, da política monetária, com alguma defasagem. A defasagem para o custo médio se adequar à taxa Selic da política monetária deve ser esperada devido à maior rigidez dos contratos de títulos pré-fixados para expressar as novas taxas de juros decididas pelo Banco Central. Assim, a convergência do custo médio da LTN expressa os contratos com taxas anteriores ainda prevalecentes nos estoques de dívida pré-fixadas. À medida que os títulos antigos vencem, o custo médio das pré-fixadas tende a convergir para a taxa Selic como efeito dos novos contratos de LTN já serem celebrados com as novas taxas Selic.

(https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/540164/RAF15_ABR2018_Divida.pdf)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Mensal da Dívida Pública, Maio 2018, anexo estatístico (<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>)

Em suma, nenhum dos vários argumentos que vinculam o déficit público nominal ao patamar de taxa de juros na economia brasileira parece suficiente para explicar o alto nível das taxas de juros da economia Brasileira. O elemento subjacente à tese de que a taxa de juros é função do déficit público seria uma suposta exigência por parte dos demandantes de títulos públicos de taxas de juros maiores quanto maior for o déficit nominal. Além do volume, os prazos curtos de vencimento e os indexadores forçariam o setor público a pagar taxas de juros elevadas aos detentores da dívida para o setor público financiar seus déficits. Alguns autores chegam a construir indicadores de solvência para a dívida pública e como isto pretensamente determinaria as taxas de juros exigidas para o governo financiar seus déficits. De acordo com Terra e Ferrari (2011, p.510):

“(...) o setor público brasileiro situou-se sempre em uma posição especulativa, o que explica sua crescente necessidade de endividamento. Este endividamento crescente implica, por sua própria dinâmica, cada vez mais uma custosa rolagem, que tende a gerar encargos financeiros maiores, os quais, por sua vez, corroboram para o agravamento da posição especulativa. Em uma economia como a brasileira, na qual a taxa de juros básica manteve-se em patamares elevados no período em análise, o recurso ao endividamento, típico de uma posição especulativa, tende a majorar periodicamente as despesas financeiras, o que insere o setor público em um círculo especulativo”²

Este argumento é extremamente duvidoso na medida em que sugere que os agentes privados aceitariam financiar o governo, que já consideram insolvente, se o governo estiver disposto a oferecer taxas de juros ainda maiores pelo financiamento. Porque um agente privado faria isso é duvidoso, pois não há qualquer razão para se acreditar que simplesmente aumentar a taxa de juros prometida irá elevar a capacidade do governo de pagar suas dívidas. Já um governo que não pode ser insolvente, portanto um governo que emite dívida em sua própria moeda, poderia colocar suas dívidas no mercado a qualquer taxa de juros vigentes e em qualquer volume. Esta última parece ser a situação real enfrentada pelo governo Brasileiro.

Essa explicação popular e convencional para a determinação das taxas de juros sobre a dívida pública como uma exigência do mercado financeiro para um governo crescentemente endividado não tem aderência à realidade, como mostrado, Esta explicação também negligencia ou obscurece as efetivas relações que ocorrem

2

No arcabouço teórico de Minsky, o termo *finanças especulativas* possui configuração própria. Para Minsky (1972), dada a persistência do crescimento econômico e a confirmação das expectativas positivas, o ambiente se configura cada vez mais de forma a prover segurança e certeza em relação à possibilidade de retrações e choques negativos de renda. Nesse ponto, os agentes confirmam que há abundância de possibilidades de obtenção de retornos futuros generosos, mas que exigem a contração de empréstimos mais arriscados. Esses empréstimos mais arriscados pressionam a capacidade de pagamento das firmas, fazendo com que suas obrigações financeiras totais (juros mais pagamento do principal) superem sua capacidade de pagamento. Diante desse cenário, o devedor passa a realizar o pagamento apenas dos juros, mantendo ainda o tamanho de seu passivo. Nesse caso, temos o que Minsky (1972) chamou de *finanças especulativas*.

entre o déficit público, a dívida pública e a taxa de juros. Na próxima seção, explicaremos com detalhes essas relações de forma a fazer sentido das possíveis causas dos níveis das taxas de juros num país como o Brasil.

5. DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS E FINANCIAMENTO DO GASTO PÚBLICO NO BRASIL

Tem sido afirmado que a taxa de juros básica é determinada pelo mercado. Supostamente, ao financiar os déficits, os agentes do mercado financeiro exigiriam taxas de juros maiores quanto maiores fossem as necessidades de financiamento dos déficits públicos. Já vimos na seção anterior que não há qualquer relação positiva entre taxa de juros Selic e déficit público ou entre custo médio da dívida pública e estoque de dívida. E não poderia haver, pois a decisão sobre a taxa de juros básica - a conhecida SELIC, que remunera os títulos de dívida pública – é tomada pelo Banco Central.

De fato, a taxa de juros de curto prazo no Brasil é decidida pelo COPOM do Banco Central, sendo seu principal instrumento de política monetária. O nível no qual o Banco Central do Brasil (BCB) decide fixar a taxa de juros SELIC leva em conta uma miríade de variáveis econômicas e políticas que podem afetar a estabilidade financeira da economia. Entre as mais consideradas estão: a taxa de câmbio, fatores que afetam a taxa de inflação (especialmente a própria taxa de câmbio), e em menor medida fatores que afetam a atividade econômica. Como veremos, em nenhum sentido o Banco Central pode ser forçado, através de transações de mercado, a aceitar uma taxa de juros não decidida por ele qualquer que seja o nível ou velocidade de variação do déficit público e da dívida pública. Em outras palavras, qualquer modificação da taxa de juros básica, a SELIC, não está sujeita às flutuações de oferta e de demanda por dinheiro (portanto, “pelo mecanismo de mercado”); dado que é uma decisão deliberada pelo Banco Central. Nos próximos tópicos serão elucidadas as duas principais correntes teóricas sobre a taxa de juros, apesar de já esclarecido que a taxa de juros é exógenamente determinada pelo Banco Central, algumas teorias afirmam que a taxa de juros é endógena.

5.1 TAXA DE JUROS ENDÓGENA

Por determinação endógena, entende-se que as forças de oferta e demanda são responsáveis pela determinação da taxa, ou seja, o patamar da taxa de juros é

conseqüência da interação entre forças e demais variáveis do sistema econômico, na medida em que essas variáveis afetam a oferta e a demanda por títulos e moedas. E é nesse sentido que se afirma que o mercado é quem determina a taxa de juros da economia. Por exemplo, segundo Fullwiler (2007), o argumento ortodoxo da Teoria dos Fundos de Empréstimo defende que a taxa de juros é estabelecida nos mercados financeiros privados, isto é, que o governo deve aceitar os termos de crédito impostos pelas forças de mercado, em termos de oferta e demanda por fundos de empréstimo. Ao passo que o governo pressiona a demanda por crédito no setor privado, ele deve ofertar taxa de juros maiores sobre seus contratos de dívida, devido ao risco de default que essa situação de déficit representa para o mercado.

O modelo Mundell-Fleming é baseado na idéia de que a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda por moeda, sendo que a oferta monetária é exógena em primeira instância, podendo variar endogenamente á depender do regime cambial. Ainda a respeito deste modelo, a taxa de juros deixa de ser controlada pela autoridade monetária do país, se tornando definida pelas taxas de juros internacionais (Serrano e Suma, 2015). De acordo com Lavoie (2000), dentro do escopo neoclássico, a oferta monetária é uma variável determinada pela oferta, sendo a taxa de juros doméstica uma variável endógena, a não ser que a economia estudada seja pequena e aberta, com grande mobilidade de capital, neste caso a taxa de juros doméstica é determinada pelas taxas de juros mundiais.

Na literatura econômica brasileira, autores como Delfim Netto (2005), Giambiagi (2002), Oreiro e Paula (2010) sustentam que diminuir e até mesmo zerar o déficit nominal do setor público seria uma pré-condição para que houvesse uma redução da taxa básica de juros. Isto é, dado que a política fiscal é considerada demasiadamente expansionista, há pressões sobre a demanda agregada, o que acaba gerando focos inflacionários. Neste cenário, cabe ao Banco Central aumentar o patamar da taxa de juros, para contra-balancear o efeito da política fiscal e manter o nível de inflação na meta estabelecida pelo COPOM.

Segundo Oreiro e Paula (2010), o estado brasileiro, por apresentar déficits nominais (apesar de se encontrar em uma situação primária superavitária), eleva o risco de financiamento do Tesouro, aumentando enormemente o poder de mercado

dos compradores de títulos, os quais podem exigir taxas de juros mais altas para a colocação dos papéis do governo. Nesse contexto, a fragilidade das contas públicas brasileiras acaba por fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja excessivamente alta. O remédio para a redução da taxa básica de juros de curto prazo para ambos os autores seria a extinção das LFTs, pela realização de um ajuste fiscal que viabilize a zeragem do déficit nominal do setor público, combinados com uma melhor gestão na política monetária pelo BC.

Em ambas as explicações, temos que a taxa de juros é determinada por forças de oferta e demanda por moeda. Por vias fiscais, ao aumentar seu gasto, através de uma política fiscal expansionista, teoricamente o governo estaria elevando a oferta de moeda, pressionando a demanda e provocando assim, um aumento do nível inflacionário da economia. Se este aumento de gasto se dá por vias deficitárias, o governo teoricamente seria obrigado a incorrer ao setor privado para conseguir empréstimos, através da venda de títulos públicos. Ao sinalizar aos agentes essa fragilidade em suas contas, o setor privado exigiria do governo taxa de juros maiores para adquirirem títulos dado o aumento do risco de não pagamento.

Em contra partida, no próximo tópico apontarei autores que sustentam seus argumentos sob o pressuposto da taxa de juros exógena.

5.2 TAXA DE JUROS EXÓGENA

A literatura econômica moderna majoritariamente reconhece que a taxa de juros é uma variável exógena, isto é, determinada por decisão administrativa do Banco Central. Neste trabalho será adotada a visão macroeconômica heterodoxa, que trata a determinação da taxa de juros como um fenômeno estritamente monetário.

A partir dessa afirmação, se desdobram dois argumentos. O primeiro assume que a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda por moeda, enfatizando a importância da "incerteza sobre o futuro" e a "preferência pela liquidez dos agentes", conceitos elaborados por Keynes (1982). Essa visão foi adotada e incorporada na chamada síntese neoclássica, para uma leitura de curto prazo, assumindo que a

taxa de juros é exógena e fixada pela autoridade monetária. Já no longo prazo, a taxa real é chamada de taxa natural de juros, e é determinada por fatores reais, como poupança e investimento. Serrano e Summa (2013) discutem os problemas que cercam essa visão, uma vez que a teoria se sustenta sobre o pressuposto de que a oferta de moeda é exógena.

“Nesse caso, à medida que a economia se expande, cresce a demanda por moeda pelo motivo transação, e, dada uma oferta exógena de moeda, a taxa de juros aumenta, para equilibrar uma oferta menor de moeda restante com a mesma demanda pelo motivo especulação. O preço crescente do crédito seria, assim, uma consequência da sua maior escassez relativa decorrente do aumento da demanda por moeda para realizar transações na economia. Porém esses resultados dependem da ideia de que a oferta de moeda no conceito M1 é exógena, e essa depende, fundamentalmente, da hipótese de que os bancos emprestam tudo o que podem para dado coeficiente de reservas. Isso foi racionalizado pelos autores neoclássicos como sendo baseado na hipótese de que os bancos operam num mercado de capitais perfeito, onde há concorrência e informações perfeitas e não há do ponto de vista de cada banco individual, um limite para o número de tomadores de empréstimos com capacidade efetiva de pagamento. Essas hipóteses estão, evidentemente, em contradição com a ênfase de Keynes sobre a importância da incerteza, mas parecem ser necessárias para sustentar a ideia de moeda exógena, que o próprio Keynes usou na Teoria Geral. Porém, se não se assumem essas hipóteses extremas — de que os bancos emprestam tudo que podem e que encontram clientes solventes e em número suficiente para absorver a quantidade máxima de moeda (base monetária vezes multiplicador monetário) —, que não fazem o menor sentido, a ideia de que a “oferta” de M1 é exógena se torna difícil de ser sustentada.” (p.391)

Em contrapartida a essa perspectiva, temos uma segunda visão. Entre os autores pós-keynesianos, há certo consenso quanto à afirmação de que em economias capitalistas modernas, com sistemas financeiros desenvolvidos, a oferta de moeda é determinada fundamentalmente pela expansão do crédito, e a quantidade de crédito depende e varia de acordo com a demanda, ou seja, a oferta de moeda não é determinada exogenamente pelo banco central (Fiocca, 2000). Há

dentro dessa perspectiva toda uma discussão³ acerca do grau de endogeneidade e suas causas.

O Banco Central opta por acomodar as oscilações de demanda por moeda, para impedir que a taxa de juros oscile de forma “descontrolada” frente à instabilidade da demanda por moeda.⁴ O ponto central é que os bancos no mundo real operam sua concessão de crédito em um mercado imperfeito, com número parcialmente limitado de clientes solventes, dado que a decisão de concessão se dá sob dada garantia de pagamento estabelecida pelo próprio banco. O volume de crédito, ou seja, empréstimos, é que cria os depósitos, logo, moeda (M1). Os bancos determinam a quantidade de reservas que precisam, e estabelecem sua taxa de juros de acordo com a taxa de juros fixada pelo Banco Central, adicionada à uma margem (spread). Caso os depósitos não estejam em proporção adequada, os bancos podem tomar empréstimos de reservas entre si, no mercado interbancário. No entanto, se o sistema como um todo se mostrar deficitário, o Banco Central opera como emprestador de última instância, fornecendo a quantidade necessária de reservas aos bancos, à uma taxa de juros que ele mesmo estabeleceu.

3 Ver a discussão acerca dos autores horizontalistas e estruturalistas em “A oferta de Moeda na Macroeconomia Keynesiana”, Fiocca (2000), p. 79.

4 O próprio Banco Central do Brasil reconhece que opera a política monetária através da determinação da taxa de juros básica, ao invés da alternativa que seria a determinação da quantidade de moeda. Ver:

<https://www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/BC%20e%20Universidade%2011-11-2005.pdf>;

“O argumento mais forte para justificar esse poder de fixar a taxa básica de juros vem do fato de que a função primordial da moeda é ser o meio de pagamento definido pelo Estado como a forma legal de pagar os contratos, dívidas e impostos. Assim, o único devedor que não tem risco de ficar sem moeda para pagar seus compromissos é o Estado, pois é ele mesmo que emite a moeda. Dessa forma, a taxa de juros que o Estado oferecer para sua dívida fixará o piso das taxas de juros do mercado, pois todos os outros devedores naquela moeda têm risco mais alto do que o governo. É pelo fato de a moeda ser estatal, de cunho forçado, e não porque a “oferta” de moeda é horizontal, que o governo fixa a taxa básica de juros. Afinal, o empréstimo de um dia para o governo, que, por definição, não quebra na própria moeda, que renda qualquer taxa de juros maior que zero, já será preferível que a moeda, que não rende juros.” (Serrano e Summa, 2013, p.396)

A taxa de juros do Banco Central é a taxa de referência porque os bancos se endividam, e prometem pagar suas dívidas, em moeda estatal. Assim, quando criam depósitos, os bancos estão prometendo pagar o titular do depósito em moeda estatal, caso o titular da conta queira converter depósitos em Papel Moeda Em Poder do Público (PMPP). Para ter acesso a moeda estatal, os bancos precisam tomar empréstimos junto ao Banco Central e pagar os juros básicos sobre ela. É sua posição de ofertante monopolista de moeda estatal que coloca o Banco Central no vértice superior de determinação da taxa de juros da economia.

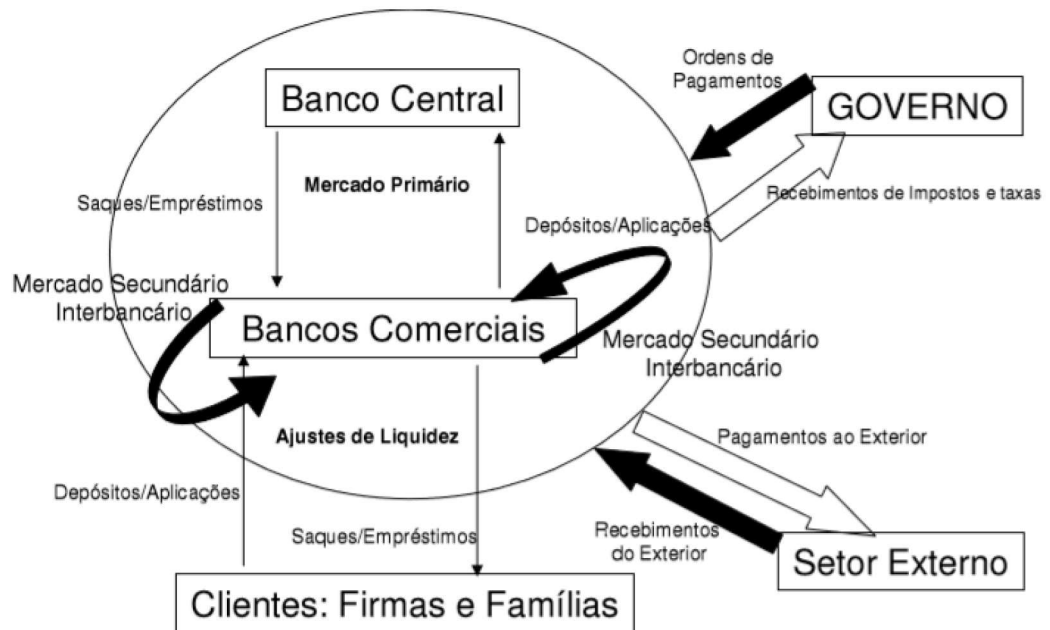
Dessa explicação, derivamos uma importante e simples afirmação: A taxa básica de juros é sempre determinada pelo Banco Central.

5.3 MECANISMO DE FINANCIAMENTO DO GASTO PÚBLICO

Quando o Banco Central determina, estabelece e fixa sua taxa básica de juros, a oferta de moeda se torna endógena, isto é, determinada pela demanda de reservas pelos bancos e de crédito pelos clientes dos bancos. Como implicação disso, temos que a dívida pública é um instrumento do Banco Central para drenar o excesso de reservas do sistema, e dos bancos, para aplicação rentável do excesso de suas reservas. Em nenhum caso, as taxas de juros sobre a dívida pública serão

determinadas pelos demandantes uma vez que o Banco Central é monopolista na oferta de reservas e, portanto, pode fixar a taxa que desejar sobre o que oferta.

O esquema abaixo ilustra as várias operações através das quais as reservas bancárias são afetadas. Todas elas são, de fato, independentes do controle do Banco Central. Dentro do círculo, temos operações de transferências de reservas entre as instituições bancárias, operações no mercado secundário que não criam nem destroem reservas novas – apenas transferem reservas entre os bancos. Na relação com o Banco Central, reservas novas são criadas ou destruídas. Pelo lado de fora do círculo temos as transações com o “Governo” (Tesouro Nacional) e com o “Setor Externo” que impactam o volume novo de reservas, ou drenando ou injetando novas reservas.



Fonte: Dalto et alli (2019)

O Banco Central denomina estas operações de condicionantes da base monetária e registra essas operações em seu balanço patrimonial. As duas mais significativas, em volume e proporção das reservas novas criadas ou destruídas, são referentes às transações do Tesouro Nacional e as transações com moeda estrangeira. Em termos de criação e destruição de reservas bancárias, temos:

- a) Criação de reservas bancárias sempre ocorre quando o Tesouro Nacional ordena pagamentos de qualquer natureza;
- b) Destruição de reservas sempre ocorre quando há transferências ou depósitos (tributos, por exemplo) na conta do Tesouro Nacional;
- c) Criação de reservas ocorre quando há variações positivas no valor dos ativos externos acumulados como ativos pelo Banco Central;
- d) Finalmente, reservas são destruídas quando há variações negativas no valor dos ativos externos acumulados como ativos pelo Banco Central.

No que segue, adota-se uma economia fechada – como se as transações cambiais c) e d) se compensassem mutuamente de forma a não gerar efeitos líquidos - e nos concentrar nas operações a) e b) visto que dizem respeito diretamente à questão essencial da análise. Em princípio, portanto, déficits públicos (a diferença entre pagamentos e recebimentos na conta de depósito do Tesouro Nacional no Banco Central) resultam em elevação das reservas bancárias. Assim sendo, em princípio, dever-se-ia esperar uma redução, não aumento, das taxas de juros no mercado interbancário de reservas. O excesso de reservas eventualmente causado pelo déficit público levaria os bancos a procurarem títulos no mercado interbancário para comprarem, forçando a zero a taxa de juros do interbancário.

Entretanto, uma vez que a taxa de juros de curto prazo é administrativamente determinada pelo Banco Central, este utiliza as conhecidas operações de mercado aberto (compra e venda de títulos) para drenar o excesso de reservas bancárias e garantir uma rentabilidade mínima ao setor financeiro. Da mesma forma, qualquer situação que implique numa condição de insuficiência de reservas bancárias levará o Banco Central a satisfazer a demanda por reservas pelos bancos. O mecanismo diário (que no Brasil ficou conhecido por “zeragem automática”, como se fosse uma peculiaridade, mas de fato não é) de compensações de reservas (em excesso ou em falta) pelo Banco Central é o que garante a taxa de juros de curto prazo positiva decidida administrativamente pelo Banco Central.

Ainda que o Banco Central seja identificado como o operador principal da política monetária, o volume das transações diárias do Tesouro Nacional é evidentemente muito mais importante como condicionante das reservas bancárias.

Nesse sentido, uma vez que as operações de gasto e arrecadação do Tesouro Nacional afetam o volume de reservas, o Banco Central e o Tesouro Nacional devem coordenar suas operações de forma a manter a meta da taxa de juros fixada pelo Banco Central. Como déficits nominais é a condição - prática e teórica - recorrente do Tesouro Nacional, a coordenação da política monetária com a política fiscal se dá pelo Tesouro Nacional emitindo títulos de dívida recorrentemente para compensar seus efeitos ascendentes sobre as reservas bancárias, e depressivas sobre a taxa de juros do interbancário. Abaixo encontra-se um exemplo para ilustrar as operações envolvidas neste processo de criação de reservas e de substituição de reservas por títulos.

Banco Comercial		Banco Central	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Reservas Bancárias	Depósitos à vista	Ativos Externos	Passivo Monetário: PMPP Reservas Bancárias
Títulos Públicos	Outros depósitos	Títulos Públicos	Depósitos do Tesouro Nacional

Acima são apresentados razonetes de bancos comerciais e do Banco Central, considerando suas contas principais de ativo (crédito) e passivo (débitos). Toda vez que o Tesouro Nacional faz transações sua conta de depósitos no Banco Central é movimentada. Assim, quando o Tesouro emite uma ordem de pagamentos – por exemplo para pagar a folha do funcionalismo público federal ou os juros sobre a dívida pública – é nesta conta que o Banco Central registrará o débito do Tesouro Nacional. Da mesma forma, toda vez que se faz pagamentos ao Tesouro Nacional – por exemplo, tributos etc – é esta conta que é creditada pelo Banco Central. Suponhamos um pagamento de salários pelo Tesouro Nacional de R\$100 bilhões. Esta ordem de pagamento é descontada da conta de depósitos do Tesouro Nacional e creditada nas contas dos funcionários públicos nos bancos comerciais.

Banco Comercial		Banco Central	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Reservas Bancárias (+)	Depósitos à vista (+)	Ativos Externos	Passivo Monetário: PMPP Reservas Bancárias (+)
Títulos Públicos	Outros depósitos	Títulos Públicos	Depósitos do Tesouro Nacional (-)

Observe que uma redução na conta de depósitos do Tesouro Nacional deverá ser compensada por uma redução em alguma conta ativa ou por um aumento na conta do passivo monetário do Banco Central. A conta que se ampliará com a dedução feita na conta de depósito do Tesouro Nacional será a sub-conta reservas bancárias no passivo monetário do Banco Central, uma vez que é mais comum o Tesouro Nacional pagar suas despesas fazendo depósitos nas contas de seus funcionários nos respectivos bancos comerciais. Esses são os movimentos apresentados no balanço dos bancos comerciais, que agora possuem um aumento tanto de suas reservas (ativos) quanto de seus depósitos (passivos), no mesmo montante do gasto do governo. Esta operação representa uma relação de 1:1 entre reservas e depósitos bancários. Caso os bancos entendam que este adicional de reservas represente excedente ao estoque necessário para segurança de suas operações (os bancos comerciais podem ou não ser obrigados a fazer reservas bancárias – depósitos compulsórios como são chamados no Brasil. Mesmo quando não são obrigados legalmente a fazer reservas bancárias, os bancos tendem a manter alguma margem de segurança na forma de reservas bancárias precaucionais), eles buscam aplicações que lhes rendam juros sobre este excedente.

A busca dos bancos por rentabilidade para as reservas excedentes tende a levar a taxa de juros interbancária à zero, uma vez que o mercado secundário de

reservas – o mercado interbancário – não consegue se livrar do excesso de reservas através de sua destruição. Em outras palavras, no mercado interbancário há apenas transferências de reservas bancárias de outra maneira criada pelo Banco Central. Esta tendência do excesso de reservas de levar à queda da taxa de juros de curto prazo obriga ao Banco Central a vender títulos públicos para defender a taxa de juros por ele fixada. Para que a taxa de juros definida administrativamente pelo Banco Central seja efetiva é preciso que o Banco Central esteja disposto e em condições de vender títulos públicos à taxa básica.

Banco Comercial		Banco Central	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Reservas Bancárias (+)(-)	Depósitos à vista (+)	Ativos Externos	Passivo Monetário: PMPP Reservas Bancárias (+)(-)
Títulos Públicos (+)	Outros depósitos	Títulos Públicos (-)	Depósitos do Tesouro Nacional (-)

As operações entre os bancos e o Banco Central de troca de excesso de reservas por títulos públicos são mostradas acima. Os bancos transferem reservas bancárias de volta ao Banco Central para comprar títulos públicos vendidos pelo Banco Central nos leilões de mercado aberto. Nesta operação, parte da base monetária é simplesmente destruída. Fica assim evidente que qualquer gasto deficitário do Tesouro Nacional tenderá a reduzir – e não elevar – a taxa de juros de curto prazo, uma vez que esta operação eleva as reservas bancárias, a menos que o Banco Central intervenha vendendo títulos.

É possível que o Tesouro Nacional, no sentido de colaborar na coordenação dos efeitos da política fiscal sobre a política monetária (taxa de juros), evite pressões baixistas sobre a taxa de juros de curto prazo emitindo títulos públicos

compensatórios de sua política fiscal. Embora isto possa parecer uma forma de financiamento do setor público, tal operação nada tem que ver com uma operação de financiamento. Ela é tão somente uma operação de política monetária (fixação da taxa de juros) realizada pela autoridade fiscal. Isto deveria ser evidente, pois o Banco Central não teria condições de manter a taxa de juros se lhe faltasse títulos públicos para operar nos leilões de mercado aberto. A única forma de conseguir títulos públicos para operar nos leilões de mercado aberto é se o Tesouro Nacional emitir tais títulos o que, por seu turno, depende de que o governo opere em déficits. Da mesma forma, numa economia fechada como estamos analisando, só é possível os bancos comprarem os títulos emitidos pelo Tesouro se os bancos possuírem reservas bancárias. Para os bancos terem acumulado reservas bancárias, por sua vez, é necessário que o Tesouro tenha realizado gastos deficitários.

Diante destas relações operacionais, torna-se fácil compreender porque, de acordo com os Relatórios Anuais da Dívida fornecidos pelo Tesouro Nacional, a partir de 2004 até agora (2018) há uma diminuição dos riscos da Dívida Pública Federal (DPF), composta tanto pela Dívida Interna, quanto pela Dívida Externa. A análise de risco é baseada na avaliação dos riscos de mercado e de refinanciamento da DPF e daqueles decorrentes do descasamento entre ativos e passivos do Governo Federal. O risco de mercado aqui se associa aos efeitos sobre o preço dos ativos decorrentes de mudanças nas taxas de juros, de câmbio, de inflação e na estrutura a termo das taxas de juros, dado que cada título, atrelado a um indexador diferente, responderá de forma distinta diante de mudanças nas variáveis expostas acima.

De acordo com a nota “Análise de Solvência e Sustentabilidade da Dívida Pública” (p.2), emitida pelo Tesouro Nacional em 2017: “... a dívida pública de um país é considerada sustentável se projeções razoáveis não indicarem uma trajetória futura em que os investidores percam o interesse em financiá-la ou a necessidade da adoção de medidas de alto custo para a estabilização do nível de endividamento”. Esta é uma afirmação com nenhum conteúdo real. É uma profecia que nunca se realiza, embora seja proferida em um período de crescentes déficits públicos, desde 2014.

O Brasil é emissor de sua própria moeda soberana de forma que não apresenta risco de solvência (não pagamento) de sua Dívida Interna. O mesmo não vale para sua dívida externa. No entanto, esta representa menos de 5% do estoque atual da DPF, além do acúmulo de reservas (por volta de 19% do PIB) cerca de 3 vezes e meia desta dívida, de forma que é praticamente impossível inferir que os investidores “perderiam seu interesse em financiar a Dívida”, ou seja, adquirir títulos. De fato, embora seja um argumento recorrente e apenas apontando para possíveis futuras percepções de insolvência do Tesouro pelos investidores, na recente elevação do déficit nominal e da dívida pública (bruta e líquida), não tem havido qualquer dificuldade pelo Tesouro de colocar títulos no mercado nem mesmo tem havido uma tendência de crescimento, quer das taxas de juros quer do custo da dívida pública, como acima demonstramos. Antes pelo contrário, apesar do crescimento do déficit e da dívida pública, as taxas de juros e o custo médio, quer a curto quer a mais largo prazo, tem se reduzido.

As dificuldades de aderência da presunção de que o governo enfrenta risco de *default* se deve à visão equivocada de que o Tesouro necessita de emitir títulos para financiar gastos. Na verdade, como vimos, a emissão de títulos não tem como função financiar o governo, ou qualquer outro órgão atrelado a ele. A emissão de títulos públicos é um mecanismo de política monetária que visa à estabilização da liquidez da economia, para fins de manutenção da taxa de juros estabelecida pelo Banco Central do Brasil. Muitos economistas, por não reconhecerem essa função, acreditam que a taxa de juros SELIC se mantém em patamares elevados por força de pressão dos investidores que, de outro modo, não investiriam em títulos públicos e forçariam sua taxa de juros corrente e futura para cima. Na verdade, os agentes aceitarão qualquer valor dessa taxa, mantendo-se um diferencial da taxa de juros internacional, uma vez que ela é determinada pelo Banco Central e não por forças de mercado (oferta e demanda de dinheiro). Não há, na verdade, qualquer risco de *default* pelo Tesouro Nacional sobre suas dívidas em moeda nacional. O risco no refinanciamento é de outra natureza. O risco realmente existente é o risco dos investidores privados perderem rentabilidade caso no momento em que os títulos forem rolados ou substituídos, as taxas de juros estejam mais baixas e o preço dos títulos mais elevados. O risco neste caso, não é risco de não pagamento da dívida

pelo Tesouro, mas risco de os investidores terem rentabilidade menor num novo cenário de taxas de juros mais baixas.

Em suma, nesta seção explicou-se a operacionalidade pela qual a taxa de juros é determinada administrativamente, e exogenamente, pelo Banco Central. Pela forma como se opera a política monetária, fica evidente que não há – como mostrado empiricamente – nem pode haver – como mostrado teoricamente – qualquer relação direta entre déficit público e taxa de juros. Na verdade, se alguma relação teórica subjacente devesse ser extraída esta seria a de que o déficit público não compensado por emissão de dívida pública levaria a taxa de juros à zero.

6. A RELAÇÃO ENTRE DÉFICIT PÚBLICO E INFLAÇÃO

Uma recorrente justificativa de especialistas para propor e dos políticos para aceitar cortes de gastos públicos e metas de superávit primário, tem sido os potenciais efeitos do déficit público sobre a taxa de inflação. Como apontado acima, alguns economistas por não reconhecerem a real função da emissão de títulos públicos e a determinação da taxa básica de juros, atrelam de forma equivocada o déficit público à inflação. A relação de causalidade nem sempre é explicada de forma clara. Alguns autores “fiscalistas”, como Delfim Netto (2005), Giambiagi (2002), Oreiro e Paula (2010), por exemplo, acreditam que há um problema de coordenação entre as políticas fiscais e monetárias. Isso quer dizer que, o caráter expansionista da política fiscal brasileira, provoca um aumento demasiado da demanda, que por sua vez, pressiona as taxas de inflação. Dado o sistema de metas de inflação brasileiro, no qual o Banco Central se compromete à determinar uma meta de inflação e atuar no sentido de mantê-la, as taxas de juros teriam que ser elevadas, para conter esse excesso de demanda, e conseqüentemente, conduzirem a taxa de inflação de volta para a banda da meta estabelecida. Nesse caso, temos uma relação direta entre crescimentos do déficit público e aumentos nos níveis de inflação, causados por emissão monetária.

Embora possa parecer um consenso bem fundamentado a relação entre déficits e inflação, a verdade é que economistas acadêmicos e *policymakers* de elevada estatura em órgãos internacionais afirmam estas relações com muito menor confiança. Stanley Fisher e William Easterly (1990), por exemplo, embora considerando vagamente que “*budget deficits do sooner or later tend to create inflation*” (p.138), são obrigados a reconhecer que “*Our analysis has made it clear that there is no automatic link between budget deficits and inflation. The visitor to high-deficit economies with high inflation is often told that the deficit cannot be the cause of inflation because the correlation between them is low.*” (p. 138).

Em outras palavras, enquanto a mera crença leva economistas de reputação a proclamar que, de algum modo, cedo ou tarde, déficits levam a inflação, a análise econômica e a observação empírica que realizam não dão suporte a tal crença.

Ainda assim, as hipóteses que sustentam a crença na relação entre déficits públicos e taxa de inflação derivam de alguma forma das relações propostas pela teoria monetarista.⁵ A relação monetarista básica é de que o nível de preços é uma função direta da oferta de moeda.

Caixa Explicativa: Conceitos de Agregados Monetários Estabelecidos Pelo Banco Central

Os Banco Centrais em todo mundo definem e medem conceitos operacionais de agregados monetários. Os agregados monetários são dívidas emitidas por diversas entidades financeiras ou não financeiras e que possuem várias características de liquidez, rentabilidade, prazo de vencimento, riscos, etc. Os passivos emitidos pelo Banco Central (conhecido como passivo monetário, base monetária ou M0) e pelos bancos comerciais (depósitos à vista) são os instrumentos financeiros que mais se associam ao conceito de moeda. A seguir, apresentamos uma lista mais ampla de ativos financeiros que o próprio Banco Central classifica como agregados monetários em classes distintas conforme várias características específicas. Embora não seja incomum mudarem os componentes desses agregados, na maior parte dos países os agregados M0 e M1 costumeiramente se referem ao mesmo grupo de passivos monetários e ao mesmo grupo de emissores desses passivos.

Agregados Monetários	O que representam?
M0	É propriamente o dinheiro que circula na economia o chamado Papel-Moeda em Poder do Público (PMPP); e as reservas, o dinheiro que os bancos mantêm em seus caixas e depositado no Banco Central.
M1	É composto pelo Papel-Moeda em Poder do Público (PMPP) e pelos Depósitos à vista (DV), compreendendo passivos de liquidez imediata. O PMPP é o resultado da diferença entre o papel-moeda emitido pelo Banco Central e as disponibilidades de "caixa" do sistema bancário. Já os DV são captados pelos bancos. Os depósitos do setor público estão incluídos nos DV.

⁵ Ver Bachha (1994)

M2	Engloba além de M1, os depósitos para investimento e emissões de alta liquidez realizadas no mercado interno por instituições depositárias (que realizam multiplicação do crédito)
M3	Inclui o M2, adicionando captações internas dos fundos de renda fixa e a posição líquida de títulos registrados na SELIC, decorrente de financiamento em operações compromissadas.
M4	Engloba o M3 e os títulos públicos de alta liquidez

Fonte: Elaboração própria

Para isto ser verdade, os monetaristas assumem que a economia está operando a pleno emprego da capacidade produtiva (a força de trabalho e o estoque de capital estão sendo utilizados em sua máxima disponibilidade) e que a oferta de moeda é definida pelo Banco Central segundo sua condução de política monetária (vimos, acima, que, na verdade, o Banco Central só pode determinar a taxa de juros). Uma vez que assumem que toda moeda é usada apenas para realizar trocas, os monetaristas assumem que todo o estoque de moeda é usado para gastos. Como também assumem que a capacidade produtiva está em sua máxima utilização, o aumento de moeda aumenta a demanda que, por sua vez, faz aumentar apenas o nível de preços. Este é o mecanismo de transmissão mais básico da teoria monetarista. Variações neste mecanismo básico podem ocorrer – como, por exemplo, haver defasagens temporais entre a oferta de moeda e a variação de preços -, devido a uma série de fatores institucionais. Todavia, a ideia básica se mantém em todos os casos.

A relação entre déficit público e oferta de moeda – e, então, inflação – é mostrada por meio da chamada restrição orçamentária do governo. Esta suposta restrição orçamentária do governo mostraria as fontes de financiamento do gasto público determinadas por: impostos, emissão de moeda e emissão de dívida pública. O déficit público – a diferença entre gastos do governo e impostos – deve ser igual à emissão de moeda e a emissão de dívida pública. Como os monetaristas assumem que haja algum limite – não especificado - para a aceitação de dívida pública pelos agentes privados, o déficit público que ultrapasse este nível – não especificado - de

endividamento público seria inflacionário uma vez que seria financiado por emissão de moeda. Uma das características da teoria monetarista é a relação unívoca e estável entre base monetária e oferta de moeda mais amplamente definida. Como o déficit público não compensado por dívida pública resulta em elevação da base monetária, os monetaristas encontram nesta relação sua principal explicação para relacionar o déficit público às mudanças na taxa de inflação.

Deixando de lado as inúmeras insuficiências do modelo monetarista em relação à suas definições (por exemplo: Qual agregado monetário corresponderia à oferta de moeda? Quanto tempo decorreria entre a emissão de moeda e seus efeitos sobre a economia? Que fatores determinariam este tempo? etc), o quadro abaixo mostra testes de correlação entre as mudanças na oferta de moeda (definida em várias alternativas) e inflação; também variações do déficit público (também em acepções diferentes) e inflação, e essas variáveis com distintos lapsos de tempo (colocar as tabelas nos anexos).

Tabela 3 - Coeficientes de Correlação entre Déficit Público x Inflação (Nov/2001 até Nov 2015)

	Despesas Totais	Resultado Primário	Resultado Nominal
IPCA-Núcleo	-0,05	-0,04	-0,12
Expectativa IPCA (6 meses)	0,01	-0,11	-0,05
Expectativa IPCA (12 meses)	0,01	-0,11	-0,05

Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

A primeira coluna mostra os coeficientes de correlação entre despesas públicas totais do governo central e vários indicadores de inflação de preços. Os resultados da tabela 3 mostram total discrepância com o que deveria ser esperado pela teoria de que gasto ou déficit público é inflacionário. Na primeira linha, por exemplo, a relação entre as despesas totais e o índice de inflação IPCA – núcleo (que é o índice meta da política econômica) apresenta baixa correlação e, além disso, negativa. Quer dizer, além de estar fracamente relacionadas, o coeficiente de correlação negativo indica que a correlação seria inversa: se aumentam os gastos públicos totais, a inflação tende a cair. O mesmo acontece com as correlações entre

déficit público, quer medido pelo seu conceito nominal ou por seu conceito primário, e a taxa de inflação medida pelo IPCA-núcleo. Já em relação às expectativas inflacionárias, só o crescimento das despesas públicas totais estaria positivamente relacionado com as expectativas inflacionárias (quer para 6 ou para 12 meses). No entanto, esta correlação é muito fraca e, portanto, pouco significativa. Já a relação entre expectativas inflacionárias e os déficits públicos apresentam coeficiente de correlação negativa.

Em suma, por qualquer medida de gasto público ou de déficit público e de taxa de inflação contemporânea ou expectacional, em nenhum dos casos aqui analisados encontramos qualquer correlação significativa entre essas variáveis. Portanto, não existe qualquer aderência da teoria convencional de que gastos públicos ou déficits públicos causam inflação ou aumentam a taxa de inflação esperada na economia brasileira nos 170 meses analisados. Gastos públicos ou déficits públicos não são nem significativamente correlacionados com a inflação, de forma que não tem a mínima possibilidade de serem *causa* da inflação.

É curioso notar que o déficit nominal é aquele entre as medidas de déficit o que tem os efeitos mais fortes em reduzir a inflação. Isto é, como o déficit nominal está, para todos os casos, relacionado negativamente à inflação, quanto maior o déficit menor seria a inflação contemporânea ou esperada. Acontece que o déficit nominal é justo aquele que teria efeitos completos sobre a emissão monetária. Isto é, quanto maior este déficit tanto maior a emissão de moeda pelo Banco Central. De todo modo, testamos as correlações entre oferta de moeda – também segundo vários agregados monetários – e taxa de inflação, contemporânea e esperada.

Tabela 4 - Coeficientes de Correlação entre Oferta de Moeda x Inflação (Nov/2001 até Jun 2018)

	M2	M1	Base Monetária
IPCA - Núcleo	-0,15	-0,13	-0,08
Expectativa IPCA (6 meses)	-0,04	-0,01	0,03
Expectativa IPCA (12 meses)	-0,07	-0,06	-0,02

Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

A tabela 4 acima mostra os coeficientes de correlação entre o crescimento da oferta de moeda – sob três diferentes agregados – e a taxa de inflação – também usando três diferentes medidas de taxa de inflação – numa base mensal para o período entre novembro de 2001 e junho de 2018. Para todos os casos, o coeficiente de correlação entre o crescimento da oferta de moeda guarda baixíssima relação com a taxa de inflação. Isto é, é muito improvável que crescimentos da oferta de moeda tenham qualquer efeito sobre a variação dos preços. Na verdade, uma vez que os coeficientes de correlação entre crescimento da oferta de moeda e taxa de inflação são quase sempre negativos, se qualquer efeito houvesse da oferta de moeda para os preços este seria no sentido de rebaixá-los à medida que aumente a quantidade de moeda.

Em suma, claramente as informações disponíveis não dão suporte para a teoria monetarista amplamente difundindo no meio público, de que déficits públicos financiados com emissão monetária seriam responsáveis pela inflação. Quer o déficit público – medido por diferentes conceitos – quer a oferta de moeda – também medida por diversos agregados – não apresentam correlação significativa quer com a taxa de inflação contemporânea quer com a taxa de inflação esperada. Já para o público mais especializado no assunto, dificilmente esta relação é assumida de forma explícita.

De fato, as relações empíricas descritas acima não deveriam representar grande surpresa para a maioria dos economistas, visto que desde há muito parece haver um consenso tanto entre economistas acadêmicos quanto entre economistas dos Bancos Centrais no sentido de abandonarem a teoria monetarista que ligava a oferta de moeda à inflação. Na verdade, o próprio Milton Friedman parece ter abandonado suas proposições. A este respeito antes de sua morte, o autor afirmou que: “O uso da quantidade de dinheiro como uma meta não foi um sucesso... Eu não estou seguro de que eu defenderia essa ideia tão fortemente como fiz no passado” (Financial Times, 06 de Junho de 2003). Os Bancos Centrais ao redor do mundo reconhecem que a variável que eles podem decidir é a taxa de juros de curto prazo ou a taxa básica de juros – a taxa SELIC no caso Brasileiro.

6.1 TAXA DE CÂMBIO E INFLAÇÃO

Como discutido em tópicos anteriores, a visão consensual acerca do processo inflacionário recai ou sobre uma pressão de demanda ou sobre um excesso de oferta de moeda circulando na economia. Já faz tempo que o consenso da política monetária indica que o Banco Central opera através da fixação da taxa de juros para alcançar objetivos mais amplos – seja de estabilidade de preços, seja de nível de atividade e emprego. O próprio sistema de metas de inflação assume que o Banco Central afeta o nível de preços através da determinação da taxa básica de juros. Os assim chamados mecanismos de transmissão da política monetária (fixação da taxa básica de juros) para a inflação são sujeitos a amplos debates.

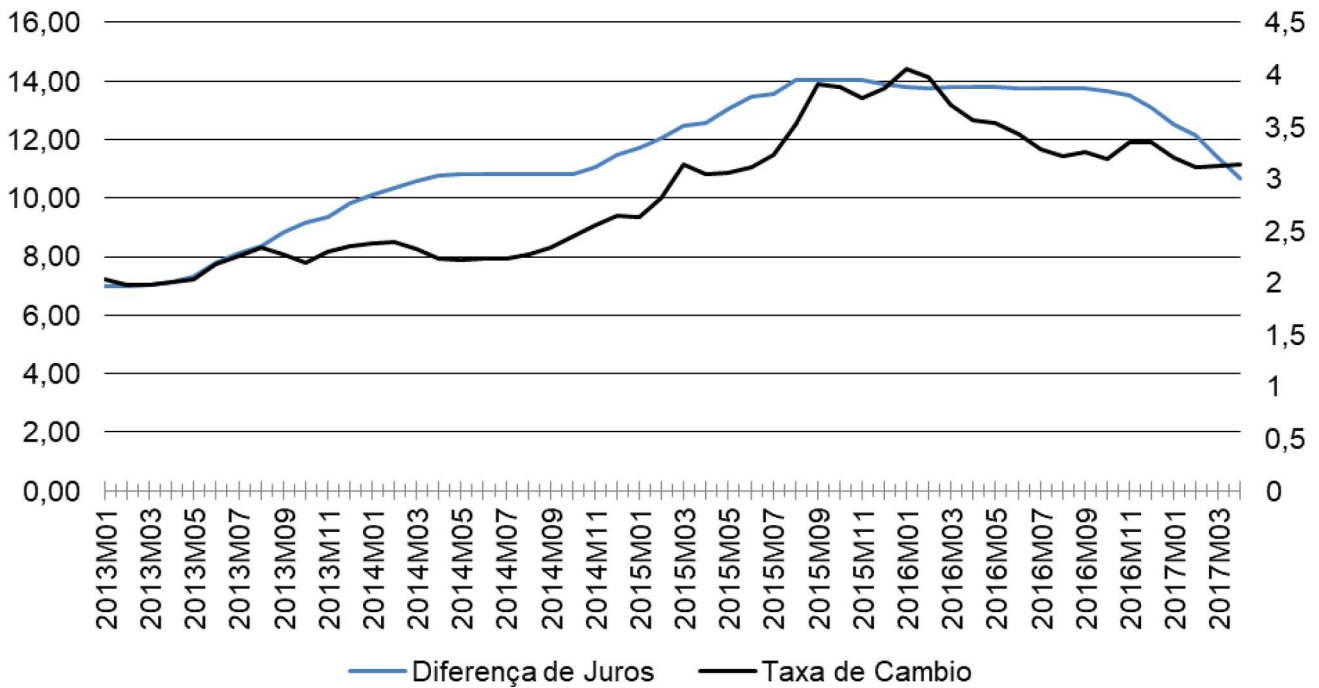
A crença mais difundida é de que a demanda agregada (gastos privados e públicos em consumo e investimento) seria o motor da inflação. No sistema de metas de inflação, a taxa de juros, portanto, deveria ser manejada de forma a restringir variações da demanda agregada que pressionassem os preços. Mas existe baixa evidência de que a taxa de juros tenha efeitos significativos sobre a demanda agregada. Ademais, supor que a demanda agregada é o determinante principal das variações do nível de preços requer que a economia opere em pleno emprego dos recursos produtivos permanentemente e de um permanente crescimento da demanda nestas condições de pleno emprego.

Entretanto, a visão heterodoxa assume que, numa economia que opera normalmente abaixo do pleno emprego, que a inflação decorre de um conflito distributivo entre vários grupos participantes da renda e seus efeitos sobre os custos de produção e preços. Nesta perspectiva, o regime de metas de inflação influencia preços principalmente por afetar as variações na taxa de câmbio, que decorrem das mudanças na taxa de juros, e destas sobre custos de produção diretos e indiretos. Serrano (2010) descreve, sucintamente, como o sistema de metas no Brasil funciona na prática:

“Aumentos da taxa de juros valorizam a taxa de câmbio nominal, as mudanças na taxa de câmbio têm forte impacto de custos, diretos e indiretos, sobre todos os preços da economia. É a valorização do câmbio, resultante do elevado diferencial de juros que torna possível a transformação de grandes choques de oferta negativos em dólares em choques de oferta positivos em reais, quando se compara as taxas de variação anualizadas dos preços de importações em dólares e em reais.” (pp. 65)

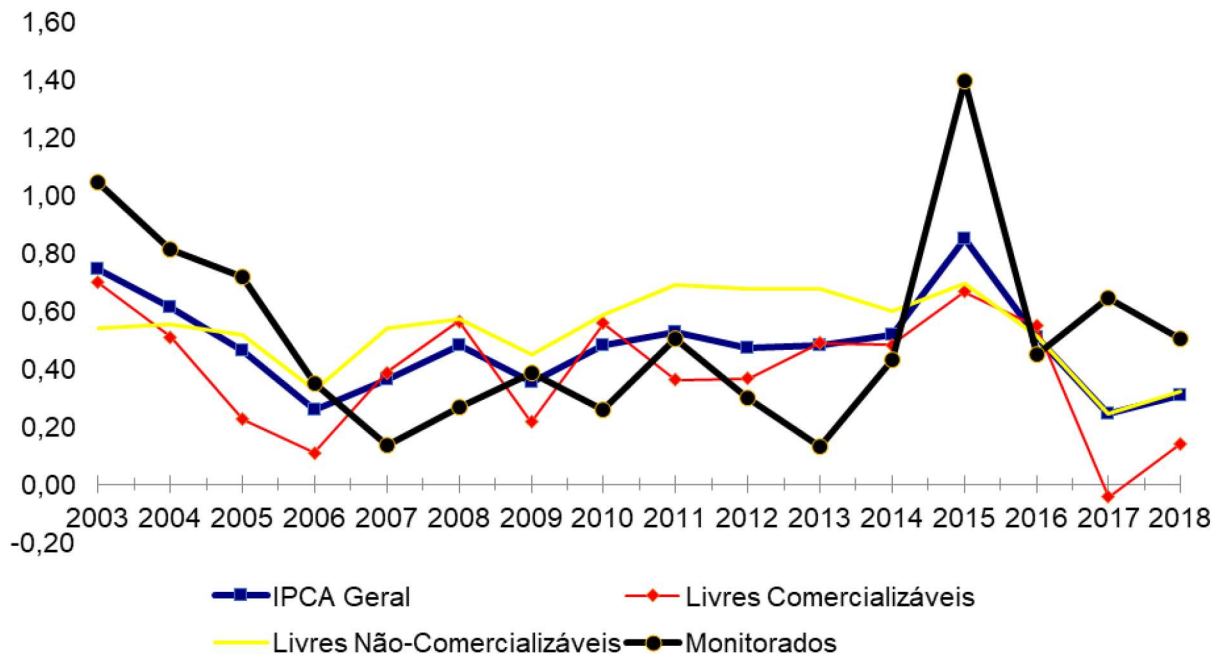
De fato, o gráfico abaixo mostra uma forte correlação entre o diferencial de juros doméstico (taxa Selic) e externo (taxa de juros do Banco Central dos EUA, o FED) e taxa de câmbio nominal (R\$/US\$). Desde que a taxa de câmbio afeta diretamente os preços de produtos importados e indiretamente - através do aumento de custos de produção de insumos que entram na produção de bens finais (por exemplo petróleo e trigo) – por repercussões no custo de produção de bens domésticos, o Banco Central utiliza a taxa de juros para atrair capitais e dissuadir saídas de capitais com a elevação da taxa de juros.⁶

⁶ A elevação das taxas de juros não é o único mecanismo à disposição do Banco Central para conter a desvalorização cambial indesejada. O Banco Central ainda se utiliza dos *swaps* cambiais e de vendas físicas de moeda estrangeira. Nos concentramos na taxa de juros por ser sua determinação o tema central do trabalho.



Fonte: Banco Central do Brasil e FMI

Adicionalmente, percebe-se que em muitos momentos o controle da inflação se dá por meio de reajustes menores dos preços administrados pelo governo (tarifas de energia, combustíveis, medicamentos etc). O gráfico abaixo mostra exatamente que os produtos mais afetados pela taxa de câmbio – livres comercializáveis – foram os que, em geral, tiveram elevações de preços abaixo da inflação geral entre 2003 e 2014. Acompanhou este movimento de crescimento abaixo da inflação os preços dos produtos e serviços monitorados (medicamentos, tarifas de energia e utilidades públicas). Acima do IPCA-Geral cresciam os preços dos não comercializáveis – serviços em geral (de cabeleireiro a pedreiro, de eletricista a garçom etc) – até 2014. As desvalorizações cambiais e o reajuste das tarifas públicas, especialmente em 2015, fazem o IPCA-geral elevar rapidamente de patamar superando os reajustes dos preços não comercializáveis. Após 2016, os preços dos não-comercializáveis passam a se ajustar colado ao IPCA-geral e os preços monitorados continuam crescendo acima do índice geral.



Fonte: Ipea, elaboração própria

Podemos concluir, portanto, que o Banco Central administra sua taxa básica de juros no sentido de controlar indiretamente as flutuações cambiais, responsáveis por pressões inflacionárias sob uma perspectiva de custos e não de demanda. Por outro lado, a política fiscal ajudou no controle inflacionário por meio da correção das tarifas públicas abaixo do índice geral de inflação.⁷

⁷ Está claro que a partir de 2015 a política fiscal tem colaborado com o controle da inflação por promover uma profunda recessão no país de forma a reduzir o salário real – que por sua vez afeta diretamente os preços dos serviços não comercializáveis.

7. A ECONOMIA POLÍTICA DA POLÍTICA MONETÁRIA: OS JUROS E A DISTRIBUIÇÃO DE RENDA NO BRASIL

Até aqui demonstrou-se que todas as contenções em relação ao uso do gasto público para gerar crescimento econômico e melhor distribuição de renda são contenções infundadas quer empiricamente, quer teoricamente. **Reconhece-se** que a determinação das taxas de juros pelo Banco Central Brasileiro guarda relação não com o déficit público, mas com a taxa de câmbio e seu conseqüente efeito sobre a inflação. Aumentos da taxa de juros pelo Banco Central reduzem a taxa de câmbio e, em alguma medida, também a inflação afetada pelos preços de alguma forma relacionados ao mercado externo – quer indiretamente pelos custos de matérias-primas, quer diretamente pelos preços dos importados. Dependendo de muitas condições de oferta e de concorrência, a inflação é basicamente resultante de variações de custos e do poder de mercado das firmas de as repassarem a preços.

Menos conhecido do público ou debatido por economistas ortodoxos, entretanto, são as conseqüências distributivas provocadas pelo pagamento de juros sobre a dívida pública. **Um** dos indicadores relaciona os principais recebedores dos gastos com juros pelo governo. Através de um segundo indicador, será demonstrado a relação do montante desses gastos com demais gastos públicos cujos efeitos distributivos são maiores, como educação e saúde.

7.1 O PAGAMENTO DE JUROS E OS DETENTORES DA DÍVIDA PÚBLICA

A partir da tabela de usos e recursos das contas nacionais, calculada e divulgada pelo IBGE, pode-se observar o fluxo de caixa com juros dos macrosetores da economia brasileira: governo, setor privado nacional e setor externo. Além disso, também apresenta-se o setor privado nacional em: empresas não-financeiras, empresas financeiras, famílias e instituições sem fins lucrativos. Calculou-se o saldo de cada dessas unidades de forma a apresentar superávit entre juros recebidos e juros pagos (+) ou déficit entre juros recebidos e juros pagos (-).

Tabela 5 - Juros Líquidos Recebidos (+) Pagos (-) por Unidade Institucional em percentual do PIB.

	Resto do Mundo	Setor Privado					Setor Público
		Financeiras	Não-Financeiras	Famílias	ONGs	Total	
2000	1,55	0,93	-1,65	4,18	0,13	3,59	-5,15
2001	1,97	0,07	-0,31	4,03	0,12	3,91	-5,88
2002	2,20	3,03	-2,76	3,83	0,12	4,22	-6,41
2003	2,02	2,25	-1,32	3,41	0,14	4,48	-6,51
2004	1,76	1,47	-1,32	2,48	0,14	2,77	-4,53
2005	1,37	1,98	-0,91	2,66	0,14	3,87	-5,23
2006	0,86	2,69	0,03	2,19	0,14	5,04	-5,90
2007	0,45	2,36	0,14	2,16	0,12	4,79	-5,24
2008	0,45	2,54	-0,19	2,03	0,11	4,50	-4,95
2009	0,59	1,91	-0,27	2,27	0,18	4,09	-4,69
2010	0,45	1,73	-0,39	2,18	0,22	3,73	-4,18
2011	0,45	2,37	-0,14	1,88	0,17	4,29	-4,74
2012	0,57	1,81	-0,13	1,77	0,13	3,58	-4,15
2013	0,66	2,19	-0,02	1,44	0,10	3,71	-4,37
2014	0,71	1,95	-0,08	1,68	0,10	3,66	-4,37
2015	0,99	3,29	-0,12	1,99	0,13	5,29	-6,27

A primeira observação relevante a fazer é que o setor externo (não residentes) e o setor privado nacional são superavitários e o setor público, necessariamente, portanto, deficitário. Esta é uma necessidade lógica da contabilidade pela qual, impreterivelmente, ao menos um dos setores terá de estar deficitário para que outro(s) esteja(m) superavitário(s). Para todos os anos apresentados na tabela 5, o setor público foi deficitário de forma a permitir tanto o setor externo (não residentes) quanto o setor privado nacional acumularem juros positivos. Ou dito de outra maneira, cada real pago em juros pelo governo se transformou em juros acumulados pelo setor externo (não residentes) e o setor privado nacional.

De 2003 em diante, há uma significativa diminuição do pagamento de juros em proporção do PIB pelo governo de cerca de 2 p.p do PIB, especialmente por meio da redução de pagamentos de juros ao setor externo (não residentes). Em

termos distributivos, isto significa que houve uma participação relativa maior do setor privado nacional no total de juros pagos pelo governo.

Há, entretanto, outro movimento redistributivo no interior do setor privado nacional de considerável importância para a dinâmica da distribuição de renda nacional. O primeiro destaque se deve aos déficits recorrentes do segmento empresas não-financeiras. As empresas não-financeiras são pagadoras líquidas de juros por quase todo o período. Cabe sublinhar, entretanto, que os déficits do segmento empresas não-financeiras vieram caindo sistematicamente em proporção ao PIB ao longo do período analisado.

Por outro lado, as empresas financeiras em conjunto – financiadoras das empresas não-financeiras – e as famílias – proprietárias das empresas – representam o grupo que mais se beneficiou dos pagamentos de juros. Cabe notar, adicionalmente, que ao longo do tempo, as empresas financeiras tenderam a manter sua receita líquida de juros em torno de 2 p.p do PIB. Isso foi alcançado abocanhando parte do superávit obtido pelas famílias, uma vez que as empresas não-financeiras tenderam para zerar seu déficit em juros.

No período analisado, houve crescimento significativo do endividamento das famílias, especialmente das famílias de baixa renda. García-Escribano (2012), em relatório para o FMI, mostra o rápido crescimento do crédito para as famílias brasileiras desde 2003, em várias modalidades de crédito ao consumidor: crédito imobiliário, cartão de crédito, cheque especial, empréstimos e parcelamento de bens duráveis. Duas considerações são importantes dos achados de García-Escribano: a) as taxas de juros cobradas pelos bancos de seus clientes situavam em média em 50% e chegavam a 175% no cheque especial; (p.58) b) as famílias de mais baixa renda (de até 3 salários mínimos) tinham um maior comprometimento da renda com pagamento de serviços da dívida (juros e amortizações), chegando a mais de 40% da renda no grupo do primeiro percentil (García-Escribano (2012), Figura 5, p.63).

De forma sintética, cerca de 80% dos juros pagos pelo setor público vai para o setor privado nacional. Desse montante, a maior parte se divide entre as empresas financeiras e as famílias. Entre as famílias, há uma clara divisão, entre aquelas

famílias de renda mais baixa que comprometem uma parcela muito maior de sua renda com serviço de dívida contratadas com os bancos, e as famílias de renda superior que aplicam capital para auferir juros. Ou seja, de um lado, as instituições financeiras conseguem avançar sobre a renda das famílias de mais baixa renda com a elevação do endividamento delas e com os custos financeiros da dívida – o que faz cair a parcela relativa dos juros recebidos pelo grupo Famílias como um todo. Por outro, instituições financeiras e famílias das faixas superiores de renda e riqueza, são beneficiárias das transferências de juros líquidos realizados pelo governo. De forma que se pode conjecturar que o pagamento de juros pelo governo tem um enorme potencial de gerar concentração de renda.

A maior parcela da dívida mobiliária federal interna é mantida por instituições financeiras de variadas naturezas. A tabela 6 abaixo mostra a distribuição de títulos públicos de acordo com seus detentores.

Tabela 6 – Detentores da Dívida Pública Federal – Em participação Percentual

	Instituições Financeiras ¹	Fundos de Investimento ²	Previdência ³	Não-residentes ⁴	Governo ⁵	Seguradoras ⁶	Outros ⁷	Total
2007	38,0	31,3	16,7	3,4	0,0	2,3	8,2	100,0
2008	37,9	28,7	17,3	6,6	0,0	2,6	6,8	100,0
2009	38,7	27,5	17,2	7,3	0,0	3,4	6,0	100,0
2010	36,3	28,8	15,4	10,6	0,9	3,8	4,2	100,0
2011	30,2	25,7	15,4	11,4	9,7	4,1	3,4	100,0
2012	29,7	26,0	15,3	12,8	8,2	3,9	4,0	100,0
2013	28,2	23,6	17,3	15,5	6,9	4,2	4,4	100,0
2014	28,4	20,9	17,3	18,6	6,3	4,1	4,3	100,0
2015	26,1	19,9	19,6	19,7	5,8	4,2	4,7	100,0
2016	23,3	21,2	23,9	16,2	5,7	4,6	5,2	100,0
2017	22,2	24,2	25,6	13,1	5,0	4,5	5,5	100,0
2018*	22,0	27,3	24,8	12,2	4,4	3,9	5,6	100,0

Fonte: Relatório da Dívida Pública, Maio de 2018.

1- Inclui a carteira própria de bancos comerciais nacionais e estrangeiros, bancos de investimento nacionais e estrangeiros e corretoras e distribuidoras. Também inclui os bancos estatais e o BNDES. As aplicações das instituições financeiras em fundos de investimento também estão vinculadas a esta categoria.

2- Inclui fundos de investimento regidos pela Instrução CVM 555, de 17/12/2014, e outros fundos. Exceção-se as aplicações de bancos, entidades de previdência, investidores não-residentes, governo e seguradoras que estão alocadas nas suas respectivas categorias;

3- Inclui os fundos de investimento e carteira própria de previdência aberta e fechada e RPPS (Regime Próprio de Previdência Social do Serviço Público Federal);

4- Inclui as contas de cliente não-residente, criadas por meio da Carta-Circular nº 3.278, de 18.6.2007. São considerados investidores não-residentes as pessoas físicas ou jurídicas e os fundos ou outras entidades de investimento coletivo com residência, sede ou domicílio no exterior. Estão incluídos os títulos detidos por não-residentes por meio de fundos de investimento;

5- Inclui fundos e recursos administrados pela União tais como FAT, FGTS, fundos extra-mercado, fundo soberano, fundos garantidores;

6- Inclui as seguradoras e resseguradoras;

7- Inclui contas de cliente pessoa-física residente, carteira própria de distribuidora/corretora estrangeira e nacional, sociedade de capitalização, outros carteira própria;

Obs.1: Todo o estoque da DPMfi está contemplado nas estatísticas. O estoque dos títulos registrados no CETIP foi incluído na categoria Outros até jan/11. A partir de fev/11, o estoque passou a ser alocado nas categorias específicas de detentores.

Obs. 2: Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

Obs. 3: Os dados da categoria Governo estão disponíveis apenas a partir de jan/11 devido a aprimoramentos metodológicos. Anteriormente os estoques estavam alocados nas categorias de Instituições Financeiras e Fundos de Investimentos.

* Até maio.

Cerca de $\frac{3}{4}$ do estoque da dívida pública é mantido por bancos, públicos e privados, corretoras e distribuidoras de valores, fundos de investimento e fundos de pensão. Por motivo de rentabilidade e especialmente por segurança – e em alguns casos por exigência legal – essas instituições mantêm permanentemente uma parcela significativa de seus ativos em títulos públicos. Nos últimos 10 anos, os fundos de previdência ganharam participação relativa e a distribuição dos títulos de dívida pública entre estas instituições chega hoje a quase $\frac{1}{4}$ para cada delas. O público externo (não residentes) também cresceu sua participação relativa na posse de títulos de dívida pública e hoje detém cerca de 12% do estoque da dívida pública interna. Os outros 13% a 14% se distribuem entre governo, seguradoras e outros. Observe-se que, além do subgrupo Governo (que são fundos gerenciados pelo governo, como o FAT e FGTS, que aplicam recursos em títulos públicos), vários entes públicos (BNDES, CEF etc) são detentores da dívida pública.

7.2 DESPESAS COM JUROS E DEMAIS DESPESAS DO GOVERNO

A tabela 7, abaixo, compara os gastos de juros do governo federal com as demais despesas governamentais entre 2002 e 2017. As despesas financeiras, amortizações e juros, foram as despesas que mais cresceram no período em termos reais, tendo os pagamentos de juros crescido à taxa de 15% em média ao ano. O crescimento de pagamentos de juros no período ocorreu num ritmo duas vezes e meia maior do que com as despesas totais do governo. A média das despesas com juros chegou a aproximados 17% do gasto total nos 15 anos mostrados na tabela, representando uma fatura de mais de R\$ 260 bilhões de reais anuais de transferência ao setor privado. Até 2012 – ano em que atingiu 12% do gasto total -, as despesas com juros em proporção das despesas totais do governo apresentavam tendência sistemática à queda, a despeito de as taxas de juros estarem na casa dos dois dígitos. A partir de 2013, a participação dos gastos com juros no total das despesas públicas tendeu a ficar mais próximo dos 20% - e atingiu o maior patamar do período analisado de 25% em 2015.

Tabela 7- Despesas da União com juros e amortização da dívida pública. Valores pagos (R\$ milhões) a preços de abril de 2018 (IPCA)

	DESPESAS DA UNIÃO TODAS AS FUNÇÕES (A)*	PIB (B)	DESPESAS COM AMORTIZAÇÕES DA DÍVIDA	DESPESAS COM JUROS DA DÍVIDA (C)	(C)/(A)	(C)/(B) %
2002	R\$ 1.090.569,08	R\$ 3.697.646,00	R\$ 171.276,58	R\$ 123.183,99	11%	3,3%
2003	R\$ 1.103.737,92	R\$ 3.843.351,21	R\$ 177.969,13	R\$ 252.807,40	23%	6,6%
2004	R\$ 1.134.378,89	R\$ 4.084.214,77	R\$ 149.375,07	R\$ 178.780,81	16%	4,4%
2005	R\$ 1.192.066,53	R\$ 4.263.209,20	R\$ 96.733,51	R\$ 255.643,32	21%	6,0%
2006	R\$ 1.521.099,63	R\$ 4.593.695,82	R\$ 230.556,00	R\$ 223.604,02	15%	4,9%
2007	R\$ 1.446.922,36	R\$ 4.977.813,48	R\$ 177.240,61	R\$ 197.780,06	14%	4,0%
2008	R\$ 1.578.330,67	R\$ 5.348.937,83	R\$ 294.093,33	R\$ 186.726,67	12%	3,5%
2009	R\$ 1.764.756,98	R\$ 5.500.856,47	R\$ 416.046,76	R\$ 251.640,09	14%	4,6%
2010	R\$ 1.631.292,61	R\$ 6.071.080,26	R\$ 218.572,19	R\$ 222.172,21	14%	3,7%
2011	R\$ 1.604.280,03	R\$ 6.411.679,28	R\$ 143.031,07	R\$ 294.562,09	18%	4,6%
2012	R\$ 1.962.053,42	R\$ 6.684.033,75	R\$ 444.169,91	R\$ 243.938,93	12%	3,6%
2013	R\$ 1.735.000,08	R\$ 6.997.494,55	R\$ 154.483,01	R\$ 285.938,88	16%	4,1%
2014	R\$ 1.900.454,86	R\$ 7.117.984,37	R\$ 234.951,15	R\$ 337.315,16	18%	4,7%

2015	R\$ 1.876.504,11	R\$ 6.684.753,89	R\$ 202.859,69	R\$ 477.434,84	25%	7,1%
2016	R\$ 1.972.117,27	R\$ 6.522.695,58	R\$ 282.782,31	R\$ 336.828,55	17%	5,2%
2017	R\$ 2.027.397,58	R\$ 6.649.619,89	R\$ 324.756,17	R\$ 391.456,64	19%	5,9%
Total	R\$ 25.540.962,02	R\$ 89.449.066,35	R\$ 3.718.896,49	R\$ 4.259.813,66	-	-
Δ2003-2017	85,90%	79,83%	89,61%	217,78%	-	-
Média % 2002-2017	-	-	-	-	16,65%	4,8%

Fonte: Andrey del Vecchio de Lima (2017) A dívida pública como mecanismo de aumento da desigualdade de renda no Brasil. Monografia Apresentada UFPR.Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil, 2018. * Exceto despesas com o refinanciamento da dívida pública

O orçamento público é a estrutura que condensa todos os interesses de classe na economia capitalista. Numa comparação entre os gastos com juros – o interesse dos rentistas e classes proprietárias – com os gastos sociais – o interesse dos trabalhadores e classes despossuídas de forma geral – fica evidente a natureza de classe dos gastos públicos brasileiros. A tabela 8 abaixo mostra os valores absolutos em termos reais dos gastos em diversas funções do setor público.

Tabela 8 - Execução do orçamento da União: despesas selecionadas (2002-2017). Valores pagos (R\$ milhões) a preços de abril de 2018 (IPCA)

ANO	Juros	Saúde	Educação	Previdência	Assistência Social	Investimentos	Despesas Totais da União
2002	123184	63171,1	32840,9	306032,2	16176,5	25151,63	1090569,08
2003	252807,4	60788,1	31822,1	325458,4	18828,8	14434,53	1103737,92
2004	178780,8	68787,3	30318,3	345281,9	28921,3	22668,35	1134378,89
2005	255643,3	71656,2	31794	370240,6	31044,5	34022,06	1192066,53
2006	223604	75758,4	33052,1	405119,9	41088	37360,06	1521099,63
2007	197780,1	72160	34566	426747,7	45104,6	18305,45	1446922,36
2008	186726,7	75050,6	37710,6	442149,3	49287,4	16812,38	1578330,67
2009	251640,1	80345,9	46942,7	477954,3	54640,9	24719,55	1764756,98

2010	222172,2	85213,6	59808,7	508003,5	60580,8	37117,61	1631292,61
2011	294562,1	91744,8	63583,9	525268	66078,3	25010,69	1604280,03
2012	243938,9	97607,7	72668,9	553419,3	76797,8	30657,42	1962053,42
2013	285938,9	99502,9	82398,3	582204,4	81739,1	25624,2	1735000,08
2014	337315,2	104856,4	89988,4	607385,9	84157,5	26565,14	1900454,86
2015	477434,8	103591,7	89190,1	601724,3	78829,2	14834,9	1876504,11
2016	336828,6	102931	88524,5	618925	81510,9	18007,48	1972117,27
2017	391456,6	102809,8	89842,6	663459,9	85248,5	19115,93	2027397,58
Σ	4259813,7	1355975,5	915052,1	7759374,6	900033,8	390407,38	25540962,02

Fonte: Andrey del Vecchio de Lima (2017) A dívida pública como mecanismo de aumento da desigualdade de renda no Brasil. Monografia Apresentada UFPR. Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil, 2018. * Exceto despesas com o refinanciamento da dívida pública e investimentos de estatais

Os gastos com juros só são inferiores aos gastos com previdência social. Os gastos de juros ultrapassam, somados, os gastos com educação, saúde, assistência social e investimentos da união em todos os anos. Em média no período, os gastos com juros foram 20% superiores aos gastos com saúde, educação, assistência social e investimento público somados. Apenas em 2017, os gastos com juros foram maiores que todo o gasto em investimento realizado ao longo dos 15 anos da amostra.

Tabela 9 – Taxas de Crescimento Médio Anual de Despesas Seleccionadas ($\Delta\%$)

Período	Juros	Saúde	Educação	Previdência	Assistência Social	Investimentos
2003-2006	26,6	4,8	0,2	7,3	27,4	18,6
2007-2010	1,5	3,1	16,4	5,8	10,2	9,5
2011-2014	12,6	5,3	10,8	4,6	8,7	-5,7
2015-2017	9,4	-0,7	0,0	3,0	0,6	-5,5

Fonte: A partir dos dados da tabela 7 acima.

Entretanto, cabe ressaltar que entre 2003 e 2010 as taxas de crescimento dos gastos sociais em educação, saúde, previdência e assistência social, assim como o

crescimento dos gastos em investimentos públicos, superaram o crescimento dos gastos com juros. De 2011 até o final da série, esta tendência se inverte. Ao longo do período, há uma clara mudança de padrões de crescimento dos gastos públicos: num primeiro momento, de 2003 a 2010, há um crescimento maior dos gastos em educação, saúde, assistência social e investimento e queda relativa dos gastos com juros; num segundo momento, entre 2011-2014, há uma elevação das despesas com juros e uma queda relativa do crescimento dos gastos com educação, previdência e assistência social, e uma forte queda absoluta dos investimentos públicos; no último período, 2015-2015, observa-se o aprofundamento da tendência do segundo período, isto é: um crescimento forte dos gastos com juros e uma redução ainda mais significativa do crescimento dos gastos sociais em previdência e assistência social; quedas absolutas dos gastos em educação e saúde; e queda forte absoluta nos investimentos da união.

Finalmente, assumindo que a receita de juros recebidas - pagas pelo governo - seja proporcional ao estoque de dívidas possuídas por seus detentores – mostrado na tabela 6 acima -, a tabela 10 abaixo mostra uma estimativa do montante de juros que cada instituição recebeu ao longo dos últimos 10 anos.

Tabela 10 – Estimativa de Juros Pagos aos Detentores da Dívida Pública – Em Milhões de Reais

	Instituições Financeiras ¹	Fundos de Investimento ²	Previdência ³	Não-residentes ⁴	Governo ⁵	Seguradoras ⁶	Outros ⁷	Total
2007	R\$75.166,23	R\$61.866,38	R\$33.124,78	R\$6.799,72	R\$0,00	R\$4.566,86	R\$16.256,08	R\$197.780,06
2008	R\$70.742,57	R\$53.666,42	R\$32.390,66	R\$12.335,57	R\$0,00	R\$4.861,31	R\$12.730,14	R\$186.726,67
2009	R\$97.358,44	R\$69.079,65	R\$43.365,31	R\$18.262,27	R\$0,00	R\$8.482,40	R\$15.092,02	R\$251.640,09
2010	R\$80.603,31	R\$63.939,90	R\$34.193,22	R\$23.600,93	R\$1.930,33	R\$8.471,21	R\$9.433,31	R\$222.172,21
2011	R\$88.884,87	R\$75.810,78	R\$45.493,62	R\$33.689,69	R\$28.594,98	R\$12.134,26	R\$9.953,90	R\$294.562,09
2012	R\$72.458,83	R\$63.387,71	R\$37.402,41	R\$31.313,72	R\$19.985,66	R\$9.551,99	R\$9.838,60	R\$243.938,93
2013	R\$80.592,13	R\$67.524,68	R\$49.488,26	R\$44.184,67	R\$19.608,51	R\$11.994,57	R\$12.546,06	R\$285.938,88
2014	R\$95.888,32	R\$70.663,72	R\$58.383,19	R\$62.862,33	R\$21.120,23	R\$13.768,35	R\$14.629,02	R\$337.315,16
2015	R\$124.637,49	R\$94.925,87	R\$93.408,55	R\$94.267,07	R\$27.679,62	R\$20.189,72	R\$22.326,52	R\$477.434,84
2016	R\$78.499,71	R\$71.341,27	R\$80.471,07	R\$54.535,04	R\$19.065,59	R\$15.444,94	R\$17.470,93	R\$336.828,55
2017	R\$86.733,68	R\$94.769,63	R\$100.128,29	R\$51.120,52	R\$19.450,18	R\$17.645,62	R\$21.608,71	R\$391.456,64

Total	R\$951.565,6	R\$786.976	R\$607.849,4	R\$432.971,5	R\$157.435,09	R\$127.111,22	R\$161.885,3	R\$3.225.794
-------	--------------	------------	--------------	--------------	---------------	---------------	--------------	--------------

Fonte: Tesouro Nacional, elaboração própria

As instituições financeiras - bancos, corretoras e distribuidores de valores mobiliários – receberam cerca de 1 trilhão de reais nos últimos 10 anos. Este montante é superior aos orçamentos separados de saúde, educação, assistência social e cerca de 3 vezes o orçamento de investimento no mesmo período. Entre os três maiores receptores de juros, os fundos de previdência cresceram em 3 vezes sua receita com juros e só em 2017 receberam cerca de R\$100 bilhões em juros, aproximadamente o mesmo que o orçamento da saúde toda.

Em suma, a comparação entre os gastos destinados a pagamento de juros da união com os demais gastos sociais, mostra um setor público produzindo um forte caráter rentista às suas despesas, especialmente entre 2011 e 2017.

Cabe realizar a este respeito duas considerações finais. Uma diz respeito a um recorrente argumento de que o crescimento das despesas com juros concorreria com demais despesas no sentido de reduzi-las. Não é o que se observa na amostra dos últimos 15 anos analisados acima. Quase todas as despesas públicas cresceram significativamente em termos reais. A segunda consideração diz respeito à (in)capacidade financeira do setor público de executar suas funções definidas constitucionalmente. Parece evidente que não existem restrições financeiras para o setor público executar suas funções constitucionais. O que se deve reconhecer é o caráter de economia política das disponibilidades de recursos financeiros para a execução das funções constitucionais do governo. Observa-se que as despesas sociais (educação, saúde, assistência social e investimento público) são controladas por leis e normas muito mais restritivas do que as que se impõe sobre o pagamento de juros. Em suma, enquanto a execução financeira das políticas sociais é limitada por leis orçamentárias aprovadas no Congresso Nacional, o pagamento de juros aos rentistas fica à mercê de decisões de um número bastante restrito de burocratas do Banco Central.

8. CONCLUSÃO

Neste trabalho, fora demonstrado que a dívida pública, para fins operacionais, é um mecanismo econômico de política monetária, isto é, a venda de títulos públicos, emitidos pelo Tesouro Nacional, tem como finalidade balancear a oferta e a demanda por reservas bancárias, a fim de manter a taxa básica de juros no patamar estabelecido pelo Banco Central. Desta forma, a taxa de juros, de nenhuma maneira pode ser entendida ou tomada como instrumento de barganha do setor privado, para adquirir títulos públicos, frente a um aumento do gasto do governo que incorra em déficit.

Entendidos esses mecanismos, que foram obscurecidos em favor de teorias, muitas vezes descoladas da realidade econômico, fora levantado um debate, para além da operacionalidade real do gasto do governo, do estabelecimento da taxa básica de juros e da função da dívida pública, no sentido de se confrontar as decisões de gasto e não gasto do governo e de sua capacidade de honrar com seus pagamentos.

Demonstrou-se através de dados sobre a economia brasileira que entre 2002 e 2017 as despesas financeiras, amortizações e juros, foram as despesas que mais cresceram no período em termos reais, esse crescimento do pagamento de juros no período, ocorreu num ritmo duas vezes e meia maior do que com as despesas totais do governo. Os gastos de juros ultrapassam, somados, os gastos com educação, saúde, assistência social e investimentos da união em todos os anos. Isto é, mesmo em período de recessão, incorrendo em déficit primário, em um cenário de alta da taxa de juros, o governo não deixou de honrar com seus pagamentos referentes aos juros dos títulos públicos de sua própria emissão. De forma alguma, defende-se aqui que o Estado deveria deixar de honrar com esses pagamentos, no entanto, fica mais do que evidente que, além do pagamento de juros pelo governo ter um enorme potencial de gerar concentração de renda, ele incorre de uma decisão deliberada de política econômica, uma vez que, numa comparação entre os gastos com juros – o interesse dos rentistas e classes proprietárias – com os gastos sociais – o interesse dos trabalhadores e classes despossuídas de forma geral – fica evidente a natureza de classe dos gastos públicos brasileiros.

O que se deve reconhecer é o caráter de economia política das disponibilidades de recursos financeiros para a execução das funções constitucionais do governo. Observa-se que as despesas sociais (educação, saúde, assistência social e investimento público) são controladas por leis e normas muito mais restritivas do que as que se impõe sobre o pagamento de juros.

Aqui, no mínimo, aplica-se a máxima de Kalecki sobre os opositores às políticas de pleno emprego: “Isso não quer dizer que as pessoas que os defendem não acreditam em sua economia, embora isso seja ruim. Mas a obstinada ignorância é geralmente uma manifestação de motivos políticos subjacentes.” E vaticina Kalecki que entre os opositores ao pleno emprego “existem proeminentes “especialistas econômicos” intimamente ligados ao setor bancário e à indústria.” (Kalecki, 1943)

De forma sucinta, a falácia do “dinheiro acabou”, dita, repetida e propagada pelos veículos midiáticos e órgãos do próprio governo, como demonstrado nesta pesquisa, não encontra qualquer fundamento real. Desta maneira, deve-se buscar a superação desses equívocos, para se arquitetar com mais clareza a construção e consolidação de um Estado que reflita democraticamente em suas decisões de política econômica as necessidades e aspirações da população brasileira.

REFERÊNCIAS

BACHA, E. (1994). O fisco e a inflação, uma interpretação do caso brasileiro. Revista de Economia Política, vol. 14, nº 1 (53), janeiro-março.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2005). Palestra: Mercado Aberto. (Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/BC%20e%20Universidade%2011-11-2005.pdf>)

BASTOS, C.P., MELLO, M.R.N., (2014). Moeda, Inércia, Conflito, o Fisco e a Inflação: Teoria e Retórica dos Economistas da PUC-RJ. RevistaEconômica, v. 16, n. 1

BELL, S. A.,(1998). The Hierarchy of Money. The Jerome Levy Economics Institute WP No. 231.

BELL, S. A. (2000). Do Taxes and Bonds Finance Government Spending? Journal of Economic Issues, vol. 34, issue 3, 603-620

DELFIN, N. A. (2005). "Déficit Nominal Zero". Boletim de Conjuntura Economia & Tecnologia, ano 01, vol. 02, jul-ago, p.5-12

FISCHER, S., EASTERLY, W. (1990). The economics of the Government Budget Constraint. The World Bank Research Observer. vol. 5. no. 2. pp. 127-42

FIOCCA, D. (2000). "A oferta de moeda na macroeconomia keynesiana." São Paulo: Paz e Terra, 2000.

FULLWILER, T. S. (2007). Rates and Fiscal Sustainability. Journal of Economic Issues, Vol. 41, No. 4. pp. 1003-1042.

GARCÍA-ESCRIBANO, M. (2012). Consumer Credit Growth and Risks for Household Financial Stress. IMF Country Report,12/192. (Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12192.pdf>)

GIAMBIAGI, F. (2002). Um cenário normativo para a economia brasileira com reforma tributária e controle do gasto público. Texto para Discussão, 92, BNDES.

INNES, A. M. (1913). "What is money? Banking Law Journal. May: pp. 377-408. Republished as "What is Money?"; in L. Randall Wray (ed) 2004, Credit and State Theories of Money, Cheltenham: Edward Elgar.

INNES, A.M. (1932). "Martyrdom in Our Times: Two Essays on Prisons and Punishment": London, Williams & Norgate, Ltd.

KALECKI, M. (1943). Political aspects of Full Employment. In: Capitalism: Business Cycles and Full Employment. Collected Works of Michal Kalecki, vol. I. Oxford: Clarendon Press, 1990.

KEYNES, J.M., [1930] (1976). "A Treatise on Money," Volumes I and II, New York: Harcourt, Brace & Company.

KNAPP, G.F., [1924] (1973). "The State Theory of Money," Clifton, NY: Augustus M. Kelley

LAVOIE, M. (2000). A Post Keynesian View of Interest Parity Theorems, Journal of Post Keynesian Economics, 23:1, 163-179.

LIMA, A.D.V. (2017). A Dívida Pública como mecanismo de aumento da desigualdade de renda no Brasil. Monografia apresentada na UFPR.

MENGER, C. [1871] (1983). Princípios de economia política. São Paulo: Abril Cultural

NAKANO, Y. (2005a). O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. **Revista Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v. 59, n. 11, p. 10-12, nov. 2005. ISSN 0010-5945. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/view/28218/27093>>.

NAKANO, Y. (2005b). Não basta déficit zero para reduzir a taxa de juros. Valor. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/Terceiros/05.7.Nakano-NaoBastaDeficitZeroParaReduzirTaxaJuros.pdf>

OREIRO, J. L. e PAULA, L. F. de. (2010). “Por que a taxa de juros é tão alta?” Valor, p. A-17, 05/11.

REZENDE, F. (2009). The Nature of Government Finance in Brazil. *International Journal of Political Economy*, Vol. 38, No. 1, pp. 81-104.

SERRANO, F.L.P., SUMMA, R. F. (2013). Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 34, n. 2, p. 383-406.

SERRANO, F.L.P., SUMMA, R. F. (2015). Mundell–Fleming without the LM curve: the exogenous interest rate in an open economy. *Review of Keynesian Economics*, Vol. 3 No. 2, Summer 2015.

SERANO, F.L.P. (2010). Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. *Revista de economia Política*, vol. 30, nº 1, (117), pp. 63-72.

SILVA, T. N. T. F. (1996). A Política Monetária e os Procedimentos Operacionais do Banco Central (Um Estudo do Mecanismo da Zeragem Automática). Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação da FGV/EAESP, Área de Concentração: Economia de Empresas como requisito para obtenção de título de mestre em Economia. São Paulo.

TERRA, F. H. B; FERRARI, F. F. (2011). A Hipótese de Fragilidade Financeira Aplicada ao Setor Público: Uma Análise para a Economia Brasileira no Período 2000-2009. *Revista EconomiA*, Brasília(DF), v.12, n.3, p.497–516.

TESOURO NACIONAL. (2017). Análise de Solvência e Sustentabilidade da Dívida Pública. (Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/268746/An%C3%A1lise+de+Solv%C3%Aancia+e+Sustentabilidade+da+D%C3%ADvida+P%C3%ABlica/d04dd750-f3e9-436c-abe2-4bad61a21bf9>)

WRAY, L. R. (2014). From the State Theory of Money to Modern Money Theory: An Alternative to Economic Orthodoxy. Levy Economics Institute of Bard College.

WRAY, L. R. (2003) Trabalho e Moeda hoje: A chave para o pleno emprego e a estabilidade de preço. Tradução José Carlos de Assis; revisão técnica Aloísio Teixeira. Rio de Janeiro: Editora UFRJ / Contraponto Editora.

WRAY, L. R, (1998). Modern Money. Levy Economics Institute Working Paper No. 252.