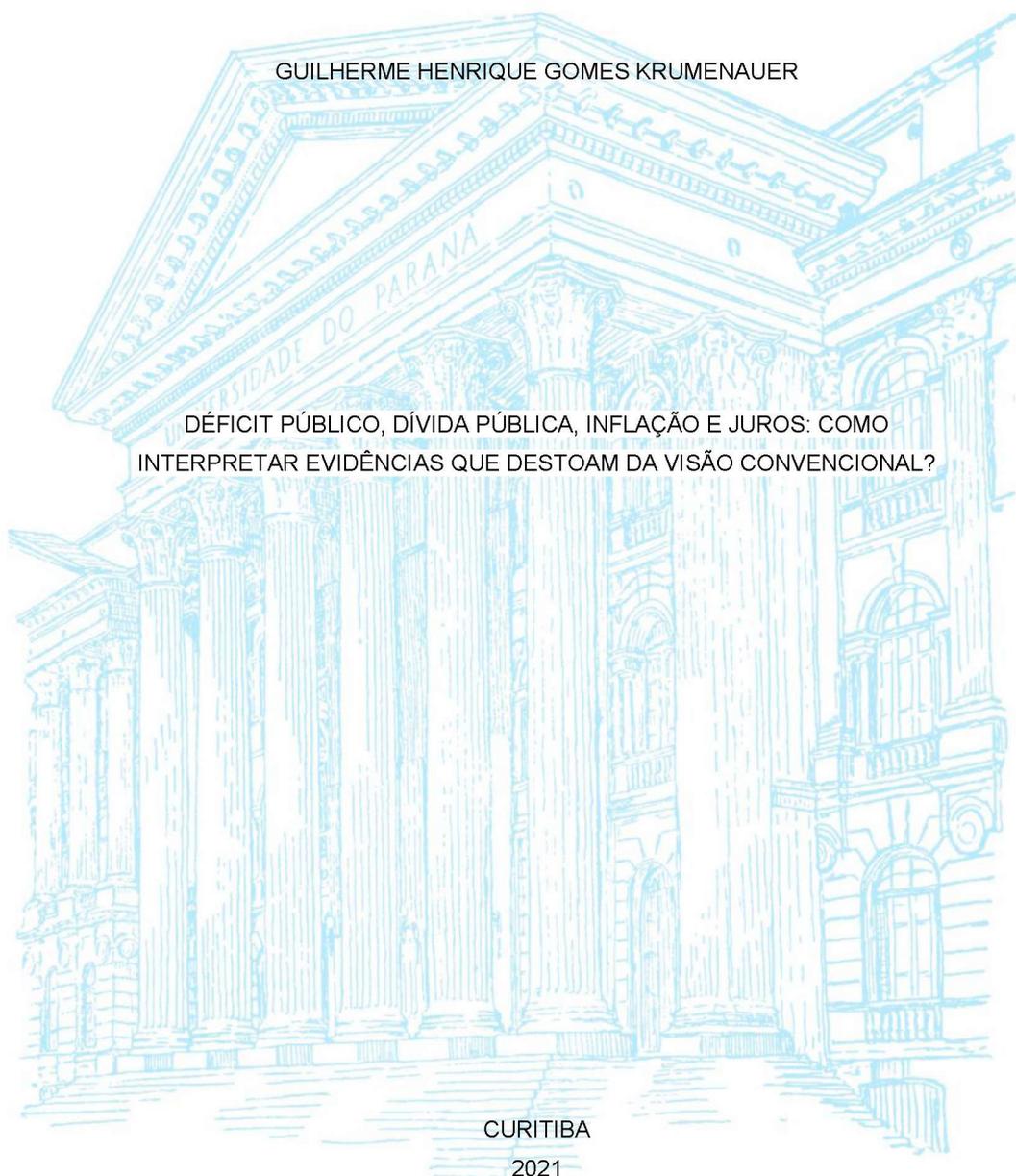


UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

GUILHERME HENRIQUE GOMES KRUMENAUER

DÉFICIT PÚBLICO, DÍVIDA PÚBLICA, INFLAÇÃO E JUROS: COMO  
INTERPRETAR EVIDÊNCIAS QUE DESTOAM DA VISÃO CONVENCIONAL?

CURITIBA  
2021



GUILHERME HENRIQUE GOMES KRUMENAUER

DÉFICIT PÚBLICO, DÍVIDA PÚBLICA, INFLAÇÃO E JUROS: COMO  
INTERPRETAR EVIDÊNCIAS QUE DESTOAM DA VISÃO CONVENCIONAL?

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências 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

CURITIBA  
2021

## TERMO DE APROVAÇÃO

GUILHERME HENRIQUE GOMES KRUMENAUER

DÉFICIT PÚBLICO, DÍVIDA PÚBLICA, INFLAÇÃO E JUROS: COMO  
INTERPRETAR EVIDÊNCIAS QUE DESTOAM DA VISÃO CONVENCIONAL?

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

---

Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto  
Orientador – Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

---

Prof(a). Dr(a). Larissa Naves de Deus Dornelas  
Departamento de Ciências Econômicas, INSTITUIÇÃO

---

Prof. Me. David Deccache  
UnB

Cidade, 12 de agosto de 2021.

**Mantenha essa página em branco para inclusão do termo/folha de aprovação assinado e digitalizado.**

Dedico este trabalho aos meus pais, que sempre se dedicaram para que eu tivesse as melhores oportunidades possíveis dentro do nosso contexto. E a Fer que foi minha parceira durante muitos anos, e que com certeza me ensinou muitas coisas.

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, não poderia deixar de agradecer aos meus pais, que me criaram com muito amor e carinho, e que por isso contribuíram de forma positiva para a pessoa que sou hoje.

Em segundo lugar, não poderia deixar de agradecer todos amigos e professores que passaram na minha vida acadêmica e contribuíram um pouco com o meu desenvolvimento, parte importante do que aprendi nos anos de curso foi contribuição deles. Em especial, as discussões (as mais variadas possíveis, inclusive sobre economia) que ocorriam dentro do “busão” com outros colegas, com destaque para o “Alysson, Luiz, Danilo e Kelvin” hahaha

Não poderia deixar de agradecer a todos que entendem e defendem a importância das cotas. Possivelmente sem elas eu não teria entrado numa Universidade Federal, ou pelo menos teria muito mais dificuldades.

Quero agradecer também a Fer, que durante muitos anos me apoiou nos estudos e na vida, passamos pelo perrengue do cursinho juntos e também na graduação, foram muitos trabalhos acadêmicos feitos no mesmo cômodo hahaha

Por último, não posso deixar lembrar sobre todos meus privilégios de ser uma pessoa branca, hétero e homem, e saber que em parte, muitas coisas para mim acontecem de forma “mais fácil” do que para outras pessoas. Apesar disso, é importante eu agradecer ao esforço e dedicação (além da sorte) que tive nesses anos.

Dinheiro faz quase tudo  
Vontade faz quase nada...  
(PROJOTA, 2011, música)

## RESUMO

Este trabalho analisa os dados brasileiros para demonstrar quais foram os impactos dos déficits fiscais do governo central entre os anos de 2014 até 2019 na poupança privada, taxa de inflação e taxas de juros de curto prazo e de rentabilidade dos títulos públicos. A análise é realizada com base no que defende a *Modern Monetary Theory* (MMT) sobre os impactos do déficit fiscal para a economia. Como contraponto, são apresentadas as argumentações da Teoria Macroeconômica convencional (TMC) sobre os impactos do déficit nas variáveis selecionadas. Focado no caso brasileiro, o trabalho inicia explicando o que é a MMT e o que defendem cada teoria sobre os impactos do déficit do governo. Posteriormente é contextualizado o período de análise e o arcabouço econômico-institucional que vigora no país que demonstra que governo central brasileiro teve o seu primeiro déficit primário em 2014, após 16 anos, e que se perduraram pelo menos até o ano de 2020. Junto com o déficit, iniciou-se um período de alta inflação. Em 2015, convencionou-se que era necessário reduzir os gastos para equilibrar as contas públicas e o governo voltar a fazer superávit primário e foi elevada a taxa de juros de curto prazo. Essas medidas tinham o objetivo de evitar o crescimento da dívida pública e reduzir a taxa de inflação, e estão alinhadas ao que defende a TMC–*mainstream* – que no geral considera que os impactos do déficit fiscal são negativos para economia. No Brasil essa ideia é reforçada por leis autoimpostas pelo próprio estado. Dentro desse contexto, a MMT discorda de boa parte das conclusões da teoria convencional sobre o impacto do déficit fiscal e das medidas que foram tomadas no país entre 2015 e 2019. A partir dos dados e seguindo a abordagem da MMT, foi possível demonstrar que todo gasto do governo é renda para o setor privado; que o déficit do governo só deve pressionar a inflação se a economia estiver em pleno emprego porque a taxa de juros de curto prazo é exógena e assim o Banco Central trabalha com uma regra de preços e não controlando a base monetária, pois a moeda é endógena; e que o “mercado” não tem poder de exigir uma taxa de juros maior sobre os títulos públicos devido ao aumento da dívida pública já que o governo pode pagar toda e qualquer dívida que estiver valorada na moeda em que ele emite e cobra impostos.

**Palavras-chave:** déficit fiscal. governo. moeda. taxa de juros. dívida pública. teoria monetária moderna.

## ABSTRACT

This paper analyzes Brazilian data to demonstrate the impacts of central government fiscal deficits between 2014 and 2019 on private savings, inflation rate, short-term interest rates and government bond yields. The analysis is based on what the Modern Monetary Theory (MMT) defends on the impacts of the fiscal deficit on the economy. As a counterpoint, the arguments of the conventional Macroeconomic Theory (TMC) on the impacts of the deficit on the selected variables are presented. Focused on the Brazilian case, the work begins by explaining what the MMT is and what each theory defends about the impacts of the government deficit. Subsequently, the analysis period and the economic-institutional framework in force in the country are contextualized, which demonstrates that the Brazilian central government had its first primary deficit in 2014, after 16 years, and that it lasted at least until the year 2020. Along with the deficit, a period of high inflation began. In 2015, it was agreed that it was necessary to reduce spending to balance public accounts and the government to return to a primary surplus, and the short-term interest rate was raised. These measures were intended to prevent the growth of public debt and reduce the rate of inflation, and are in line with conventional macroeconomic theory – mainstream – which generally considers that the impacts of the fiscal deficit are negative for the economy. In Brazil, this idea is reinforced by self-imposed laws by the state itself. Within this context, the MMT disagrees with most of the conclusions of conventional theory about the impact of the fiscal deficit and the measures that were taken in the country between 2015 and 2019. Based on the data and following the MMT approach, it was possible to demonstrate that all government spending is income for the private sector; that the government deficit should only pressure inflation if the economy is at full employment because the short-term interest rate is exogenous and so the Central Bank works with a price rule and does not control the monetary base, as the currency is endogenous ; and that the “market” does not have the power to demand a higher interest rate on government bonds due to the increase in public debt since the government can pay any and all debt that is valued in the currency in which it issues and collects taxes.

Keywords: fiscal deficit. government. currency. interest rate. public debt. modern monetary theory.

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – IMPACTOS DO DÉFICIT FISCAL NA ECONOMIA DE ACORDO COM A TMC .....	20
FIGURA 2 – IMPACTOS DO DÉFICIT FISCAL NA ECONOMIA DE ACORDO COM A MMT .....	22
FIGURA 3 – PIRÂMIDE DA HIERARQUIA DAS MOEDAS .....	37

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO DO BALANÇO FINANCEIRO DOS TRÊS SETORES: PRIVADO DOMÉSTICO, DO GOVERNO E PRIVADO EXTERNO ...	51
GRÁFICO 2 – EVOLUÇÃO CAPACIDADE (+) NECESSIDADE (-) LÍQUIDA DE FINANCIAMENTO DOS TRÊS SETORES .....	53
GRÁFICO 3 – EVOLUÇÃO DO PIB, RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO FEDERAL EM RELAÇÃO AO PIB (ACUMULADOS) E DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA .....	56
GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE: OCUPAÇÃO, CRESCIMENTO DO PIB, DESPESA DO GOVERNO CENTRAL/PIB E INVESTIMENTO .....	58
GRÁFICO 5 – EVOLUÇÃO DAS TAXAS SELIC (META), IPCA E CÂMBIO NOMINAL (R\$/US\$ COMERCIAL).....	62
GRÁFICO 6 – EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO (GOVERNO CENTRAL) E DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA .....	65
GRÁFICO 7 – EVOLUÇÃO DA EMISSÃO LÍQUIDA DE TÍTULOS NO MERCADO PRIMÁRIO E DÉFICIT NOMINAL.....	67
GRÁFICO 8 – FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA .....	68
GRÁFICO 9 – EVOLUÇÃO DA DPMFi, CUSTO MÉDIO PARA NOVAS EMISSÕES E PRINCIPAIS INDEXADORES .....	70
GRÁFICO 10 – EVOLUÇÃO DA DPMFi, CUSTO MÉDIO ADICIONAL PARA EMISSÃO DE TÍTULOS PREFIXADOS SOBRE O IPCA E A SELIC	72
GRÁFICO 11 – EVOLUÇÃO MENSAL DA DPMFi, SELIC META, EXPECTATIVA PARA SELIC EM 12 MESES, CUSTO MÉDIO PARA EMISSÃO DE LTN E MÉDIA DAS TAXAS DE JUROS DE 2, 5 E 10 ANOS PARA RENDIMENTO DE TÍTULOS BRASILEIROS (BONDS).....	73
GRÁFICO 12 – EVOLUÇÃO DA DPMFi E PRAZO MÉDIO DE NOVAS EMISSÕES DA DÍVIDA PREFIXADA.....	76
GRÁFICO 13 – EVOLUÇÃO DA DPMFi E O % DE TÍTULOS VENDIDOS (RAZÃO ENTRE VENDIDOS E OFERTADOS) NOS LEILÕES DO MERCADO PRIMÁRIO .....	77

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – EVOLUÇÃO DO RESULTADO FISCAL E TAXA DE INFLAÇÃO.....	48
TABELA 2 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA E DO PIB.....	49
TABELA 3 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO DOS GASTOS DO GOVERNO E INFLAÇÃO.....	60
TABELA 4 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO DA VARIAÇÃO DOS AGREGADOS MONETÁRIOS E INFLAÇÃO.....	60
TABELA 5 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO DA SELIC META, EXPECTATIVA PARA A SELIC EM 12 MESES E DPMFi COM AS TAXAS LONGAS E CUSTO PARA EMISSÃO DE LTN.....	74
TABELA 6 – % DE TÍTULOS VENDIDOS POR ANO .....	78

## LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

BC - Banco Central

TN - Tesouro Nacional

MMT - Modern Money Theory

TMC - Teoria Macroeconômica Convencional

TQM - Teoria Quantitativa da Moeda

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

## LISTA DE SÍMBOLOS

© - copyright

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>16</b>
<b>2 IMPACTOS DO DÉFICIT FISCAL DE ACORDO COM A TEORIA MONETÁRIA MODERNA</b> .....	<b>18</b>
2.1 TEORIA MONETÁRIA MODERNA (MMT) .....	18
2.2 IMPACTOS DO DÉFICIT FISCAL: DIVERGÊNCIAS ENTRE AS TEORIAS .....	19
2.2.1 Restrição financeira do governo e função dos impostos .....	22
2.2.2 Fluxo de renda entre o setor privado e governamental e política fiscal.....	27
2.2.3 Operações de venda de títulos e taxa de juros de curto prazo .....	36
<b>3 ANÁLISE DO IMPACTO DOS DÉFICITS PELA PERSPECTIVA DA MMT</b> .....	<b>46</b>
3.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PERÍODO ANALISADO .....	46
3.2 DÉFICIT FISCAL, POUPANÇA PRIVADA E A IDENTIDADE CONTÁBIL ENTRE OS TRÊS SETORES .....	50
3.3 DÉFICIT FISCAL, FUNÇÃO DA POLÍTICA FISCAL E INFLAÇÃO .....	57
3.4 DÉFICIT FISCAL, DÍVIDA PÚBLICA E TAXA DE JUROS .....	64
<b>4 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>80</b>
4.1 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS .....	81
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>83</b>
<b>BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR</b> .....	<b>83</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Segundo dados do Tesouro Nacional<sup>1</sup> (TN), desde o final do ano de 2014, as despesas primárias acumuladas nos últimos 12 meses (anualmente) no Brasil têm sido maiores do que as receitas primárias líquidas, em outras palavras, desde então o governo central teve resultado fiscal negativo - ou déficit primário - o que não acontecia há pelo menos 16 anos. Isso fez com que nos últimos anos aumentasse o debate sobre o resultado das contas do governo.

A partir de 2015 o governo e o Banco Central (BC) passaram a adotar medidas de austeridade – redução dos gastos públicos e aumento da taxa básica de juros (Selic) - com o intuito de controlar a inflação, equilibrar as contas públicas e voltar a obter superávit primário (quando o governo arrecada mais tributos do que gasta em um ano, desconsiderando os gastos com juros da dívida pública). Entretanto, o superávit primário não voltou e a economia piorou nos anos de 2015 e 2016, quando o Produto Interno Bruto (PIB) caiu 3,5% e 3,3% a preços de mercado, respectivamente, e cresceu 1,3%, 1,8% e 1,4% nos anos de 2017, 2018 e 2019. Apesar do crescimento do PIB nos anos de 2017 até 2019, o seu valor no início de 2020 ainda era menor do que no momento pré-crise, como aponta os dados do IBGE.<sup>2</sup>

Nesse sentido, há um grande debate entre os economistas sobre o impacto econômico do déficit fiscal, no entanto, existe um consenso de boa parte dos economistas sobre o que deve acontecer com algumas variáveis econômicas caso o governo tenha déficits fiscais. Neste trabalho, esse consenso será chamado de Teoria Macroeconômica Convencional (TMC) e, no geral, essa teoria defende que o déficit fiscal deve ser evitado pelo governo porque tem impactos negativos para a economia. Por outro lado, existe uma teoria que ganhou destaque recentemente no debate público e que diverge da TMC sobre vários aspectos relacionados aos gastos

---

<sup>1</sup> TESOURO NACIONAL. Portal do Tesouro Nacional. Curitiba, 2019 em: < <http://www.tesourotransparente.gov.br/historias/entendendo-os-graficos-resultado-primario-e-estoque-da-divida-publica-federal#item-dados-abertos>>. Acesso: 1 jun. 2020.

<sup>2</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Portal do IBGE. Curitiba, 2019 em: < [https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas&utm\\_source=landing&utm\\_medium=explica&utm\\_campaign=pib%23evolucao-taxa#evolucao-taxa](https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=pib%23evolucao-taxa#evolucao-taxa)>. Acesso: 1 jun. 2020.

do governo e seus impactos para a economia. Essa teoria é a Teoria Monetária Moderna ou MMT, - abreviação do nome em inglês *Modern Monetary Theory*.

Dessa forma, o objetivo deste trabalho é verificar se os dados brasileiros de 2014 até 2019 corroboram para o que defende a TMC ou o que defende a MMT sobre os impactos do déficit fiscal. Dentro desse contexto, e de forma descritiva, o texto se limita a analisar os dados para investigar quatro principais conclusões da TMC a partir do déficit fiscal, e que são divergentes das conclusões da MMT. Para a TMC o déficit pressiona para a redução da poupança privada, aumento da taxa de inflação e aumento das taxas de juro de curto prazo e de remuneração dos títulos públicos. Apesar de o trabalho se limitar a análise descritiva dos dados para essas quatro variáveis, ele aborda diversas argumentações que dão suporte para as conclusões que as teorias chegam a partir do déficit fiscal.

Para atingir o objetivo proposto, o texto encontra-se estruturado em quatro seções, contando com esta introdução. A seção 2 apresenta a MMT e a sua visão sobre o déficit fiscal, demonstrando os contrapontos entre ela e a TMC, no que diz respeito aos impactos do déficit fiscal na economia, destacando, mas não se limitando aos seus efeitos sobre a poupança privada; inflação e taxa de juros de curto prazo.

A seção 3 contém os principais resultados encontrados sobre o impacto do déficit acerca das quatro variáveis que o trabalho se propõe a examinar com base na análise dos dados brasileiros. Em síntese, os dados de 2014 até 2019 corroboram para o que defende a MMT, já que os déficits fiscais do período não reduziram a poupança privada, não aumentaram a inflação e nem as taxas de juros de curto prazo e de rentabilidade dos títulos públicos. Por fim, a 4ª seção aponta as principais conclusões do trabalho.

## 2 IMPACTOS DO DÉFICIT FISCAL DE ACORDO COM A TEORIA MONETÁRIA MODERNA

Na ciência econômica existem diversos debates em que determinadas correntes teóricas defendem argumentos divergentes, ou até mesmo diametralmente opostos, sobre o funcionamento de alguma variável econômica como, a taxa de juros, inflação, dívida pública, entre outros. Dentro desse contexto, tem se destacado, ultimamente, o debate sobre os gastos do governo. Um dos motivos para o tema ter ganhado destaque é que o governo central brasileiro, desde 2014, começou a incorrer em sucessivos déficits primários que perduram até hoje (2020).

Dentro desse contexto, a MMT, que dentre os seus principais focos, discute questões relacionadas ao déficit fiscal e diverge em vários pontos da teoria convencional, tem ganhado destaque no Brasil. Uma das razões para isso acontecer é que André Lara Resende, muito conhecido por ser um dos idealizadores do Plano Real, tem publicado uma série de artigos no jornal Valor Econômico – pelo menos desde 2018 – e que tornaram-se um livro no ano de 2020 “Consenso e contrassenso: Por uma economia não dogmática”. Tanto nos artigos, como no livro, Resende apresenta alguns dos principais pontos da MMT e suas conclusões divergentes da teoria convencional.

Nesse sentido, o objetivo deste capítulo é apresentar a MMT e a sua visão sobre o déficit fiscal, demonstrando os contrapontos entre ela e a TMC, no que diz respeito aos impactos do déficit fiscal na economia, destacando seus efeitos sobre a poupança privada; inflação; taxa de juros de curto prazo e de remuneração dos títulos públicos.

### 2.1 TEORIA MONETÁRIA MODERNA (MMT)

Antes de apresentar a MMT, é importante ressaltar que a intenção do trabalho não é descrever todos os pontos da teoria, mas sim abordar os temas relevantes e que dão suporte às suas conclusões sobre os impactos do déficit sobre poupança privada; inflação; taxa de juros de curto prazo e de remuneração dos títulos públicos. Portanto, existem elementos da teoria que não serão abordados nesse trabalho, ou pelo menos devem ser abordados de forma superficial, como a

parte histórica do surgimento da moeda como dívida e criatura do Estado e a política do Estado como empregador de última instância, por exemplo.

Dito isto, a MMT, a partir de análises descritivas das operações de crédito e débito, entre os setores privado e público, chega a conclusões divergentes das defendidas pela TMC com relação aos impactos do déficit fiscal. A MMT também segue os princípios das “Finanças Funcionais” de Abba Lerner, apresentados durante as décadas de 40 e 50. Assim, além de chegar a conclusões a partir da descrição das operações econômicas que percorrem os setores privado e governamental, a MMT prescreve opções de políticas públicas, sendo que uma das mais defendidas nos textos dos autores da teoria é a política do Estado como empregador de última instância (DALTO *ET AL.*, 2020; WRAY, 2003, 2015).

Dessa forma, as principais conclusões da teoria consideradas relevantes por darem suporte ao atingimento do objetivo do trabalho e que serão detalhadas nas seções seguintes são: o governo soberano que emite a moeda aceita para o pagamento de impostos não tem restrição financeira; impostos não financiam o governo, mas sim garantem a demanda pela moeda emitida pelo governo; todo gasto público é renda privada; a moeda é endógena e assim a autoridade monetária não tem controle sobre a variação de seu estoque; o objetivo da política fiscal deve ser a utilização plena da capacidade produtiva mantendo a estabilidade dos preços; a taxa de juros de curto prazo é um instrumento de política monetária e definida exogenamente; a operação de compra e venda de títulos públicos federais é um instrumento de política monetária e não tem a finalidade de financiar o governo.

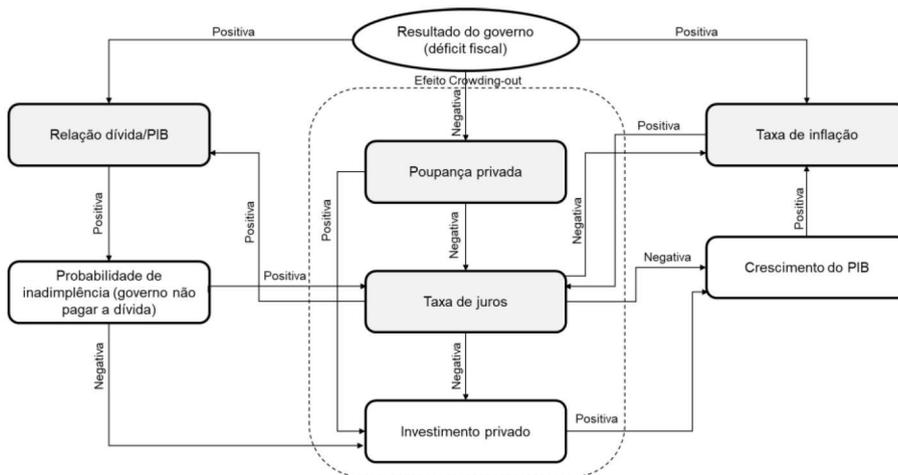
## 2.2 IMPACTOS DO DÉFICIT FISCAL: DIVERGÊNCIAS ENTRE AS TEORIAS

A TMC defende que os governos centrais dos países devem manter suas contas equilibradas, isto é, eles devem gastar no nível em que manterá a dívida pública numa trajetória sustentável ao longo do tempo - que o governo deve conseguir pagá-la. Isso, levando em consideração, principalmente, a carga dos juros sobre a dívida pública e a taxa de crescimento da economia, já que a dívida é analisada em relação ao PIB (dívida/PIB). Dessa maneira, o governo deve manter as expectativas dos agentes ancoradas na ideia de que a dívida pública possui uma trajetória sustentável, o que mantém a capacidade do governo de se financiar por

endividamento com o “mercado” e evita que seja necessário emitir moeda, o que cedo ou tarde pode aumentar o nível de preços (GIAMBIAGI & ALÉM, 2011).

A FIGURA 1 apresenta um resumo das relações econômicas para TMC a partir do resultado das contas do governo, nesse caso, de um déficit fiscal. Na figura, as flechas indicam a direção do impacto (de uma variável em outra variável) e ao lado das flechas que conectam as variáveis está a descrição da relação entre as variáveis conectadas. Se a descrição for “positiva”, significa que para a teoria a relação entre as variáveis é positiva, ou seja, se a variável x aumenta, o impacto dela na variável y é aumentar a variável y também. Ao contrário da descrição “negativa”, que se a variável x aumentar a variável y deve diminuir.

FIGURA 1 – IMPACTOS DO DÉFICIT FISCAL NA ECONOMIA DE ACORDO COM A TMC



FONTE: Elaboração própria (2020).

Abaixo está de forma resumida as principais conclusões sobre o impacto do déficit acerca da poupança privada, inflação e taxas de juros de curto prazo e de remuneração dos títulos públicos de acordo com a TMC:

- **Poupança privada:** o déficit tem uma relação negativa com a poupança privada, ou seja, quanto maior o déficit maior é a pressão para redução da poupança privada. Isso acontece porque para a teoria convencional o financiamento do déficit é realizado com o dinheiro do setor privado. Com a redução da poupança privada as taxas de juros domésticas devem subir, já

que existirá menos dinheiro disponível para empréstimo para o setor privado, o que reduz o investimento privado e, conseqüentemente o crescimento econômico.

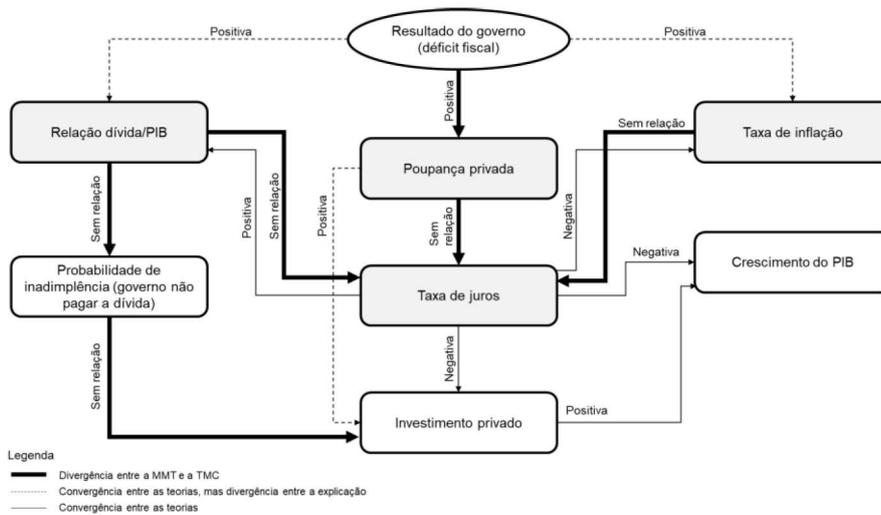
- **Inflação:** o déficit pode pressionar para o aumento da inflação caso o governo não consiga se financiar somente emitindo dívida e precise também emitir moeda, o que aumentaria a quantidade de moeda em circulação acima dos bens e serviços da economia. Além disso, para explicar que no longo prazo o déficit pressiona para o aumento da inflação, a teoria também assume que existe uma taxa natural de desemprego e que a moeda é superneutra.
- **Taxa de juros de curto prazo e taxa de remuneração dos títulos públicos:** nesse caso, conforme supracitado, para a TMC o déficit fiscal deve aumentar a relação dívida/PIB o que aumenta a probabilidade de o governo não conseguir pagar a sua dívida, criando assim um risco de inadimplência do governo com os detentores da dívida pública. Devido ao aumento desse risco, o “mercado” necessariamente exigirá maior rentabilidade sobre os novos títulos emitidos. Portanto, a partir dessa sequência de relações a teoria defende que o déficit fiscal pressiona para o aumento das taxas de remuneração dos títulos da dívida pública e da taxa de juros de curto prazo. Além disso, com o aumento da inflação ocasionado pelo déficit, a autoridade monetária deve agir elevando a taxa de juros de curto prazo para arrefecer o processo inflacionário.

Em resumo, a TMC considera que o déficit tende a provocar efeitos negativos para a economia, e isso acontece por vários motivos - além dos motivos já citados - que serão melhor detalhados nas seções seguintes do trabalho como contrapontos ao que defende a MMT.

Já a MMT, ao contrário da TMC, não considera que o déficit público seja um problema, na verdade ele deve ser a regra na maioria dos casos. Assim, para a teoria não há nenhum problema em o governo realizar déficit fiscal se o gasto estatal não pressionar a capacidade produtiva do país ao ponto de causar um processo inflacionário (LERNER, 1943; WRAY, 2015; DALTO ET AL., 2020). Analisando a FIGURA 2, que apresenta resumidamente os impactos do déficit fiscal na economia de acordo com a MMT, é possível perceber que existem pontos de divergência com a TMC, esses pontos estão destacados pelas flechas mais cheias. Já as flechas

tracejadas representam que as duas teorias concordam com a relação entre as variáveis conectadas, porém divergem quanto a lógica de explicação do resultado entre essa relação. Por último, as flechas com linha fina e contínua apresentam os pontos em que existe convergência entre as teorias.

FIGURA 2 – IMPACTOS DO DÉFICIT FISCAL NA ECONOMIA DE ACORDO COM A MMT



FONTE: Elaboração própria (2020).

A seção seguinte deste trabalho foca, principalmente, em apresentar os argumentos que embasam a visão da MMT sobre os impactos do déficit fiscal na economia, destacando as divergências com relação a TMC (flechas cheias), especialmente com relação as variáveis da dívida pública/PIB; poupança privada; inflação; e taxa de juros de curto prazo e de remuneração dos títulos públicos.

### 2.2.1 Restrição financeira do governo e função dos impostos

Retomando a FIGURA 2, a MMT concorda com a TMC que o déficit fiscal pode pressionar no aumento da dívida/PIB, pois existe uma relação matemática clara nessa lógica. Para exemplificar essa relação, Giambiagi & Além (2011) apresentam a equação  $D_t = D_{t-1} + J_t - SP_t - S_t$ , onde,

- $D_t$  → representa a dívida pública atual;

- $D_{t-1}$  → a dívida pública do período anterior;
- $J_t$  → os juros pagos sobre a dívida pública do período anterior;
- $SP_t$  → o valor do superávit primário; e
- $S_t$  → o valor da coleta de senhoriagem.

Conforme a equação apresentada, um dos componentes que contribuem para as variações da dívida é o resultado fiscal do governo ( $SP_t$ ). Nesse caso, se o governo tem um déficit primário, existe uma pressão para aumentar a dívida pública. Assim, para a TMC, mesmo havendo outros componentes que impactam na variação da dívida, o resultado primário é muito importante porque “[...] a despesa de juros é uma expressão de desequilíbrios primários anteriores, que geraram a dívida inicial. A causa da existência de uma despesa de juros terá sido a deterioração do resultado primário.” (GIAMBIAGI & ALÉM, 2011, p. 233). Esse é um dos motivos que a teoria considera importante para que o governo mantenha as contas “equilibradas” - evitando gastar mais do que arrecada com impostos – pois quanto maior a dívida maior é a base que deve ser cobrada a taxa de juros, e assim maiores devem ser os juros pagos.

Apesar de ambas teorias concordarem com a pressão que o déficit primário pode causar para o aumento da dívida/PIB, elas discordam sobre os impactos do aumento dela nas demais variáveis econômicas. Por exemplo, a TMC defende que há um limite para o tamanho da dívida pública, ou seja, se o governo obter contínuos déficits fiscais de forma a aumentar a dívida constantemente, em algum momento será impossível para o governo vender a sua dívida porque “[...] o credor pode perceber que a dívida é impagável, negar-se a conceder novos créditos ao governo e provocar a falência deste [...]” (GIAMBIAGI & ALÉM, 2011, p. 220). Em outras palavras, por essa lógica, existe um certo limite para o endividamento estatal - assim como existe para as famílias - e quanto maior for a dívida em relação ao PIB, maior será o risco de inadimplência do governo. No entanto, para a MMT, o tamanho da dívida pública não deve ser um problema. Isso porque todo governo soberano que emite a moeda que serve como único meio de pagamento para os impostos cobrados por ele, sendo que esta moeda é também unidade de conta que mensura a dívida pública, não possui a restrição financeira que aponta a TMC (RESENDE 2020; MOSLER, 2010; WRAY, 2003, 2015).

Mosler (2010) assim como Wray (2003) explicam que, supondo o início de um governo, onde ainda não existe moeda fiduciária emitida pelo Estado, para qualquer

cidadão possuir moeda soberana seria necessário antes que o governo gastasse em troca de produtos ou serviços oferecidos pelo setor privado. Somente assim os indivíduos teriam moeda fiduciária para pagar impostos. Isso é totalmente contrário a lógica convencional, que defende que a receita com impostos é que proporciona espaço fiscal para os gastos do governo e caso ela não seja suficiente, o governo pode emprestar temporariamente do setor privado para financiar o déficit através da venda de títulos públicos do Tesouro Nacional.

Resende (2020) esclarece que essa divergência entre as teorias tem origem nas diferentes visões sobre a propriedade dominante da moeda. Para a TMC, a moeda predominantemente serve como meio de troca (moeda-mercadoria), assim para qualquer emissão estatal seria necessário haver um lastro em alguma mercadoria, como foi durante o padrão ouro, que de certa forma embasou a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Já a MMT, com base no cartalismo de Georg F. Knapp, declara que a moeda é uma unidade de conta escolhida pelo Estado que valora todas as transações que ocorrem dentro de uma região, incluindo os impostos cobrados do setor privado. Desse modo, de acordo com Resende (2020, p. 45),

A moeda é essencialmente uma unidade de valor na qual os impostos são calculados e podem ser pagos. Não é preciso que tenha valor intrínseco, nem mesmo existência física, como está ficando cada dia mais evidente com o rápido desaparecimento do papel-moeda. Trata-se apenas da unidade de um sistema de registro de valores, de débitos e créditos, cuja garantia é o fato de ser a unidade de valor aceita pelo Estado para o pagamento de impostos. Essa constatação tem uma implicação lógica contraintuitiva: o governo não precisa adquirir moeda, seja através do recolhimento de impostos, do aumento da dívida ou da venda de ativos, para poder gastar. O governo gasta e simplesmente credita unidades monetárias equivalentes nas contas dos que lhe venderam ativos, mercadorias ou prestaram serviços. Em suma, o governo não tem restrição financeira. É o gasto do governo que cria moeda, e não a disponibilidade de moeda que viabiliza o gasto do governo.

Ou seja, o governo sempre pode gastar ou pagar qualquer dívida se ela estiver denominada na unidade de conta emitida por ele, literalmente criando dinheiro, creditando unidades monetárias nas contas que precisar.

Mosler (2010) ainda destaca que como não há risco de solvência do governo que emite a moeda que é unidade de conta para a cobrança de impostos e da dívida pública, e a receita oriunda dos tributos não limita o seu gasto, o que existe são restrições autoimpostas pelo governo/congresso que limitam o gasto do governo ao que ele arrecada com impostos de forma a evitar que a dívida pública em relação ao PIB seja pressionada pelo déficit. No entanto, “[...] o governo federal sempre pode

efetuar todos e quaisquer pagamentos em sua própria moeda, independentemente do tamanho do déficit ou da quantidade de impostos que recebe.” (MOSLER, 2010, p. 22, tradução nossa).<sup>3</sup>

Mas se para a MMT a tributação não é uma das maneiras de financiar o governo, por que o governo cobra impostos? Qual a função dos impostos dentro de uma economia? Resumidamente, de acordo com Mosler (2010) e Wray (2015), os impostos tem a função de garantir a demanda pela moeda emitida pelo Estado e assim assegurar a sua aceitação, de incentivar a criação de oferta de produtos e serviços pelo setor privado, liberar espaço para o gasto do governo e regular a demanda agregada<sup>4</sup>.

É importante destacar que Wray (2015) argumenta que é prerrogativa exclusiva do Estado soberano moderno estabelecer o meio de pagamento aceito oficialmente (moeda estatal ou qualquer outra moeda privada), por exemplo, para o pagamento de impostos, e de emitir a moeda estatal definida por ele. Se o governo quiser, a partir de uma escolha política, ele pode permitir que o pagamento de impostos seja realizado por uma moeda na qual ele não emite, porém isso reduziria a sua autonomia monetária e fiscal. Esse é o caso dos países que fazem parte da zona do Euro, ou dos estados federados brasileiros, que não emitem o real - que é a moeda aceita para o pagamento de impostos/dívida pública no Brasil - e por isso tem seus gastos limitados pela capacidade de obter receitas.

Desse modo, considerando o poder soberano do Estado, a MMT explica que quando o governo impõe que os tributos sobre os seus cidadãos devem ser pagos na moeda que ele emite, ele garante uma demanda pela moeda estatal para pagar esses tributos, dado que se os cidadãos não tiverem a moeda estatal para quitar suas dívidas com o governo eles podem sofrer punições, como pagar multa por não pagar o imposto sobre propriedade, por exemplo. Nas palavras de Mosler (2010, p. 25, tradução nossa), “Os impostos criam uma necessidade contínua na economia de obter dólares (no caso da economia estadunidense) e, portanto, uma necessidade contínua de as pessoas venderem seus bens e serviços e o trabalho para obter

---

<sup>3</sup> “[...] the federal government can always make any and all payments in its own currency, no matter how large the deficit is, or how few taxes it collects.”

<sup>4</sup> Os tributos também possuem um impacto distributivo muito importante e podem ser utilizados como forma de estimular ou desestimular comportamentos considerados “socialmente adequados” pelo Estado.

dólares.”<sup>5</sup> Assim, além de garantir a demanda pela moeda e sua aceitabilidade, a cobrança de impostos incentiva que o setor privado produza bens e serviços, ou ofereça mão de obra, de forma a conseguir moeda estatal para quitar seus passivos com o governo. A obtenção da moeda aceita para o pagamento de impostos pode acontecer tanto de forma direta, com a venda de bens e serviços do setor privado para o governo, quanto de forma indireta, quando os cidadãos obtêm moeda estatal vendendo para outros cidadãos do setor privado que possuem a moeda.

Apesar de existir a possibilidade de o governo punir os cidadãos “maus” pagadores de impostos, Wray (2003, 2015) explica que somente leis de curso forçado não são capazes de garantir a aceitabilidade da moeda estatal e apresenta exemplos de colônias britânicas do continente africano que só foram monetizadas após a cobrança de impostos ser implementada, o que levou as populações das colônias a ofertarem trabalho. Antes disso não havia interesse em trocar horas trabalhadas por moedas britânicas. O autor também condena a visão de que para a moeda estatal ser aceita ela precisa ter sua emissão lastreada em algum metal precioso como o ouro, ou pior, que a moeda é aceita com base na confiança (os indivíduos aceitam a moeda porque outras pessoas a aceitam).

Por último, Lerner (1943) e Mosler (2010) apontam para a importância da cobrança de impostos como um mecanismo de regulação da demanda agregada. Quando o governo tributa ele está reduzindo o poder de compra do setor privado e liberando espaço para o gasto do governo. Ao contrário, assumindo uma economia em pleno emprego, qualquer gasto adicional do governo iria causar inflação, ou seja, o gasto do governo encontra um limite na capacidade produtiva da economia real (horas de trabalho, matérias primas, etc) e não um limite financeiro (receita com impostos, venda de títulos e/ou ativos).

Assim, a MMT conclui que todo governo soberano que emite a moeda unidade de conta para o pagamento de impostos e da dívida pública, não possui restrição financeira de acordo com sua receita e que o papel da cobrança de impostos não é financiar o seu gasto. Nesse caso, o Estado pode pagar qualquer dívida que esteja denominada na moeda em que ele emite. Sendo que, qualquer probabilidade de inadimplência do governo quanto a sua dívida pública interna é

---

<sup>5</sup> “Taxes create an on going need in the economy to get dollars, and therefore na on going need for people to sell their goods and services and labor to get dollars.”

negada pela teoria, que defende que o único limite para o gasto do governo é na economia real – argumento que será melhor explicado na próxima seção do trabalho.

### 2.2.2 Fluxo de renda entre o setor privado e governamental e política fiscal

A MMT, a partir da análise dos fluxos de gasto/renda (crédito e débito) de uma economia conclui, contrariamente a TMC, que o déficit do governo adiciona renda/poupança para o setor privado. Desta forma, déficits fiscais não pressionam uma redução da poupança privada, mas sim para o seu aumento. Além disto, a MMT também discorda da TMC com relação ao objetivo da política fiscal, para MMT o governo deve seguir os princípios das finanças funcionais apresentadas por Abba Lerner na década de 1940, da qual defende como “primeiro princípio” que o governo deve manter o nível de gasto no ponto em que empregue completamente os fatores de produção disponíveis sem que isso cause inflação. Caso o nível de preços seja pressionado, o próprio governo pode utilizar de instrumentos fiscais para que o aumento generalizado dos preços seja estabilizado. Assim, para MMT não importa se o governo está com déficit fiscal ou superávit, o que realmente importa é o impacto dos gastos governamentais para o nível de emprego e a estabilidade preços (DALTO ET AL., 2020; LERNER, 1943; MOSLER, 2010; WRAY, 2015).

De acordo com a TMC, o financiamento do déficit a partir do endividamento público é realizado por agentes privados - através da poupança privada - e, nesse sentido, o dinheiro que poderia ser utilizado para realizar investimento produtivo é utilizado para a compra de dívida do governo. Em concordância com Fischer & Easterly (1990, p. 134, tradução nossa) “Por definição, empréstimos do governo reduzem o crédito que estaria disponível para o setor privado, pressionando as taxas de juros domésticas.”<sup>6</sup> Portanto, para TMC, déficits fiscais causam, necessariamente, queda do investimento privado (efeito *crowding-out*), seja através do aumento das taxas de juros que o déficit pressiona ou através da redução da poupança privada que financia a dívida do governo. Consequentemente, com a queda do investimento privado, o crescimento econômico tende a diminuir também.

---

<sup>6</sup> “By definition, government borrowing reduces the credit that would otherwise be available to the private sector, putting pressure on domestic interest rates.”

Já a MMT, a partir dos balanços dos três setores - setor governamental, privado e externo - da contabilidade nacional, conclui que na verdade o déficit/gasto do setor governamental adiciona renda para os demais setores<sup>7</sup>. Isso, partindo do pressuposto da contabilidade básica, de que toda renda de alguém é gasto de outro indivíduo, todo ativo tem sua contrapartida em um passivo, ou toda dívida corresponde a um direito. Além disso, considerando o que foi apresentado na seção anterior sobre a natureza da moeda para a teoria, os gastos do governo precedem qualquer acúmulo de poupança pelo setor privado, e, assim, o setor privado não tem como financiar o setor governamental antes de o governo ter gastado mais do que arrecadou com impostos em períodos anteriores. Portanto, para a MMT o déficit do governo permite que o setor privado acumule poupança e não o contrário (DALTO ET AL., 2020; MOSLER, 2010; WRAY, 2015).

Para demonstrar o raciocínio dos três setores, Dalto *et al.* (2020) decompõe a equação da renda, tão apresentada nos manuais de economia,  $Y \equiv C + I + G + (X - M)$ , até chegar em,  $(Y - C - T + Tr + J) - I \equiv (G - T + Tr + J) + (X - M + FLREX)$ , onde:

- $(Y - C - T + Tr + J) - I$ : é a expressão que representa o resultado financeiro do setor privado doméstico, sendo  $Y$  = Renda,  $C$  = Gastos com consumo,  $T$  = Impostos pagos,  $Tr$  = Transferências recebidas do governo,  $J$  = Juros recebidos do governo e  $I$  = Investimento privado. Caso o resultado dessa expressão seja negativo, significa que o setor privado teve déficit no período analisado. Em outras palavras, o setor privado teve riqueza financeira líquida negativa e precisou se endividar ou vender ativos;
- $(G - T + Tr + J)$ : é a expressão que representa o resultado financeiro do setor governamental, sendo  $G$  = Gastos do governo,  $T$  = Receita com impostos,  $Tr$  = Transferências enviadas para o setor privado e  $J$  = Juros enviados para o setor privado. Se o resultado for negativo significa que o governo teve superávit, porque arrecadou mais dinheiro com impostos do que gastou, incluindo as transferências e o pagamento de juros para o setor privado. Nesse caso, a MMT argumenta que o setor governamental drena riqueza

---

<sup>7</sup> Além disso, o déficit do governo federal pode ser importante para os entes federados que não emitem moeda e podem encontrar dificuldades na obtenção de receitas para o financiamento dos seus gastos.

financeira líquida do setor privado quando realiza superávit, pois retira mais dinheiro da economia em forma de impostos do que coloca com seus gastos;

- $(X - M + FLREX)$ : é a expressão que representa o resultado financeiro líquido do setor privado externo, sendo  $X$  = Exportações,  $M$  = Importações e  $FLREX$  = Fluxos líquidos de renda externa. Se o resultado for positivo significa que o setor teve superávit.

Uma das principais conclusões em que a MMT chega a partir da análise dos três setores apresentada acima é que "[...] a soma dos déficits de um ou mais setores deve ser igual ao superávit pelo(s) outro(s) setor(es). Ou seja, é impossível que todos os setores estejam simultaneamente em superávit ou em déficit." (DALTO *ET AL.*, 2020, pág. 29). O que implica dizer que para algum setor obter superávit, necessariamente algum outro setor terá de obter déficit, e vice versa. Por exemplo, considerando que o setor externo está em equilíbrio (gastou a mesma quantia que recebeu num dado período de tempo), se o governo tiver um déficit de 5% do PIB, de acordo com a contabilidade macroeconômica, significa que o setor privado terá um superávit de 5% do PIB. Portanto, para MMT, quando o governo tem déficit ele não está retirando poupança privada, mas sim adicionando. O governo retira riqueza financeira líquida privada quando realiza superávit, forçando com que no agregado o setor privado precise utilizar a riqueza acumulada por déficits governamentais/externos anteriores ou se endividar. No caso de superávit do setor do governo, Dalto *et al.* (2020, p. 92) também explica que,

Caso famílias e firmas não aceitem a posição deficitária, procuram ajustar seus balanços através de redução dos próprios gastos (consumo e investimento). Como consequência, há uma redução da atividade econômica e da arrecadação tributária. Se o setor privado for bem-sucedido em sua tentativa de obter uma posição superavitária, significa que a redução de arrecadação de tributos foi suficiente para forçar um déficit orçamentário do governo. Essa conclusão segue o princípio da demanda efetiva, em que gastos determinam a renda, por isso, a poupança privada aparece como consequência (não como causa) da decisão de gastos do governo.

Isto é, segundo a MMT (ao contrário do que alega a TMC) o que pressiona a redução da atividade econômica não é o déficit do governo, mas sim o superávit.

Para demonstrar a lógica dos três setores na prática, Wray (2015) faz uma análise do caso dos EUA durante a Crise Financeira de 2008. A partir dos dados de déficit e superávit dos três setores em relação ao PIB, ele apresenta que o setor privado doméstico dos EUA desde 1996 incorreu em sucessivos déficits até 2006,

com um pequeno intervalo no final dos anos 90 - impulsionado pelo déficit fiscal do governo de aproximadamente 5% que se manteve até 2006 - porém após esse intervalo o déficit do setor privado voltou até 2006. O autor aproveita para destacar como considera errada a visão de que em partes a crise de 2008 foi causada pelo gasto excessivo do governo argumentando que “A realidade é outra: os excessos de Wall Street levaram a uma dívida excessiva do setor privado que quebrou a economia e reduziu as receitas fiscais do governo.”<sup>8</sup> (WRAY, 2015, p. 36, tradução nossa).

Mosler (2010) também apresenta um exemplo para demonstrar que quando o governo gasta ele adiciona riqueza financeira privada líquida e não apenas transfere poupança entre os agentes econômicos, como defendido pela TMC. Ele explica que se o Tesouro vender títulos para o setor privado num montante igual ao seu gasto, o setor privado terá seu dinheiro migrado de um tipo de ativo (poupança, previdência, conta corrente, etc) para outro tipo de ativo, no caso títulos públicos. Nesse caso, comprar títulos seria uma opção de poupança para o setor privado. Porém, quando o governo gastar o mesmo montante que vendeu em títulos, a dívida do governo em títulos irá permanecer – o setor privado continua com o direito sobre o governo - e todo gasto realizado será convertido em renda para o setor não governamental, na forma de salários, transferências, juros, etc. Assim, nesse caso, os gastos deficitários do governo adicionam riqueza financeira líquida privada equivalente a quantia de seu déficit. Nesse mesmo sentido, Lerner (1943, p. 49, tradução nossa) expõe que,

Quanto maior a dívida nacional, maior a quantidade de riqueza privada. A razão para isso é simplesmente que, para cada dólar de dívida do governo, há um credor privado que possui as obrigações do governo (possivelmente por meio de uma empresa da qual ele tem ações) e que considera essas obrigações como parte de sua fortuna privada.<sup>9</sup>

Outro ponto destacado por Dalto *et al.* (2020); Mosler (2010); Wray (2015) é que o setor privado doméstico não consegue gerar riqueza financeira líquida para si

---

<sup>8</sup> “The reality is different: Wall Street’s excesses led to too much private sector debt that crashed the economy and reduced government tax revenues.”

<sup>9</sup> The greater the national debt the greater is the quantity of private wealth. The reason for this is simply that for every dollar of debt owed by the government there is a private creditor who owns the government obligations (possibly through a corporation in which he has shares), and who regards these obligations as part of his private fortune.

mesmo, uma vez que todo ativo de um agente dentro do setor é cancelado por um passivo de outro agente do setor, anulando qualquer criação líquida de riqueza financeira. Desse modo, a MMT estabelece que o setor privado doméstico somente terá aumento líquido de riqueza financeira se outro setor tiver déficit. Para exemplificar essa ideia Dalto *et al.* (2020) demonstra que uma compra/venda de carro realizada dentro do setor privado doméstico não fornece aumento financeiro líquido da riqueza do setor, enquanto uma venda de carro do setor privado para o governo produz um aumento financeiro líquido para o setor privado doméstico no mesmo montante do valor que o governo pagou pelo veículo.

Wray (2015) também discute sobre a importância e a lógica do gasto e renda para defender que os gastos excessivos do governo (déficits) geram riqueza financeira líquida para o setor privado (superávits). Seguindo o princípio da demanda efetiva, de acordo com o autor, no nível micro – do indivíduo, empresa, família etc - faz sentido pensar que a renda é que proporciona a realização do gasto, mesmo que essa ligação seja frouxa, porque pode-se gastar menos do que a renda ou mais do que a renda, emitindo passivos financeiros. Entretanto, quando é analisado o nível agregado, a renda depende do déficit de gasto, porque não será possível acumular riqueza financeira líquida se alguém não estiver disposto a aumentar seus gastos. Nas palavras de Wray (2015, p. 20, tradução nossa),

A renda da minha família é determinada principalmente pela decisão do meu empregador de gastar com minha remuneração. Portanto, o consumo das famílias realmente depende em grande parte de sua renda (o consumo é chamado de "gasto induzido" - isto é, induzido por um aumento da renda), mas sua renda, por sua vez, vem de algum lugar - em grande parte, gasto por empresas e governos em salários, lucros e juros. E esse gasto das empresas é realizado com base nas expectativas de vendas (despesas de famílias, estrangeiros, governos ou outras empresas). Também temos gastos governamentais e de investimento e exportação que são pelo menos, até certo ponto "autônomos" da renda (eles não dependem muito da renda de hoje). Essas são questões importantes, tanto para explicação quanto para projeções de desempenho econômico. Há também um ângulo lógico: uma sociedade pode decidir gastar mais, mas não pode ter mais renda (a menos que gaste mais). Os gastos são, portanto, logicamente anteriores.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> My household's income is mostly determined by my employer's decision to spend on my wages and salaries. So household consumption really depends to a great extent on its income (consumption is called "induced spending" – i.e., induced by an increase of income), but its income in turn comes from somewhere – largely spending by firms and governments on wages, profits, and interest. And that spending by firms is undertaken on the expectation of sales (expenditures by households, foreigners, governments, or other firms). We then also have government and investment and export

Nesse sentido, no nível agregado, não só a renda depende dos gastos, mas a poupança também. Nas palavras de Wray (2015, p. 112) “É melhor pensar na economia líquida do setor não governamental como uma consequência dos gastos deficitários do governo, que geram renda e poupança.”<sup>11</sup> Assim, a MMT argumenta, contrariamente a TMC, que não é necessário poupança acumulada para que haja financiamento para o investimento - isso ficará mais claro com a leitura da próxima seção sobre a criação de moeda bancária - e que na verdade o gasto que proporciona a possibilidade de acumular poupança. De acordo com a teoria, a própria decisão de gastar com novos investimentos, por exemplo, depende da expectativa dos gastos futuros (demanda). Nesse caso, a decisão de poupar pode deprimir a economia, pois se não houver alguém disposto a gastar mais para consumir a lacuna deixada pela poupança a “Produção não vendida significa excesso de estoques, e as baixas vendas significam cortes na produção e no emprego e, portanto, menos renda total.” (MOSLER, 2010, p. 63, tradução nossa).<sup>12</sup>

Nesse ponto a MMT defende que o governo pode preencher essa lacuna, aumentando seus gastos ou reduzindo os impostos de forma a garantir um nível de gastos na economia suficiente para que não haja desemprego e queda da renda do setor privado. Essa ideia é oriunda da “primeira lei” das Finanças Funcionais apresentada por Lerner (1943, p. 39, tradução nossa),

A primeira responsabilidade financeira do governo (já que ninguém mais pode assumir essa responsabilidade) é manter a taxa total de gastos no país em bens e serviços nem maior nem menor do que a taxa que, a preços atuais, compraria todos os bens que é possível produzir. Se os gastos totais puderem ultrapassar isso, haverá inflação e, se for permitido ficar abaixo, haverá desemprego. O governo pode aumentar os gastos totais gastando mais a si próprio ou reduzindo os impostos, para que os contribuintes tenham mais dinheiro para gastar. Pode reduzir os gastos totais gastando menos a si próprio ou aumentando os impostos, para que os contribuintes tenham menos dinheiro para gastar.<sup>13</sup>

---

spending that are at least to some extent “autonomous” from income (they don’t depend so much on today’s income). These are important issues both for explanation and for projections of economic performance. There is also a logical angle: a society can decide to spend more but it cannot decide to have more income (unless it spends more). Spending is thus logically prior.

<sup>11</sup> It is best to think of the net saving of the nongovernment sector as a consequence of the government’s deficit spending, which creates income and savings.

<sup>12</sup> “Unsold output means excess inventories, and the low sales means production and employment cuts, and thus less total income.”

<sup>13</sup> The first financial responsibility of the government (since no- body else can undertake that responsibility) is to keep the total rate of spending in the country on goods and services neither greater nor less than that rate which at the current prices would buy all the goods that it is possible

Assim sendo, para a MMT o objetivo da política fiscal não deve ser equilibrar as contas entre receitas e despesas, mas sim proporcionar o nível de gastos suficiente para manter o pleno emprego dos fatores preservando a estabilidade dos preços. Afinal, o governo é o único que não possui um limite financeiro para gastar, ao contrário de empresas e famílias, que não emitem a moeda aceita para o pagamento de impostos. Se isso irá gerar superávit ou déficit fiscal, será apenas uma consequência do objetivo defendido pela teoria. Esse objetivo fica claro nas palavras de Mosler (2010, p. 49),

O déficit do tamanho certo é aquele que nos leva aonde queremos em relação à produção e ao emprego, bem como ao tamanho do governo que queremos, não importa quão grande ou pequeno seja o déficit. O que importa é a vida real - produção e emprego [...]<sup>14</sup>

Entretanto, a TMC discorda da MMT. De acordo com Giambiagi & Além (2011), se não for possível financiar os déficits fiscais através de emissão de dívida e, então, o governo emitir base monetária, uma hora ou outra haverá aumento do nível de preços porque o déficit deve gerar um aumento dos meios de pagamento acima da quantidade de bens e serviços disponíveis na economia. Conforme Modenesi (2005), essa visão é derivada do Novo Consenso Macroeconômico, que defende que no longo prazo déficits fiscais não impactam na “taxa natural de desemprego” - a economia está constantemente em pleno emprego - mas impactam no nível de preços, pois a inflação é um fenômeno monetário relacionado a expansão ou redução da oferta monetária. Nas palavras de Modenesi (2005, p. 135) “[...] a expansão da oferta monetária resulta, em última instância, em elevação da inflação, mantendo-se o desemprego em nível igual à taxa natural”.

Além disso, o Novo Consenso adota as hipóteses de que existe um equilíbrio contínuo dos mercados dado o conjunto de informações disponível; que os agentes econômicos formulam expectativas racionais a partir desse conjunto de informações; e que a moeda é superneutra. No entanto, a TMC argumenta que

---

to produce. If total spending is allowed to go above this there will be inflation, and if it is allowed to go below this there will be unemployment. The government can increase total spending by spending more itself or by reducing taxes so that the taxpayers have more money left to spend. It can reduce total spending by spending less itself or by raising taxes so that tax-payers have less money left to spend.

<sup>14</sup> The right-sized deficit is the one that gets us to where we want to be with regards to output and employment, as well as the size of government we want, no matter how large or how small a deficit that might be. What matters is the real life - output and employment [...]

apesar dos agentes serem racionais, como não há informação perfeita, os únicos erros expectacionais estão relacionados a choques aleatórios na oferta monetária – quando a autoridade monetária surpreende os agentes econômicos - que podem elevar (reduzir) o produto acima (abaixo) do produto potencial no curto prazo, reduzindo (aumentando) a taxa de desemprego abaixo (acima) da taxa natural que mantém constante a taxa de inflação. Porém, no longo prazo o aumento da oferta monetária deve apenas gerar inflação (inflação surpresa). Assim, a moeda é superneutra porque a variação de oferta monetária não é capaz de gerar impactos na economia real no longo prazo (MODENESI, 2005).

A MMT discorda da TMC por não considerar que existe uma taxa natural de desemprego e que déficits devem, necessariamente, aumentar a base monetária. De acordo com Dalto *et al.* (2020), num primeiro momento os déficits expandem a base monetária, contudo, a manutenção desse aumento será determinada pela demanda de portfólio do setor privado, porque o BC deve agir de forma passiva e acomodar a demanda dos bancos por reservas bancárias, papel-moeda ou títulos públicos, como forma de manter a taxa de juros de curto prazo dentro da meta definida. Essas operações envolvendo bancos comerciais e o BC estão mais detalhadas na seção seguinte do trabalho, mas a ideia importante a ser destacada aqui é que para a MMT o BC não tem controle sobre a oferta monetária e, nesse sentido, a teoria defende que a moeda é endógena, ou seja, a sua oferta depende da demanda por ela (DALTO ET AL., 2020; WRAY, 2015).

Apesar da MMT defender que o objetivo da política fiscal deve ser garantir o pleno emprego - gerando déficit ou superávit fiscal - e de argumentar que o governo pode gastar sempre que quiser (independente da arrecadação com impostos ou emissão de dívida), Lerner (1943) destaca que o gasto estatal encontra um limite na economia real, no momento em que o gasto é excessivo em relação a disponibilidade de produtos e serviços na economia ao ponto de pressionar a inflação<sup>15</sup>. Nesse ponto, o governo deve reduzir seu gasto e/ou aumentar os impostos de forma a reduzir a renda do setor privado até estabilizar os preços novamente. Portanto, para MMT é importante garantir o pleno emprego, mas sem

---

<sup>15</sup> O "excesso" de gastos privados também pode pressionar a capacidade da economia (seja em setores específicos ou de forma mais ampla), porém, a demanda do setor público tende a ser muito mais efetiva em fazer isso.

abrir mão da estabilidade de preços, que pode ser alcançada através da política fiscal. Dessa maneira, a inflação não deve ocorrer simplesmente pelo fato de o governo ter gastado mais do que arrecadou com impostos, como defende a TMC, mas sim porque o gasto do governo pressionou a capacidade produtiva da economia.

Wray (2015) e Dalto *et al.* (2020) também chamam atenção para a importância de gastos presentes no orçamento do governo que podem ser considerados estabilizadores automáticos, ou seja, que em períodos de recessão pressionam o aumento do gasto (como seguro desemprego, por exemplo) e na redução de impostos (como menos recolhimento sobre a folha de pagamento, por exemplo), que podem fazer o déficit fiscal aumentar de forma a garantir uma certa estabilidade da renda do setor privado e assim do consumo e investimento. Esses são exemplos de gastos que vão ao encontro da recomendação de política fiscal da MMT, assegurar que os gastos do governo variem de forma a garantir renda e emprego para o setor privado. Nas palavras de Wray (2015, p. 212), “A ideia é que os gastos do governo precisam oscilar suficientemente e na direção oposta ao investimento, a fim de manter a renda e a produção nacionais relativamente estáveis; que, por sua vez, manterá o consumo relativamente estável.”<sup>16</sup>

Além disso, Wray (2015) argumenta que apesar de o governo poder gastar com o que quiser não significa que ele deva gastar sem avaliar no que está gastando, é necessário considerar os impactos dos gastos de modo geral na economia. Por exemplo, o governo pode demandar muita mão de obra de um setor fazendo com que o preço dos salários desse setor aumente muito relativamente aos outros setores, ou pressionar os gastos totais da economia de forma que a economia obtenha déficits comerciais, o que pode criar uma dependência da economia por moeda estrangeira (moeda que o governo não emite). O autor também defende que todos os gastos públicos devem ser muito bem avaliados e acompanhados, com um orçamento público acessível, por exemplo, para que atinjam o seu objetivo sem desperdiçar recursos reais (matéria prima, mão de obra, etc).

---

<sup>16</sup> The idea is that government spending needs to swing sufficiently and in the opposite direction to investment in order to keep national income and output relatively stable; that, in turn, will keep consumption relatively stable.

Então, contrariamente à teoria convencional, a MMT alega que o déficit fiscal do governo gera riqueza financeira líquida para o setor privado (renda, poupança, etc), apresentando sob a lógica dos três setores que para algum setor obter superávit, necessariamente algum outro setor deverá obter déficit. E que o objetivo dos gastos do governo não deve ser equilibrar as contas, mas sim garantir o pleno emprego, reconhecendo que o gasto excessivo - que pressiona a capacidade produtiva - pode gerar inflação. Se isso ocorrer o governo pode aumentar os impostos e/ou reduzir os seus gastos para reduzir a renda e assim a pressão sobre a capacidade produtiva da economia (DALTO *ET AL.*, 2020; LERNER, 1943; MOSLER, 2010; WRAY, 2015).

### 2.2.3 Operações de venda de títulos e taxa de juros de curto prazo

A partir da descrição de como funciona a criação e destruição de dinheiro e o sistema de compensação de reservas que ocorre entre os bancos comerciais e o Banco Central (BC), a MMT conclui que: a oferta monetária é uma variável endógena, ou seja, o BC não tem controle sobre a sua quantidade. Na verdade, o instrumento de política monetária utilizado pelo BC, e que é exógeno, é a definição da taxa básica de juros. A partir do preço do dinheiro definido, o BC deve acomodar a demanda de portfólio – reservas, títulos públicos ou papel moeda - dos bancos e outros agentes privados como forma de garantir que a taxa de juros de curto prazo atingirá a meta estabelecida pela autoridade monetária. Para fazer isso o BC utiliza, principalmente, dois instrumentos: a compra e venda de títulos públicos no mercado aberto e/ou empréstimos aos bancos a uma taxa de redesconto. Dessa forma, a teoria defende que as operações de compra e venda de títulos não tem a ver com o financiamento dos gastos do governo - mesmo no mercado primário - como entende a teoria convencional, mas sim com a operacionalização da política monetária (RESENDE, 2020; DALTO *ET AL.*, 2020; WRAY, 2015).

Todos os agentes econômicos podem emitir algum tipo de dívida, porém nem todas as dívidas emitidas terão o mesmo grau de aceitabilidade. As dívidas emitidas pelo governo, que compõe a base monetária – reservas mais papel moeda em poder do público – tem o maior nível de aceitabilidade entre as dívidas emitidas, pois é a moeda aceita para o pagamento de impostos. As demais dívidas emitidas, por agentes financeiros e não-financeiros, em maior ou menor grau, prometem ser

convertidas em moeda estatal (base monetária). Exemplificando, os bancos podem criar depósitos à vista (moeda bancária) que devem garantir a conversão em base monetária quando demandado. Nesse sentido, as dívidas emitidas pelo setor privado, de certa forma se alavancam em relação a base monetária, tendo em vista que a quantidade de depósitos à vista criados pelos bancos geralmente é bem maior do que a quantidade de reservas que os bancos possuem, por exemplo. A pirâmide abaixo apresenta de forma simplificada essa relação. No topo da pirâmide estão as dívidas com maior aceitabilidade, por cancelarem qualquer dívida estatal ou privada, incluindo os impostos. Descendo na pirâmide, estão as dívidas que tem sua emissão alavancada com base na moeda estatal ou em outras dívidas da parte superior da pirâmide (DALTO *ET AL.*, 2020; WRAY, 2015).

FIGURA 3 – PIRÂMIDE DA HIERARQUIA DAS MOEDAS



FONTE: Dalto *et al.* (2020).

Como supracitado, os bancos podem emitir depósitos à vista (ou de outros tipos) que prometem ser convertidos em base monetária quando demandados, por exemplo, para saques nos caixas eletrônicos. Para satisfazer essa e outras necessidades do banco, considerando suas preferências de portfólio, os bancos mantêm uma quantidade de reservas bancárias em seu ativo. No balanço do BC, as contas de reservas dos bancos aparecem no lado do passivo. As transferências de depósitos entre os bancos comerciais, e entre os bancos e o BC são compensadas com transferências de reservas, executadas pelo BC. Caso algum banco não possua reservas para atender a demanda por moeda estatal, ele pode falir (DALTO *ET AL.*, 2020; WRAY, 2015).

Nesse sentido, apesar dos bancos necessitarem de reservas, a sua quantidade não limita a capacidade dos bancos emprestarem, isto é, criar moeda bancária, dado que os bancos não emprestam reservas. Por isso, tanto Dalto *et al.* (2020) como Wray (2003, 2015) criticam o que é ensinado na maioria dos livros textos sobre o multiplicador monetário, de que a quantidade de empréstimos depende da quantidade de reservas que os bancos possuem previamente. Na verdade, de acordo com Wray (2003, p. 129), “O conceito de multiplicador monetário inverte a direção de causalidade: mudanças na oferta monetária causam mudanças nas reservas bancárias e na base monetária, não o contrário.” Dessa forma, os bancos emprestam (ofertam moeda) independentemente de sua posição em reservas, e depois vão atrás de conseguir a quantidade de reservas necessárias, o que deve aumentar a base monetária. Assim, pode-se dizer que a MMT segue a “abordagem ‘horizontalista’, no sentido de que a oferta de moeda bancária é determinada ‘endogenamente’ pela demanda por empréstimos bancários, e não ‘exogenamente’” (MOORE, 1988 apud WRAY, 2003).

De acordo com Wray (2015) a quantidade de reservas que um banco possui não limita seus empréstimos, porém o preço para adquirir as reservas bancárias e as condições econômicas e de análise de risco dos tomadores de empréstimo limitam. Os bancos sempre vão emprestar quando considerarem que o empréstimo será uma operação lucrativa para o banco. Se por acaso, o banco considerar que o empréstimo pode não ser pago pelo tomador devido ao risco de manutenção da renda dele, ou que a taxa de juros de obtenção das reservas pode ficar maior do que a taxa que o banco deve ganhar com a realização do empréstimo, considerando o risco dele, o banco não deve conceder o empréstimo. Conforme Wray (2015, p. 85, tradução nossa), “Assim, mesmo que os bancos possam criar quantidades ilimitadas de depósitos, eles não têm incentivo para fazê-lo, porque pode não ser lucrativo e pode expô-los a riscos de insolvência e iliquidez.”<sup>17</sup>

Além da oferta monetária realizada pelos bancos, pode haver criação de base monetária a partir do déficit público e o saldo do balanço de pagamentos. Sendo que as transações do Tesouro (gastos e cobrança de impostos) e com moeda estrangeira são as que mais movimentam reservas, de acordo com o volume

---

<sup>17</sup> Thus, even though banks can create unlimited amounts of deposits, they have no incentive to do so because it may be unprofitable and it can expose them to both insolvency and illiquidity risks.

movimentado. Assim, a MMT explica que o BC não controla as variações sobre a base monetária, e que na verdade a criação e destruição de moeda estatal é dada pela demanda por base monetária, seja para empréstimos bancários ou gastos do governo, por exemplo (DALTO *ET AL.*, 2020; WRAY, 2015).

Segundo Dalto *et al.* (2020, p. 62), “[...] os bancos podem criar ilimitadamente quanto depósito à vista desejarem, eles não podem criar nenhum centavo em reservas ou papel-moeda.” Desse modo, o BC como fonte primária de base monetária<sup>18</sup>, é o responsável por acomodar a demanda por reservas dos bancos, de forma a atingir a meta definida para taxa de juros de curto prazo. Quando os bancos precisam de reservas eles podem emprestar no mercado interbancário de outros bancos que possuem reservas em excesso a uma taxa muito próxima a taxa básica de juros, entretanto, quando o sistema como um todo apresenta insuficiência de reservas, os bancos precisam recorrer ao BC, que acomoda a demanda dos bancos oferecendo a quantidade de reservas necessárias (WRAY, 2015). O BC possui, principalmente, dois instrumentos para fornecer ou retirar reservas dos bancos: operações de compra e venda de títulos no mercado aberto e as operações de empréstimo a uma taxa de redesconto. Ambas operações estão relacionadas com títulos públicos e de acordo com Dalto *et al.* (2020, p. 63) “Os bancos tomadores de reservas junto ao Banco Central obtêm acesso ao redesconto ou mesmo ao empréstimo intradia fazendo operações compromissadas com títulos públicos.” Desse modo, os bancos precisam necessariamente possuir títulos públicos em sua carteira de ativos como forma de garantir que conseguirão ter “acesso a reservas de forma rápida e barata.” (DALTO *ET AL.*, 2020, p. 63).

Conforme Dalto *et al.* (2020) e Wray (2015), no agregado, quando faltam reservas no sistema bancário, no mercado interbancário – onde os bancos emprestam reservas entre si – existe uma pressão para o aumento da taxa de juros. Nesse caso, se o BC não acomodar a demanda por reservas bancárias, através das

---

<sup>18</sup> O Tesouro Nacional também pode aumentar a quantidade de reservas no sistema, aumentando seus gastos. Ou reduzir a quantidade de reservas no sistema, aumentando os impostos ou realizando Leilões para venda de títulos públicos. Porém, no Brasil, o BC é a instituição responsável pela política monetária (DALTO, 2020).

operações compromissadas<sup>19</sup>, por exemplo, ele não irá conseguir atingir a meta da taxa básica definida. Da mesma forma, se o BC não conter o excesso de reservas oferecendo títulos públicos para os bancos, a taxa de juros tenderá a zero. Nas palavras de Dalto *et al.* (2020, p. 64),

se a disponibilidade de reservas estivesse fixa, a taxa de juros de curto prazo flutuaria com a demanda por reservas. A volatilidade das taxas de juros de curto prazo colocaria uma impossibilidade para os agentes privados calcularem os riscos relativos dos vários ativos de risco. Dito de outro modo, não haveria taxa livre de risco que pudesse conduzir as referências de risco do mercado. [...] se as taxas de acesso às reservas flutuassem com a demanda, o risco bancário de empréstimo de depósitos se tornaria incalculável uma vez que eventuais demandas por conversão de depósitos em papel moeda ou satisfação de requerimento de reservas seriam satisfeitas por empréstimos de reservas a custos que poderiam superar em muito os juros cobrados nos empréstimos.

Portanto, é papel do BC atuar de forma passiva, deixando que a quantidade de reservas no sistema varie de acordo com a taxa de juros definida, a depender das preferências de portfólio dos bancos e do público em geral por títulos públicos, reservas ou papel moeda (WRAY, 2015). Dessa forma, a taxa básica se mantém na meta, ou muito próxima dela, o que inibe o risco bancário, já que os bancos conseguem planejar qual deve ser o custo para a aquisição de reservas (custo do dinheiro) para realizar empréstimos (DALTO ET AL., 2020).

Convém apresentar os resultados patrimoniais simplificados do BC e dos bancos comerciais, após a realização de gastos do governo, para exemplificar qual é o papel do BC para a MMT em manter a taxa de juros de curto prazo dentro da meta e “[...] que existe uma tendência de déficits públicos provocarem reduções, não elevações, da taxa de juros de curto prazo.” (DALTO ET AL., 2020, p. 70).

- Quando o Tesouro gasta, pagando funcionários do governo, por exemplo, ele promove um aumento no volume de depósitos à vista no passivo dos bancos comerciais (+)1. Ao mesmo tempo em que, o dinheiro utilizado para esse pagamento é reduzido da Conta Única do Tesouro (CUT) mantida no passivo do BC (-)1;

---

<sup>19</sup> Sobre operações compromissadas, de acordo com Dalto (2020, p. 63) “[...] eles entregam títulos públicos com desconto no valor em troca das reservas e se comprometem a comprar, no fim do período do empréstimo, pelo valor de face do título.”

- O aumento dos depósitos à vista na conta dos bancos comerciais promove um aumento igual nas reservas, tanto no ativo dos bancos (+)<sup>2</sup> quanto no passivo do BC (+)<sup>2</sup>;
- Diante disso, considerando que as preferências de portfólio dos bancos são as mesmas de antes do gasto do governo, os bancos julgarão possuir reservas em excesso, o que deve pressionar a taxa de juros para baixo da meta estabelecida pela autoridade monetária (no caso do Brasil, o COPOM);
- Nessa situação, segundo Dalto et al. (2020), parte dos bancos a iniciativa de eliminar o excesso de reservas em troca de investimentos que tenham alguma rentabilidade, ou que a rentabilidade seja maior do que a das reservas<sup>20</sup>. Assim, de acordo com Dalto et al. (2020, p. 69),

Eles buscarão comprar títulos no interbancário ou com o Banco Central. O Banco Central está pronto para vender títulos públicos compensadores do efeito do gasto público sobre as reservas, visto que o excesso de reservas poderia reduzir a taxa de juros de curto prazo a zero.

- Nessa lógica, considerando que haja excesso de reservas no sistema bancário como um todo, o BC acomodaria a demanda por títulos públicos dos bancos. Isso deve promover uma substituição de reservas (-)<sup>3</sup> por títulos públicos (+)<sup>3</sup> no ativo dos bancos comerciais, enquanto no passivo do BC ocorre uma redução das reservas (-)<sup>3</sup> e uma redução igual na conta de títulos públicos (-)<sup>3</sup>, no ativo do BC, conforme apresentado na FIGURA 4.

FIGURA 4 – ALTERAÇÕES NOS BALANÇOS PATRIMONIAIS DOS BANCOS COMERCIAIS E DO BANCO CENTRAL APÓS O GASTO DO GOVERNO

Banco Comercial	
Ativo	Passivo
Reservas (+) <sup>2</sup> (-) <sup>3</sup>	Depósitos à vista (+) <sup>1</sup>
Títulos Públicos (+) <sup>3</sup>	

Banco Central	
Ativo	Passivo
Ativos Internacionais	Reservas (+) <sup>2</sup> (-) <sup>3</sup>
Títulos Públicos (-) <sup>3</sup>	Tesouro Nacional (-) <sup>1</sup>

<sup>20</sup> Existem países que remuneram suas reservas. Dois exemplos são o Canadá, há mais tempo, e os Estados Unidos, mais recentemente (WRAY, 2015).

FONTE: Elaboração própria.

O exemplo demonstra os impactos do gasto do governo na criação contábil de reservas bancárias. No entanto, da mesma forma, porém, com o resultado oposto, a MMT considera que a cobrança de impostos destrói base monetária, na medida em que a quantidade de reservas diminui e o dinheiro vai para a CUT, sendo que “As reservas na conta do Tesouro não são contabilizadas em nenhum agregado monetário, pois não são moeda em poder do público.” (DALTO ET AL., 2020, p. 80).

Portanto, conforme Dalto et al. (2020) e Wray (2015), quando o governo gasta mais do que cobra em impostos – realiza déficit público - existe uma pressão para o aumento da quantidade de reservas bancárias, o que pressiona a taxa de juros para baixo da meta estabelecida. Ao contrário, quando o governo realiza superávit, a quantidade de reservas bancárias é reduzida, o que pressiona a taxa de juros para cima. Essa conclusão é oposta a teoria convencional, que defende que déficits públicos pressionam para o aumento da taxa de juros e superávits para uma redução da taxa. Isso acontece porque para TMC, os déficits pressionam para o aumento da relação dívida/PIB, e quanto maior for essa relação maior será a probabilidade de o governo não conseguir realizar o pagamento da dívida. Em outras palavras, por essa lógica, existe um certo limite para o endividamento estatal, e quanto maior for a dívida em relação ao PIB, maior será o risco de inadimplência do governo. Elevar a taxa de rentabilidade dos títulos nessa situação, seria uma forma de pagar o maior risco de inadimplência que os compradores da dívida estariam assumindo. Dessa maneira, para a TMC, déficits fiscais pressionam a autoridade monetária a elevar a taxa de juros de curto prazo. Esse nexó fica explícito no Boletim de Conjuntura do IPEA de 2004, citado por Giambiagi,

a persistência do ajustamento fiscal, ou seja, a manutenção de superávits primários robustos por um número considerável de anos, foi aos poucos consolidando a confiança entre os investidores. Isso ajudou a reduzir as taxas de juros e permitiu que, enquanto o superávit primário se manteve – em alguns casos até mesmo declinando ligeiramente – a queda da taxa de juros possibilitou uma diminuição significativa das despesas financeiras do governo e do déficit público, gerando, em conseqüência, uma trajetória declinante da relação Dívida pública/PIB. Esta queda pôde ser conservada ao longo do tempo, pelo efeito benéfico desse processo sobre a carga de juros, viabilizando novas reduções do coeficiente Juros/PIB.

Conforme esse raciocínio, a decisão sobre a taxa básica de juros encontra algum limite no tamanho da dívida pública em relação ao PIB e a sua perspectiva de crescimento futuro. Porém, para a MMT, conforme Dalto et al. (2020, p. 92),

não há risco de o governo federal não conseguir pagar sua dívida, pois a dívida é denominada em sua própria moeda, e o governo não precisa vender títulos do Tesouro para obter as reservas utilizadas na operação da política fiscal, não está ao alcance do setor privado exigir uma taxa de juros mais alta. Nada impede que o governo decida elevar a taxa de juros devido à influência de alguns setores da sociedade, porém, reforçamos que não há mecanismos de mercado que possam forçar uma taxa de juros de curto prazo mais alta do que aquela desejada pelo Banco Central.

Nesse sentido, fica claro que para a MMT a taxa de juros de curto prazo é uma variável exógena, definida pela autoridade monetária e que teoricamente não sofre pressão de acordo com o tamanho da dívida pública. Isso porque, tanto a dívida pública como os impostos, são denominados na moeda emitida pelo governo, que gasta, creditando (criando) reservas bancárias nas contas que precisa (DALTO et al., 2020; WRAY, 2015).

Outro ponto destacado pela TMC é que mesmo a taxa de juros sendo um instrumento de política monetária definido exogenamente, “[...] ela é o instrumento de política monetária, que deve ser fixada para estimular ou desestimular a demanda agregada, com o objetivo de manter a inflação dentro das metas.” (RESENDE, 2019, p. 18). Assim o BC não tem liberdade para definir a taxa de juros onde quiser, pois precisa se comprometer com o controle da inflação através da regra de Taylor<sup>21</sup>. No entanto, conforme apresentado na seção anterior, a MMT entende que “Se a demanda agregada pressiona a inflação, a resposta correta é fazer uma política fiscal contracionista, cortando os gastos ou elevando os impostos.” (RESENDE, 2019, p. 18). Portanto, Resende (2019, p. 18) conclui que “Se demanda agregada estiver pressionando excessivamente a capacidade instalada, ao contrário do consenso estabelecido, não se deve acionar a política monetária, mas sim a política fiscal.”

A MMT também ressalta que, apesar do gasto do governo aumentar a quantidade de reservas e pressionar a taxa de juros para baixo, a política fiscal não é um entrave para o bom funcionamento da política monetária, pois o BC sempre

---

<sup>21</sup> “A regra de Taylor prega então o aumento da taxa de juros, para diminuir aumentos da produção e da demanda nominal e, conseqüentemente, a inflação.” (LOPES; MOLO; COLBANO; 2012, p. 287).

pode agir de forma passiva para fornecer títulos e reservas para os bancos quando eles demandarem. Então, caso o governo tenha déficit fiscal, basta o BC atender a demanda dos bancos por títulos públicos, de forma a manter a taxa de juros próxima da meta estabelecida (RESENDE, 2020; DALTO ET AL., 2020; WRAY, 2015).

Outra conclusão divergente da MMT, com relação a TMC, que pode ser percebida a partir do exemplo acima (das alterações dos balanços dos bancos e do BC a partir de um gasto do governo) é que as operações de venda de títulos não têm a ver com o financiamento dos gastos do governo, e assim não fazem parte da política fiscal e sim da política monetária. Em concordância com Dalto et al. (2020, p. 72, grifo nosso),

a visão convencional vê a fórmula  $G + iD - T = \Delta M0 + \Delta D$  como a restrição orçamentária do governo, uma relação ex-ante, a Teoria Monetária Moderna demonstra que ela é um resultado ex-post do balanço setorial. Isto é, o lado direito da fórmula expressa quanto do déficit do governo ( $G + iD > T$ ) os agentes privados desejam manter na forma de papel moeda ou reservas ( $\Delta M0$ ), quanto do déficit desejam manter na forma de dívida pública ( $\Delta D$ ). Para a Teoria Monetária Moderna, a fórmula não representa três formas distintas ( $T$ ;  $\Delta M0$  e  $\Delta D$ ) de financiamento do governo, mas o processo da política fiscal. Só existe uma forma de financiamento: criação de moeda estatal (geralmente) creditando na conta de reservas dos bancos. A tributação drena parte das reservas criadas pelo gasto governamental; a venda de títulos corresponderá à demanda dos bancos para reduzir o excesso de reservas e  $\Delta M0$  será a variação das reservas desejadas pelos bancos ou do papel moeda desejado pelo público não bancário. Novamente, o montante proporcional do déficit mantido pelo setor privado na forma de  $\Delta M0$  ou  $\Delta D$  será resultado da composição de portfólio desejado pelos bancos e pela quantidade de papel moeda desejado pelo público não bancário, dada a taxa de juros de curto prazo fixada pelo Banco Central.

Ou seja, contrariamente à teoria convencional, a MMT entende que a variação de base monetária ( $\Delta M0$ ) e da dívida pública ( $\Delta D$ ), é resultado das preferências privadas com relação a alocação de recursos após o déficit fiscal e não formas distintas de financiar o gasto do governo. Na verdade, para teoria, o governo gasta criando moeda estatal. Dessa forma, ele não precisa de recursos do setor privado para financiar seus gastos. O que evidencia que o objetivo da operação da venda de títulos no mercado secundário deve ser manter a taxa de juros de curto prazo - definida exogenamente - na meta, quando há excesso de reservas bancárias. Nesse exemplo, caso nada fosse feito a taxa tenderia a zero. Mesmo no mercado primário, o que o importa é o resultado líquido da emissão e resgate de título, que vai criar ou destruir reservas. Por isso o papel do BC, como fonte primária e ilimitada de

reservas e títulos públicos, deve ser acomodada a demanda dos bancos por esses ativos (DALTO ET AL., 2020; WRAY, 2015).

É importante destacar que em alguns países as reservas bancárias voluntárias são remuneradas por alguma taxa maior do que 0%. Por exemplo, de acordo com Wray (2015), após a Quantitative Easing (QE), o Federal Reserve Board (FED) optou por remunerar as reservas bancárias voluntárias dos bancos dos EUA a uma taxa ligeiramente menor do que a taxa de remuneração dos títulos públicos. De forma que, mesmo com uma quantidade gigantesca de reservas bancárias no sistema bancário a taxa no mercado interbancário não caísse a zero. Nesse caso, a taxa over deve variar entre a taxa de remuneração dos títulos e a taxa de remuneração das reservas, mesmo com grandes quantidades de reservas bancárias. No Brasil, Rezende (2016) explica que seria mais fácil e tornaria as operações entre o BC e o Tesouro mais transparentes se o BC optasse por remunerar as reservas bancárias voluntárias. Assim, de forma simplificada, o BC não precisaria utilizar títulos públicos para operacionalizar a política monetária.

Concluindo a seção, para a MMT o déficit fiscal não atrapalha a política monetária. Mesmo que inicialmente a base monetária aumente após o déficit e pressione a taxa de juros de curto prazo para zero, a manutenção desse aumento irá depender das preferências de portfólio dos bancos e do público em geral (moeda endógena). Se houver demanda por reservas o BC deve satisfazer essa demanda, da mesma forma que se houver demanda por títulos públicos. Assim, mesmo que déficits ou superávits alterem a base monetária, o BC consegue manter a taxa de juros próxima da taxa estabelecida (exogenamente). A teoria, portanto, argumenta que a definição da taxa de juros de curto prazo independe do tamanho da dívida/PIB, uma vez que é de escolha do Banco Central. Por outro lado, a taxa de juros assim definida, não expressa qualquer risco de inadimplência do governo, pois o governo sempre conseguirá pagar a sua dívida se ela for denominada na moeda em que ele emite (Resende, 2020; Dalto, 2020; Wray, 2015).

### 3 ANÁLISE DO IMPACTO DOS DÉFICITS PELA PERSPECTIVA DA MMT

Após a apresentação do que defendem as teorias sobre o déficit fiscal e seus impactos na economia, esta seção se propõe a analisar os dados brasileiros de 2014 até 2019 para verificar de que forma - ou se - os déficits fiscais desses anos impactaram na poupança privada, inflação e taxas de juros de curto prazo e de remuneração dos títulos públicos. Dessa forma, é possível verificar se o que aconteceu no Brasil a partir dos déficits governamentais corrobora para os argumentos defendidos pela MMT ou pela TMC. Porém, antes de apresentar o resultado das análises para cada variável, é importante contextualizar o período de análise destacando como o país chegou nas condições econômicas do momento e qual é o principal arcabouço econômico-institucional que vigora no país.

#### 3.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PERÍODO ANALISADO

Conforme Nassif (2015), desde 1999, o Brasil segue o regime do tripé macroeconômico, ou seja, a política macroeconômica está restrita a três principais objetivos: manter a taxa de câmbio flutuante, manter a taxa de inflação “controlada” dentro de uma estrutura de metas para inflação e o governo central deve realizar superávits fiscais primários.<sup>22</sup> O autor ainda destaca que “Embora não haja um arcabouço teórico articulado para justificá-lo, é lícito sugerir que ele está amparado no chamado consenso macroeconômico [...]” (NASSIF, 2015, p. 3). Isso pode ser evidenciado conforme a seção 2.2 deste trabalho, que de forma simplificada, em alguns pontos, apresenta como a TMC defende a necessidade de o governo realizar superávits primários e a autoridade monetária utilizar a taxa de juros de curto prazo para controlar a inflação.

Sintetizando, no primeiro caso, existe a necessidade de o governo realizar superávits primários para que o tamanho da dívida pública não seja pressionado e ela se mantenha abaixo de um nível que seria perigoso para o financiamento da mesma. Caso a dívida aumente muito em relação ao PIB, a autoridade monetária e o Tesouro podem se ver forçados a aumentar a taxa de juros de curto prazo e de

---

<sup>22</sup> De acordo com o foco do trabalho, serão mais detalhados os pontos do tripé macroeconômico referentes a inflação e ao superávit fiscal.

remuneração dos títulos públicos para que o governo continue conseguindo se financiar por emissão de dívida e não precise se financiar por emissão monetária, que no longo prazo deve gerar apenas inflação. Nesse contexto, a política monetária encontra um limite na política fiscal, em outras palavras, se o lado fiscal não fizer a sua parte para manter a trajetória da dívida pública sustentável, o lado monetário não consegue manter o seu foco em apenas preservar a taxa de inflação dentro das metas anunciadas. Nesse sentido, é possível afirmar que, pelo menos desde 1999, o regime macroeconômico brasileiro está mais alinhado ao que a TMC defende como ideal (NASSIF, 2015).

Até 2014 existiam pelo menos dois mecanismos que reforçam o arcabouço constitucional do tripé macroeconômico: o sistema de metas para inflação, que junto com o tripé, também está vigente desde 1999, e a Lei de Responsabilidade Fiscal, que vigora desde 2000. De forma concisa, no primeiro caso, a autoridade monetária, através do sistema de metas para inflação tem o objetivo de ancorar as expectativas dos agentes econômicos anunciando qual será a meta de inflação. O principal instrumento de política monetária utilizado para alcançar a meta de inflação estabelecida é a taxa de juros de curto prazo, que é definida pelo COPOM e alcançada através das operações de mercado aberto (compra e venda de títulos públicos). De acordo com o BC, os canais de transmissão da política monetária (da taxa Selic meta) que influenciam a inflação são: investimento e consumo, crédito, expectativas, câmbio e riqueza.<sup>23</sup> Já no segundo caso, a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000) contém no seu primeiro parágrafo do artigo 1 que,

A responsabilidade na gestão fiscal pressupõe a ação planejada e transparente, em que se previnem riscos e corrigem desvios capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas, mediante o cumprimento de metas de resultados entre receitas e despesas e a obediência a limites e condições no que tange a renúncia de receita, geração de despesas com pessoal, da seguridade social e outras, dívidas consolidada e mobiliária, operações de crédito, inclusive por antecipação de receita, concessão de garantia e inscrição em Restos a Pagar (Brasil, 2000).

Ou seja, a Lei reforça a ideia de que é necessário existir um equilíbrio entre receitas e despesas - no caso do que a TMC defende e que faz parte do tripé - de

---

<sup>23</sup> <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>> Acesso em: 14 fev. 2021.

preferência o superávit primário. Para isso, são estabelecidos objetivos de resultados fiscais que devem ser perseguidos pelo governo, estados e municípios.

Dentro desse contexto, os resultados fiscais do governo central e da inflação em 2014/2015 colocaram em dúvida se o governo da ex-presidente Dilma Rousseff conseguiria manter em vigor o tripé macroeconômico brasileiro. De acordo com a TABELA 1, em 2014, o governo central realizou o primeiro déficit primário (0,35% em relação ao PIB) após 16 anos de superávit, e a inflação quase ultrapassou a meta máxima de 6,5% a.a., fechando 2014 em 6,41% a.a. Enquanto em 2015 a inflação ultrapassou a meta máxima de 6,5% a.a., chegando a 10,67% a.a. e o déficit primário aumentou para 1,95% a.a.

TABELA 1 – EVOLUÇÃO DO RESULTADO FISCAL E TAXA DE INFLAÇÃO

Ano	Resultado fiscal (% a.a.) <sup>1</sup>		Taxa de inflação (IPCA) <sup>2</sup>		
	Nominal	Primário	Meta (%)	Banda (p.p.)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1997	-2,24	-0,25	*	*	*
1998	-4,5	0,5	*	*	*
1999	-2,42	2,08	8	2	8,94
2000	-2,09	1,7	6	2	5,97
2001	-1,92	1,67	4	2	7,67
2002	-0,67	2,14	3,5	2	12,53
2003	-3,62	2,26	3,25 - 4	2 - 2,5	9,3
2004	-1,38	2,68	3,75 - 5,5	2,5 - 2,5	7,6
2005	-3,38	2,57	4,5	2,5	5,69
2006	-3,09	2,13	4,5	2	3,14
2007	-2,19	2,19	4,5	2	4,46
2008	-0,8	2,29	4,5	2	5,9
2009	-3,22	1,27	4,5	2	4,31
2010	-1,18	2,03	4,5	2	5,91
2011	-2	2,13	4,5	2	6,5
2012	-1,27	1,79	4,5	2	5,84
2013	-2,07	1,41	4,5	2	5,91
2014	-4,7	-0,35	4,5	2	6,41
2015	-8,57	-1,95	4,5	2	10,67
2016	-7,62	-2,54	4,5	2	6,29
2017	-6,98	-1,8	4,5	1,5	2,95
2018	-6,19	-1,69	4,5	1,5	3,75
2019	-5,5	-1,23	4,25	1,5	4,31

FONTE: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional(1) e IBGE(2) (2021).

Além da inflação e do déficit fiscal, conforme a TABELA 2, em 2014/2015 o dado referente ao crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro começou a piorar. Em 2014 o crescimento % do PIB foi de apenas 0,5%, muito abaixo dos anos anteriores. Por outro lado, em 2015 o crescimento se tornou negativo, assim como em 2016, o que culminou no pior crescimento econômico brasileiro num biênio em 120 anos.<sup>24</sup> Ademais, o indicador da dívida pública, aqui representado pelo DPMFi (dívida pública mobiliária federal interna)<sup>25</sup>, apresenta um aumento entre os anos de 2014 e 2015, influenciado em partes pelo início dos déficits primários de 2014, pela desaceleração e posterior queda do PIB em 2014/2015, que conseqüentemente reduziu a receita do governo nos próximos anos e por ser o denominador do indicador da dívida, contribuiu assim para o seu aumento e pelo aumento da taxa de juros de curto prazo também em 2014/2015.

TABELA 2 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA E DO PIB

Ano	PIB	DPMFi
	%	% PIB
2002	3,1	41,9
2003	1,1	42,6
2004	5,8	41,4
2005	3,2	45,1
2006	4	45,4
2007	6,1	45,0
2008	5,1	40,7
2009	-0,1	42,0
2010	7,5	41,3
2011	4	40,7
2012	1,9	39,8
2013	3	38,0
2014	0,5	37,8
2015	-3,5	44,2
2016	-3,3	47,6
2017	1,3	52,2
2018	1,8	54,1
2019	1,4	56,3

<sup>24</sup> FGV, disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>> Acesso em: 14 fev. 2021.

<sup>25</sup> Optou-se por utilizar a DPMFi e não Dívida Bruta ou a Dívida Líquida, pois ela considera somente a dívida do governo central em poder do público (títulos públicos) e desconsidera a dívida pública em poder do Banco Central (títulos na carteira do BC utilizados para fins da política monetária).

FONTE: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional e IBGE

Nesse cenário, devido à crise econômica iniciada em 2014/2015, o déficit fiscal, aumento da dívida pública e a alta inflação, dentre outros fatores, alinhado ao arcabouço teórico econômico-institucional, convencionou-se que seriam necessárias reformas para que o país voltasse a crescer sem pressionar o nível de preços e realizar superávits primários para ajustar a trajetória da dívida pública (torná-la sustentável). Entre 2016 e 2019 o déficit continuou considerável, a dívida continuou crescendo, o crescimento do PIB foi baixo e a inflação abaixo da meta. Uma das reformas que gerou mais discussão entre 2014 e 2019 foi sobre a PEC 55 / 2016 ou Emenda Constitucional 95, aprovada em 13/12/2016 pelo Senado Federal, e que estabelece que a despesa do governo deve crescer no mesmo ritmo do nível de preços medido pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Junto ao sistema de metas para inflação e a Lei de Responsabilidade Fiscal, a Emenda Constitucional 95 demonstra como existe uma grande preocupação em torno do resultado fiscal do governo e seus impactos para a economia. Em concordância com Giambiagi e Tinoco (2019, p. 34) "O controle das contas públicas continua sendo primordial para a melhoria do ambiente macroeconômico do país." De forma mais abrangente, a importância dada ao resultado fiscal também fica clara com Bradesco (2019 citado por GIAMBIAGI; TINOCO, 2019) "a continuidade do ajuste fiscal permitirá que juros e inflação fiquem muito próximos da média dos emergentes, contribuindo para reduzir a ociosidade e o desemprego e levando a um crescimento próximo ao potencial nos próximos anos."

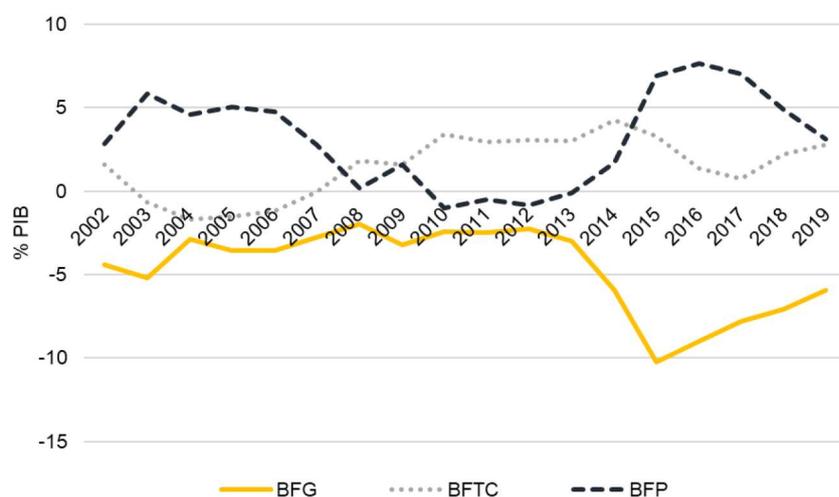
Assim, após essa contextualização - com a ressalva de que a teoria vigente mais aceita atualmente e que está presente no arcabouço econômico-institucional brasileiro é a TMC - e, portanto, existem medidas autoimpostas pelas autoridades que não permitem a aplicação do que seria melhor para a economia de acordo com a MMT, a próxima seção inicia a apresentação do impacto dos déficits fiscais de 2014 até 2019 de a partir da análise dos dados brasileiros.

### 3.2 DÉFICIT FISCAL, POUPANÇA PRIVADA E A IDENTIDADE CONTÁBIL ENTRE OS TRÊS SETORES

Para a TMC déficits fiscais necessariamente reduzem a poupança/renda privada, ao contrário do que argumenta a MMT, que defende que na verdade a renda/poupança privada tende a aumentar a partir dos déficits do governo já que “É o gasto do governo que cria moeda, e não a disponibilidade de moeda que viabiliza o gasto do governo.” (RESENDE, 2020, p. 45). Nesse sentido, para MMT, os gastos do governo precedem qualquer acúmulo de poupança pelo setor privado, e, assim, excluindo o setor externo, o setor privado não tem como financiar o setor governamental antes de o governo ter gastado mais do que arrecadou com impostos em períodos anteriores. Afim de sustentar essa argumentação, a MMT explica, através da contabilidade macroeconômica, que quando são considerados os três setores (privado doméstico, do governo e privado externo), para um setor obter superávit financeiro necessariamente outro setor precisa estar em déficit. Isso significa, que para teoria o déficit do governo acrescenta riqueza financeira líquida para o setor privado. Portanto, o objetivo dessa seção é demonstrar com os dados brasileiros, a partir da contabilidade macroeconômica, que o déficit do governo acrescentou renda/poupança para o setor privado.

No caso do Brasil, a partir dos dados da Necessidade de Financiamento do Setor Público Nominal (NFSP) e do saldo de Transações Correntes (TC), ambos como percentual do PIB, é possível estimar a evolução da relação de superávit e déficit entre os três setores que está presente no GRÁFICO 1.

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO DO BALANÇO FINANCEIRO DOS TRÊS SETORES: PRIVADO DOMÉSTICO, DO GOVERNO E PRIVADO EXTERNO



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA

Analisando o GRÁFICO 1, conforme já apresentado por Dalto et al. (2020), é possível apontar alguns aspectos gráficos relevantes da relação entre os três setores: em nenhum ano o governo obteve superávit nominal; apenas entre os anos de 2003 e 2007 houve superávit nas TC (ou déficit para o resto do mundo em relação ao Brasil); e o balanço financeiro do setor privado doméstico teve déficit durante 4 anos (de 2010 até 2013), curiosamente pouco antes de iniciar a crise econômica brasileira (2014/2015).

Referente a esse último ponto, é importante destacar que a MMT defende que, o déficit do setor privado pode reduzir a atividade econômica pois o setor pode não aceitar sua posição deficitária e reduzir seus gastos com consumo e investimento, por exemplo. Por isso a teoria conclui que o superávit primário pressiona para uma redução do PIB e não o contrário, tendo em vista que é o superávit primário que reduz o déficit nominal do governo, que pode não ser o suficiente (dependendo do saldo em TC) para manter o setor privado doméstico em superávit.

Ainda sobre os déficits do setor privado, é possível atribuí-los, principalmente, aos déficits em TC, que aumentaram consideravelmente a partir de 2008, tendo seu pico em 2014. A partir de 2015 o déficit em TC reduziu, porém não ao ponto de chegar num superávit. Outro ponto importante para os anos de análise do trabalho

(2014-2019), é que o déficit do governo foi o principal responsável pelo superávit financeiro do setor privado a partir de 2014 (quando o governo realizou o primeiro déficit primário depois de 16 anos), a curva do superávit do setor acaba sendo quase um espelho da curva do déficit do governo. Dessa maneira, a MMT conclui que “[...] quando políticos anunciam que é primordial reduzir o déficit público para aumentar a poupança privada, sabemos que isto é impossível por razões contábeis e não por preferências teóricas.” (DALTO ET AL. 2020, p. 34).

Também é possível utilizar os dados do Sistema de Contas Nacionais (SCN) do IBGE para verificar a identidade contábil financeira entre os três setores. Com base na Conta Financeira, presente na tabela de Contas Econômicas Integradas, pode-se chegar à capacidade (+) ou necessidade (-) líquida de financiamento dos três setores, o equivalente ao déficit ou superávit financeiro. A lógica aqui é a mesma, a soma dos déficits/superávits dos três setores deve ser igual a zero.

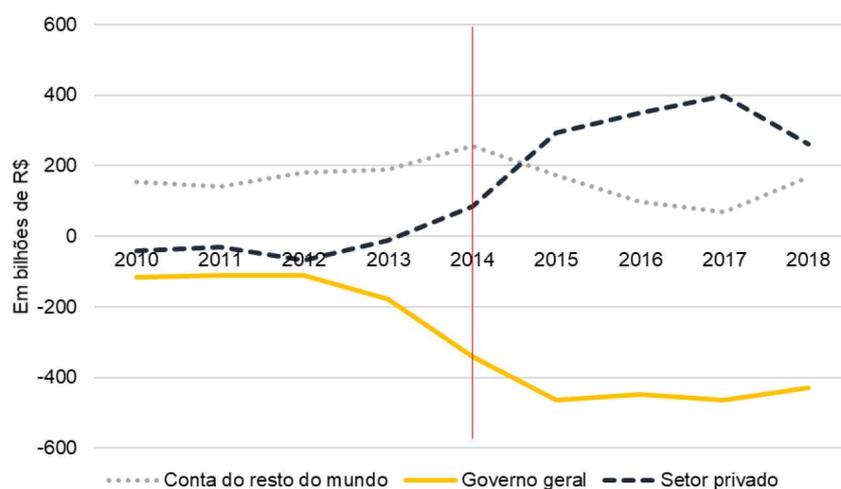
Dito isso, o GRÁFICO 2 apresenta a evolução do saldo financeiro dos três setores, em valores correntes, do ano de 2010 até 2018<sup>26</sup> (para o setor privado foram somadas as contas de: famílias e ISLF<sup>27</sup> e de empresas financeiras e não-financeiras). Evidentemente as curvas do GRÁFICO 2 possuem a mesma tendência das curvas do GRÁFICO 1, e, portanto, os aspectos levantados para o gráfico anterior também podem ser destacados aqui: balanço financeiro do setor privado com déficit em 4 anos (de 2010 até 2013); o resto do mundo é superavitário em todos os anos; e o superávit do setor privado é quase o espelho do déficit do setor do governo, tanto graficamente quanto pelo coeficiente de correlação, que é forte entre os setores e que para o período analisado (2014 – 2018) é de -0,94. Ou seja, quando o setor do governo está em déficit ele pressiona para que o setor privado tenha superávit.

#### GRÁFICO 2 – EVOLUÇÃO CAPACIDADE (+) NECESSIDADE (-) LÍQUIDA DE FINANCIAMENTO DOS TRÊS SETORES

---

<sup>26</sup> Último ano de publicação pelo IBGE das contas nacionais brasileiras.

<sup>27</sup> Instituições sem fim de lucro a serviço das famílias.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Sistema de Contas Nacionais (SCN) do IBGE

De outra maneira, a MMT também argumenta que a dívida pública acaba sendo uma espécie de poupança/riqueza privada, já que é um direito do setor privado para com o setor público. Em outras palavras “Quanto maior a dívida nacional, maior a quantidade de riqueza privada.” (LERNER, 1943, p. 49). Utilizando os dados do Brasil e retomando os conceitos da relação contábil entre os três setores é possível exemplificar esse argumento através da criação de base monetária que o gasto do governo federal gera e, que em última análise, deve se tornar dívida do governo para com o setor privado. Porém, antes de apresentar os dados, é pertinente recordar o “passo a passo” para a criação de base monetária que ocorre a partir do gasto do governo:

1. Gasto do Tesouro (**setor público**): reduz o dinheiro na CUT (registro contábil não considerado nos agregados monetários) e aumenta no volume de depósitos à vista (**setor privado**);
2. O aumento de depósitos à vista promove um aumento igual nas reservas bancárias (**base monetária disponível para o setor privado**);
3. Assumindo que as preferências de portfólio dos bancos são as mesmas, os bancos julgarão possuir reservas em excesso, o que deve pressionar a taxa

de juros overnight para baixo da meta estabelecida pela autoridade monetária;

4. Assim, os bancos terão a iniciativa de eliminar o excesso de reservas em troca de investimentos que tenham alguma rentabilidade, ou que a rentabilidade seja maior do que a das reservas. Nessa situação, considerando que há excesso de reservas no sistema bancário como um todo, **o BC acomoda a demanda por títulos públicos dos bancos.**

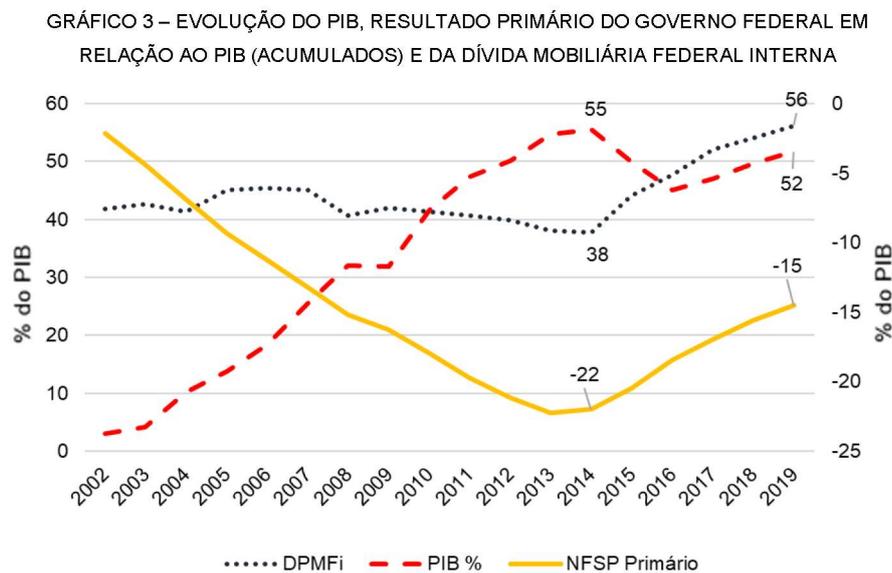
Portanto, inicialmente os gastos do governo criam depósitos à vista e conseqüentemente base monetária, na forma de reservas bancárias<sup>28</sup>, entretanto, considerando as mesmas preferências de portfólio do setor privado, os bancos irão demandar títulos públicos para o BC que deverá satisfazer essa demanda para manter a taxa de juros próxima da meta estabelecida. Dessa forma, o resultado final do aumento da base monetária ocasionado pelos gastos do governo, é o aumento da dívida pública em poder do mercado. Nesse sentido, de acordo com Mosler (2010), os gastos do governo geram renda/poupança para o setor privado de duas formas. A primeira **criando depósitos à vista para os agentes privados**, que em contra partida aumenta a base monetária no lado das reservas bancárias para os bancos comerciais **(que em última análise, pelo menos em parte, devem se converter em títulos públicos)**.

Partindo para os dados, a partir do GRÁFICO 3 é possível observar que, de 2014 até 2019, o resultado primário do governo federal pressionou para o aumento da base monetária em quase 7 p.p. do PIB (eixo da esquerda). O que, conseqüentemente, colaborou para o aumento da dívida pública mobiliária federal (DPMFi), que subiu 18 p.p (eixo da direita), de 2014 até 2019. Outro fator que contribuiu para o aumento da DPMFi nesse período foi o PIB (eixo da esquerda) - já que a dívida é apresentada em relação ao PIB como um indicador de endividamento do governo – que no acumulado do período analisado caiu aproximadamente 3 p.p. Além disso, graficamente é possível observar a correlação entre as curvas da DPMFi e da NFSP, que possuíram um coeficiente de correlação positivo de 0,99 de 2014

---

<sup>28</sup> Os depósitos à vista também podem virar base monetária caso os agentes que receberam os depósitos optem por sacar o dinheiro e manter em espécie (papel-moeda em poder do público), entretanto, nesse caso, o que ocorre é uma troca de reservas bancárias por papel-moeda, sem nenhuma alteração na base monetária.

até 2019, quando analisadas as variações anuais dos dois indicadores. A correlação é forte, no entanto, existem outros fatores que impactam na criação e destruição da base monetária e, por consequência, na dívida pública, como as operações do setor externo<sup>29</sup> e as operações de compra e resgate de títulos no mercado primário, por exemplo.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IBGE e Banco Central do Brasil

Dessa forma, já que para a MMT o déficit fiscal na verdade contribui para o aumento da renda/poupança privada, a teoria defende que o governo deve manter o nível de gasto no ponto em que empregue completamente os fatores de produção disponíveis sem que isso cause inflação, ou seja, não importa se o governo está com déficit fiscal ou superávit, o que realmente importa é o impacto dos gastos

<sup>29</sup> "expressa, principalmente, as transações de compra e venda de moeda estrangeira realizadas pelo Bacen no mercado interbancário de câmbio. Inclui ainda, o trânsito de recursos de organismos internacionais destinados à manutenção de suas representações no Brasil e a projetos de saneamento básico, geralmente de prefeituras e governos estaduais" Metadados do sistema gerenciador de série temporais do Banco Central, disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>> Acesso em: 10 abr. 2021.

governamentais para o nível de emprego e a estabilidade preços. A próxima seção deve apresentar um pouco mais sobre isso, já trazendo os dados do Brasil.

### 3.3 DÉFICIT FISCAL, FUNÇÃO DA POLÍTICA FISCAL E INFLAÇÃO

Desde 2014 o Brasil apresenta problemas em importantes variáveis macroeconômicas e, inclusive, no seu crescimento econômico. Para a teoria convencional um dos principais causadores dessa crise foi o aumento do gasto do governo, que teve seu primeiro déficit após 16 anos em 2014 e impactou negativamente nas demais variáveis macroeconômicas, com destaque para a inflação. Por isso, a teoria considerava que o governo precisava focar em recuperar os superávits primários como pré-requisito para o país sair da crise e reduzir a inflação. No entanto, a MMT discorda dessa conclusão, pois a inflação observada do período não era de demanda, e em períodos de crises econômicas - que geram maior incerteza por si só - o setor privado tende a reduzir investimento e consumo, deprimindo a renda total da economia. Nesse caso, o governo deveria aumentar o seu gesto para que garantisse que a renda do setor privado continuasse estável. Assim, o objetivo dessa seção é apresentar como o governo se comportou em relação aos seus gastos para o período e testar se existiu relação, conforme afirma a teoria convencional, entre o gasto do governo e inflação e variação dos agregados monetários e inflação.

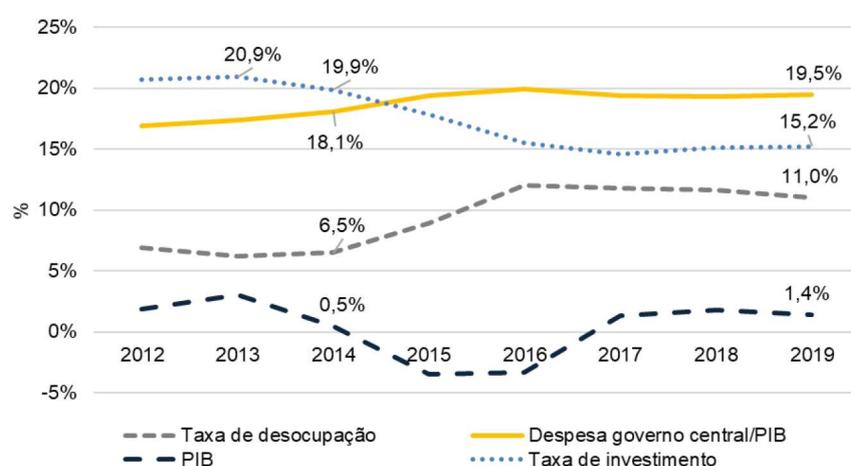
Desde pelo menos 2012, os índices de confiança do consumidor (ICC) e empresarial (ICE) - medidos pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (IBRE/FGV) - estavam apresentando queda da confiança dos brasileiros sobre o futuro da economia. Os números que estavam por volta de 100/110 pontos no final de 2012 chegaram a aproximadamente 85 pontos no final de 2014<sup>30</sup>. Diante dessa incerteza, havia o indício de que haveria uma queda do consumo e do investimento privado, e conseqüentemente, do nível de emprego, e foi o que ocorreu conforme dados do GRÁFICO 4. A taxa de investimento - dada pela relação da Formação Bruta de Capital Fixo pelo PIB - caiu 1 p.p. no ano de 2014, e

---

<sup>30</sup> Boletim Macro IBRE | Dezembro de 2014, disponível em: <[https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-02/boletimmacroibre\\_1412.pdf](https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-02/boletimmacroibre_1412.pdf)> Acesso em: 10 abr. 2021.

continuou com tendência de queda até o ano de 2016, quando se estabilizou por volta de 15% do PIB até o ano de 2019. Dentro desse processo, de queda do investimento, consumo e PIB, a taxa de desemprego quase dobrou em dois anos, foi de 6,5% em 2014 para 12% no final de 2016, aumentando o número de pessoas desocupadas nesse período em um pouco mais de 5 milhões (de 6,4 milhões em 2014 para 11,6 milhões em 2019).

GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE OCUPAÇÃO<sup>31</sup>, CRESCIMENTO DO PIB, DESPESA DO GOVERNO CENTRAL/PIB E INVESTIMENTO



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IBGE e Tesouro Nacional

**Comentado [GK1]:** Para a apresentação eu preciso verificar se os dados que eu utilizei foram correntes ou constantes, para o que for pertinente. Essa pode ser uma pergunta da banca.

É, de certa forma, consensual que a taxa de investimento é um dos principais motores da economia, pois demonstra o esforço realizado para aumentar a capacidade produtiva do país, e retomar patamares de investimento de anos anteriores (pelo menos) deve ser o objetivo dos policy makers. No entanto, nesse ponto fica evidente uma das principais divergências entre a TMC e a MMT, pois ambas dão pesos relativos diferentes e até mesmo discordam sobre as variáveis que devem impactar na decisão de investimento. Sintetizando, a TMC atribui certa importância às expectativas de demanda (consumo), porém a teoria também dá importância relevante para a situação das contas públicas, defendendo que mantê-

<sup>31</sup> Valores referente aos dados do 4º trimestre.

las equilibradas “é primordial para a melhoria do ambiente macroeconômico do país.”(GIAMBIAGI; TINOCO, 2019, p. 34). Por outro lado, a MMT também atribui um peso importante para as expectativas de consumo futuro, entretanto, como já foi apresentado, ao contrário da TMC, a MMT argumenta que os gastos do governo devem buscar acima de tudo promover o pleno emprego, independente do resultado fiscal do governo, ainda mais para essa situação do Brasil. Contudo, não foi o que aconteceu, o GRÁFICO 4 demonstra que de 2014 até 2016 houve um aumento de 1,8 p.p. da despesa do governo central em relação ao PIB, mas de 2016 até 2019, a despesa caiu 0,4 p.p.

Nesse caso, para MMT, reduzir os gastos do governo diminui o nível de gastos da economia, a produção vendida e aumentar o nível de estoques das empresas, depreciando o produto, emprego e renda total. Para teoria, observando queda do investimento, do emprego e do produto, o esforço para reduzir os gastos do governo para equilibrar as contas públicas (buscar realizar superávit primário conforme recomenda o tripé macroeconômico) não é recomendado. Na verdade, diante da incerteza a teoria argumenta que o governo é a entidade que mais pode contribuir com o aumento do gasto (redução de impostos e aumento dos gastos, ou apenas um dos dois), pois é o único que não possui um limite financeiro para gastar, ao contrário de empresas e famílias, que não emitem a moeda aceita para o pagamento de impostos e em momentos de incerteza são muito mais avessos ao risco. Porém, para a TMC se esse gasto for maior do que as receitas com impostos, no longo prazo o déficit fiscal deve gerar inflação, pois em última análise o déficit causa um aumento dos meios de pagamento (base monetária) acima da quantidade de bens e serviços disponíveis na economia, dado que a teoria assume que a economia está sempre em pleno emprego.

Para testar a afirmação da TMC, de que o déficit ou o aumento da base monetária deve pressionar o nível de preços, foram calculados os coeficientes de correlação entre os gastos do governo e inflação, e também da variação da base monetária e inflação. Na TABELA 3 estão os coeficientes de correlação para os gastos do governo e a inflação. Optou-se por realizar 18 comparações diferentes utilizando três medidas de gasto do governo (despesas totais, resultado primário e nominal) e três medidas para inflação (IPCA núcleo e a expectativa do IPCA para 6 e 12 meses) para o período completo das bases de dados (de nov/2001 até dez/2019) e para o período dos déficits do governo (de jan/2014 até dez/2019).

Nenhuma das correlações, tanto as negativas quanto as positivas, foram fortes, porém vale a pena fazer alguns comentários sobre os resultados.

A partir dos dados é possível concluir que a relação entre gasto do governo e inflação que a TMC estabelece não se confirma para os períodos analisados, inclusive, apesar de fracas, todas as correlações das despesas totais do governo com a inflação foram negativas, ou seja, se o gasto do governo aumentou a inflação diminuiu, seja na inflação realizada no mês ou para as expectativas para 6 e 12 meses. Já as correlações entre os resultados primário e nominal e inflação tiveram a maioria de seus resultados positivos, contudo, nenhuma correlação passou de 0,11, o que indica que as correlações foram desprezíveis.

TABELA 3 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO DOS GASTOS DO GOVERNO E INFLAÇÃO

Inflação/gastos do governo	Período completo (nov/2001 até dez/2019)			De jan/2014 até dez/2019		
	Despesas totais	Resultado primário	Resultado nominal	Despesas totais	Resultado primário	Resultado nominal
IPCA - Núcleo	-0,14	0,09	0,11	-0,06	0,09	0,03
Expectativa IPCA - 6 meses	-0,15	0,02	0,05	-0,20	-0,05	-0,09
Expectativa IPCA - 12 meses	-0,21	0,06	0,10	-0,43	0,07	0,05

FONTE: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional, IBGE e Banco Central

Já na TABELA 4, estão os coeficientes de correlação para a inflação e a variação de dois agregados monetários: M0 ou base monetária e o M1 (que é composto pelo papel moeda em poder do público mais os depósitos à vista). Assim como na TABELA 3, é possível concluir que os resultados de correlação da inflação com as variações dos agregados monetários não apontam para relação entre as variáveis defendida pela TMC. A maior relação entre as variáveis foi uma correlação negativa (-0,16), para o intervalo de 2014 até 2019, considerando M1 e as expectativas de inflação para 12 meses. Ou seja, todas as correlações apresentadas são desprezíveis estatisticamente.

TABELA 4 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO DA VARIAÇÃO DOS AGREGADOS MONETÁRIOS E INFLAÇÃO

Inflação/agregado monetário	Período completo (nov/2001 até dez/2019)		De jan/2014 até dez/2019	
	M0	M1	M0	M1
IPCA - Núcleo	-0,06	-0,07	-0,09	-0,09
Expectativa IPCA - 6 meses	0,07	0,04	0,10	0,06
Expectativa IPCA - 12 meses	-0,04	-0,07	-0,10	-0,16

FONTE: Elaboração própria com base nos dados do IPEA e IBGE

Dessa maneira, para a MMT o déficit fiscal ou o aumento da base monetária não devem pressionar para o aumento da inflação por, pelo menos, dois motivos: não existe taxa natural de desemprego; e o déficit não necessariamente gera um aumento da base monetária. De acordo com Dalto et al. (2020), num primeiro momento os déficits expandem a base monetária, contudo, a manutenção desse aumento será determinada pela demanda de portfólio do setor privado, porque o BC deve agir de forma passiva e acomodar a demanda dos bancos por reservas bancárias, papel-moeda ou títulos públicos, como forma de manter a taxa de juros de curto prazo dentro da meta definida. Mesmo se a base monetária variar por outros motivos, por exemplo, com operações com o setor externo, a manutenção dessa variação dependerá da demanda de portfólio do setor privado. Assim, a teoria defende que a moeda é endógena, ou seja, a sua oferta depende da demanda por ela e não o contrário. Além disso, conforme as tabelas apresentadas, mesmo que a base monetária varie conforme a demanda do setor privado por moeda, suas variações não acompanham as oscilações do nível de preços.

Tendo em vista os dados apresentados, apesar de a MMT defender que o déficit fiscal não necessariamente deve gerar inflação, a teoria assume que o gasto do governo pode pressionar o nível de preços no momento em que o gasto é excessivo em relação a disponibilidade de produtos e serviços na economia. No entanto, caso o nível de preços seja pressionado, o próprio governo pode utilizar de instrumentos fiscais (aumento de impostos e/ou redução dos gastos) para que o aumento generalizado dos preços seja estabilizado. Nesse sentido, e conforme supracitado, de acordo com a MMT o governo deveria ter aumentado os seus gastos entre 2014-2019, e não realizado um esforço para reduzi-los. Contudo, de acordo com os dados do GRÁFICO 5, a inflação (eixo da esquerda) medida pela taxa acumulada do IPCA para os últimos 12 meses, demonstra que o nível de preços

teve uma tendência de alta desde jan/2014 e chegou em seu pico em jan/2016 (10,71%).

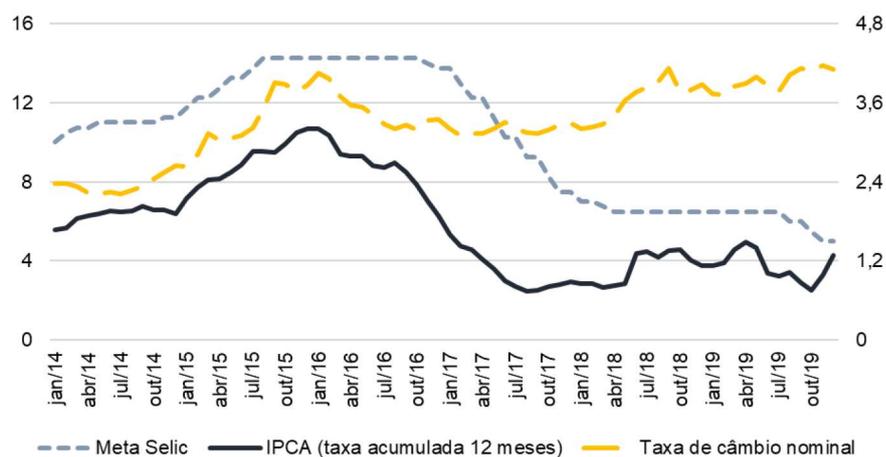
A princípio, a evolução do nível de preços entre 2014-2019 coloca em dúvida se o aumento do gasto do governo não pressionaria mais ainda a inflação, entretanto, conforme os gráficos 4 e 5, no mesmo período em que a inflação atinge o seu pico a taxa de desemprego atinge o dela (final de 2015 e início de 2016). Ou seja, não era a demanda que estava pressionando o nível de preços ou o pleno emprego que havia sido atingido. Na própria carta aberta<sup>32</sup> enviada em 8 de janeiro de 2016 pelo BC ao ministro da fazenda, é destacado que a inflação de 2015 sofreu maior impacto devido ao reajuste de preços administrados (maior aumento para um ano da série histórica), que foram responsáveis diretos por 39,5% do aumento dos preços no ano - sem considerar os impactos indiretos que os reajustes causaram nos demais preços da economia, principalmente na taxa livre que foi responsável por 27,8% do aumento geral dos preços - e o repasse cambial, outro fator importante e que contribuiu para 14,7% do aumento (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016). Por exemplo, somente no ano de 2015, conforme o gráfico 5, a taxa de câmbio (eixo da direita) acumulou uma desvalorização de 47%, saindo de R\$/US\$ 2,63 em janeiro para R\$/US\$ 3,87 em dezembro. O que com certeza pressionou os preços de produtos e serviços importados.

Dessa forma, de maneira resumida, o processo de aumento dos preços verificados em 2015 (ano com maior inflação desde 2002), não tem relação com o atingimento do limite da capacidade produtiva brasileira, e assim, aumentar os gastos do governo durante esse período ainda seria uma orientação defendida pela MMT.

GRÁFICO 5 – EVOLUÇÃO DAS TAXAS SELIC (META), IPCA E CÂMBIO NOMINAL (R\$/US\$ COMERCIAL)

---

<sup>32</sup> Conforme o parágrafo único do art. 4º do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, o Presidente do BC é obrigado a enviar a carta aberta para o Ministro da Fazenda quando a meta de inflação estabelecida não é atingida pela autoridade monetária. No caso, em 2015 a meta era de 4,5%, com bandas de 2 p.p. para baixo ou para cima, ou seja, no máximo o IPCA poderia alcançar 6,5%. Mas o IPCA observado para este ano foi de 10,41%.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IBGE, Tesouro Nacional e Banco Central

A partir de 2016 o IPCA começa a cair até se estabilizar por volta de 4% em 2017/2018. De acordo com a MMT, isso deve ter ocorrido, não somente pelos mecanismos de transmissão da política monetária (o impacto do aumento da Selic no investimento e consumo, crédito, expectativas, câmbio e riqueza), mas devido à queda acentuada do produto em 2015/2016, que de certa forma - mesmo com a inflação de 2015 não sendo causada por uma alta demanda - reduz o poder de barganha dos agentes em formarem preços, e assim reduz o nível geral de preços. Por exemplo, em 2015 a taxa de desemprego começou a aumentar - as expectativas em 2013/2014, conforme os níveis de confiança apresentados anteriormente já não eram favoráveis e o aumento de custo das empresas devido aos aumentos dos preços administrados e do repasse do câmbio fizeram as empresas procurar por redução de custos. Nesse mesmo período a taxa Selic chegou a 14,25%, o que contribuiu para o aumento do custo de financiamento dos bancos e posteriormente do crédito concedido pelos bancos. Concomitantemente o governo federal estava em busca de equilibrar as contas públicas, e para isso, além do esforço para reduzir os gastos, algumas tarifas foram elevadas (o que resultou no aumento dos preços administrados em 2015). Tudo isso contribuiu para a queda do produto em 2015 e 2016, e em grande medida para o aumento dos preços em 2015. A partir disso, em 2016, com a taxa de desemprego em mais de 11% e com a demanda e taxa de investimento baixas, tanto as empresas precisaram baixar seus preços para vender

seus estoques acumulados como as famílias se sujeitaram a salários menores devido ao desemprego.

Assim, nesse contexto, alinhado a outros fatores, o esforço para redução do déficit fiscal contribuiu para redução da taxa de inflação porque reduziu a demanda da economia como um todo, e conseqüentemente a atividade econômica, o que fez os trabalhadores perderem poder de barganha na hora de definirem seus preços. Nessa lógica, segundo a MMT o esforço para reduzir o déficit pressionou a taxa de inflação para baixo devido ao seu impacto na demanda e, por consequência, no emprego, e não porque houve uma redução da base monetária em relação aos bens produzidos.

Portanto, conforme os dados apresentados, não houve relação entre os gastos do governo (para os três conceitos apresentados) e inflação para os períodos analisados, conforme defende a TMC. Inclusive, o pico de inflação que ocorreu no final de 2015 não teve conexão com aumento de demanda ocasionado pelos déficits fiscais, o que implica dizer que para a MMT o governo deveria ter se preocupado em manter o nível de emprego, aumentando seus gastos, principalmente durante o período de incerteza, que naturalmente reduz o investimento privado devido ao risco de perda do investimento. Por último, a MMT assume que talvez a taxa básica de juros não seja o melhor instrumento para controlar a inflação quando ela é de demanda (o que não foi o caso para o período analisado), nesses casos a política fiscal deve ser o principal instrumento pois "existe baixa evidência de que a taxa de juros tenha efeitos significativos sobre a demanda agregada."(DALTO ET AL, 2019, p. 40).

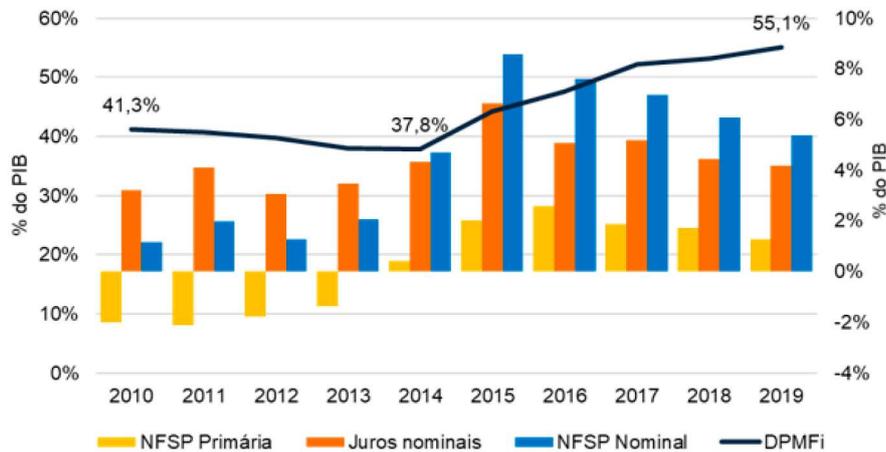
### 3.4 DÉFICIT FISCAL, DÍVIDA PÚBLICA E TAXA DE JUROS

Conforme apresentado na seção 2.2.3, a TMC argumenta que o déficit fiscal pressiona para o aumento da dívida pública em relação ao PIB e conseqüentemente para o aumento sobre a taxa de juros de curto prazo e sobre a rentabilidade dos títulos públicos. De acordo com a teoria, isso acontece porque quanto maior a dívida em relação ao PIB maior o risco de o governo não conseguir pagá-la, assim o prêmio do risco cobrado pelo mercado para adquirir títulos públicos seria maior quanto maior for a dívida. Portanto, para TMC existe uma relação direta entre déficits fiscais e taxa de juros. Em contrapartida, a MMT discorda da relação direta

entre déficits e taxa de juros por pelo menos 2 motivos: financeiramente não tem como o governo deixar de pagar uma dívida pública que é valorada na moeda em que ele emite e cobra impostos e, portanto, não teria como o mercado exigir taxas de juros maiores na compra de títulos públicos por risco de *default* da dívida; e quando o governo tem déficit fiscal e, conseqüentemente expande a base monetária aumentando a quantidade de reservas bancárias no sistema financeiro, é criada uma pressão para reduzir a taxa de juros *overnight* e não o contrário. Sendo assim, o objetivo dessa seção é concluir a partir dos dados brasileiros se existiu uma pressão altista do aumento da dívida (que é pressionada pelo déficit fiscal) sobre as taxas de juros (tanto a Selic meta quanto as taxas de remuneração sobre os títulos públicos no mercado primário) e se o governo teve dificuldades para vender títulos públicos no mercado primário devido também ao aumento da dívida pública.

Inicialmente, no GRÁFICO 6, observa-se que o percentual da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) pelo PIB – eixo da esquerda - aumentou quase 18 p.p. de 2014 até 2019, partindo de 37,8% em 2014 para 55,1% do PIB em 2019. Esse aumento, conforme apresentado no gráfico, parece ter relação direta com o início dos déficits primários do governo central em 2014 já que de 2010 até 2013, o governo central fez a “lição de casa” de acordo com o que defende a TMC e o tripé macroeconômico brasileiro, e realizou superávits primários que elevaram o saldo da CUT e puderam ser utilizados para pagar parte da dívida, fazendo com que a dívida caísse aproximadamente 3 p.p. A partir de 2014 o governo não conseguiu mais fazer superávits primários para amortizar parte da dívida e seu resultado passou a contribuir para o déficit nominal.

GRÁFICO 6 – EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO (GOVERNO CENTRAL) E DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional e Banco Central

Esses dados dão a entender que o déficit primário é financiado pela emissão de dívida pública, ou seja, que o governo precisa recorrer ao mercado quando gasta mais do que arrecada com impostos para conseguir dinheiro e financiar seus gastos excessivos. Dessa forma, a emissão de títulos públicos seria parte integrante da política fiscal. Inclusive, é isso que fica explícito de acordo com a Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, que dispõe sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional,

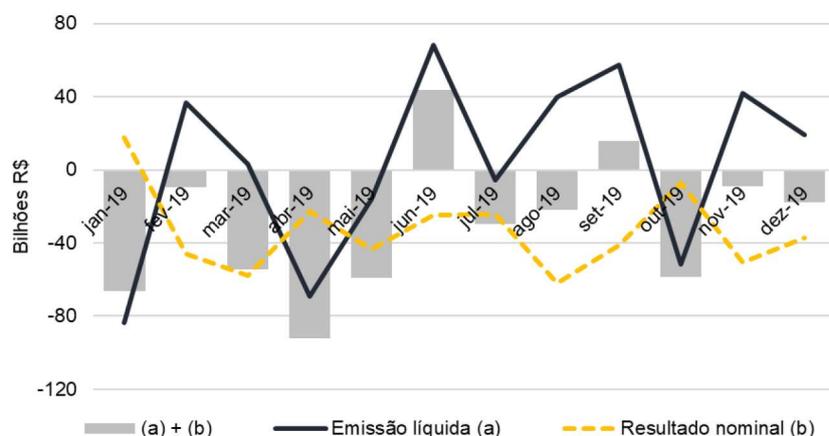
Art. 1º Fica o Poder Executivo autorizado a emitir títulos da dívida pública, de responsabilidade do Tesouro Nacional, com a finalidade de:  
I - prover o Tesouro Nacional de recursos necessários para cobertura de seus déficits explicitados nos orçamentos ou para realização de operações de crédito por antecipação de receita, respeitados a autorização concedida e os limites fixados na Lei Orçamentária, ou em seus créditos adicionais (Brasil, 2001).

Dessa maneira, conforme a Lei, o Tesouro deve se programar para emitir títulos públicos no mercado primário quando existe a expectativa de que terá déficit fiscal para repor os saldos negativos da CUT.

Mesmo ofertando títulos no mercado primário para cobrir os déficits fiscais ou para realizar a rolagem dos juros da dívida pública, os valores referentes a emissão líquida de títulos (valor referente a emissão dos títulos menos o resgate de títulos) nunca são exatamente ao oposto do resultado nominal - independentemente

do período de tempo analisado - e por isso sempre há criação ou destruição de base monetária a partir dos resultados do governo central. O GRAFICO 9 exemplifica bem essa situação. No ano de 2019, por exemplo, com exceção do mês de janeiro, o governo central teve déficits fiscais, enquanto em 7 meses o Tesouro teve uma emissão líquida de títulos positiva e 5 meses negativa (houveram mais resgates de títulos do que emissão de novos títulos). A soma das emissões líquidas e do resultado nominal apresenta qual foi o impacto para base monetária a partir dessas duas operações. O resultado apresentado no gráfico é que em apenas 2 meses (junho e setembro) houve impacto para contrair a base monetária devido a emissão líquida de títulos ser superior ao déficit nominal, ou seja, nesses meses a emissão líquida de títulos foi suficiente para destruir a base monetária criada pelo déficit fiscal e um pouco mais.

GRÁFICO 7 – EVOLUÇÃO DA EMISSÃO LÍQUIDA DE TÍTULOS NO MERCADO PRIMÁRIO E DÉFICIT NOMINAL



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional

Nesse caso, como a emissão de títulos públicos no mercado primário no geral não anula o efeito do déficit fiscal sobre as reservas bancárias, o que importa para a MMT é o real impacto operacional dos resultados do Tesouro para a base monetária (criação ou destruição da base monetária) e que vão nortear parte da política monetária do Banco Central, tendo em vista que mesmo o Tesouro emitindo títulos para rolagem da dívida/déficit existem impactos das suas operações sobre a

base monetária. Por exemplo, quando o BC gera um impacto de aumento da base monetária, a quantidade de reservas bancárias no sistema financeiro aumenta, o que pressiona para uma redução da taxa overnight. Os bancos com excesso de reservas então irão procurar por opções de investimento com alguma rentabilidade<sup>33</sup>, nesse caso o BC possui uma carteira com títulos do Tesouro disponível para fornecer no mercado secundário de acordo com a demanda dos bancos e assim garantir que a taxa overnight se aproximará da Selic definida pelo COPOM.

O GRÁFICO 8 aponta que no geral as operações realizadas com títulos públicos pelo BC no mercado secundário variam de maneira oposta ao resultado da CUT<sup>34</sup> e das demais operações<sup>35</sup> que impactam na base monetária. Isso acontece porque o papel do BC, conforme defendido pela MMT nas seções anteriores, é de acomodar a demanda dos agentes privados por reservas bancárias ou títulos públicos dada a taxa Selic definida pelo COPOM. Dessa forma, quando o resultado da CUT pressiona para o aumento da base monetária o BC atua no mercado secundário vendendo títulos para quem estiver demandando, para destruir base monetária. Da mesma forma, quando o resultado da CUT pressiona para redução da base monetária o BC atua comprando títulos para fornecer reservas ao sistema bancário. Portanto, apesar de parecer que a emissão primária de títulos serve para financiar os gastos excessivos do governo, na verdade o seu principal impacto está atrelado a política monetária, drenando ou criando reservas - a depender do resultado das emissões e resgates no mercado primário - que irão impactar nas posições do BC de comprar ou vender títulos públicos no mercado secundário.

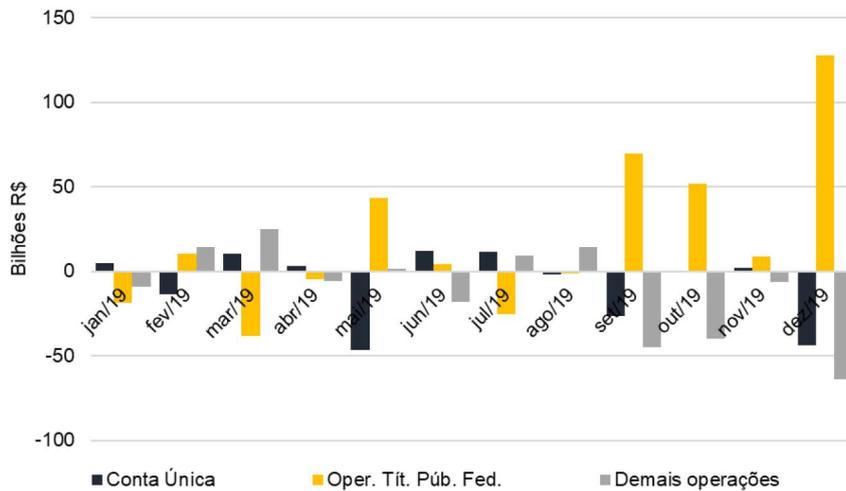
#### GRÁFICO 8 – FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA

---

<sup>33</sup> Atualmente existem reservas bancárias "obrigatórias" que são remuneradas, os compulsórios. É exigido que os bancos mantenham em forma de compulsório 21% dos depósitos à vista (não remunerado), 31% dos depósitos a prazo (remunerado pela Selic) e 20% dos depósitos em poupança (com a mesma remuneração da poupança) (Banco Central do Brasil, 2019).

<sup>34</sup> Além do resultado primário existem pelo menos dois outros resultados que impactam no valor da CUT: repasses do BC (tanto do resultado operacional quanto o resultado de equalização cambial) e emissão líquida de títulos no mercado primário realizada pelo Tesouro Nacional (TESOURO NACIONAL, 2019).

<sup>35</sup> Operações do setor externo, redesconto do Banco Central, Depósitos de instituições financeiras, Operações com derivativos – ajustes, outras contas.



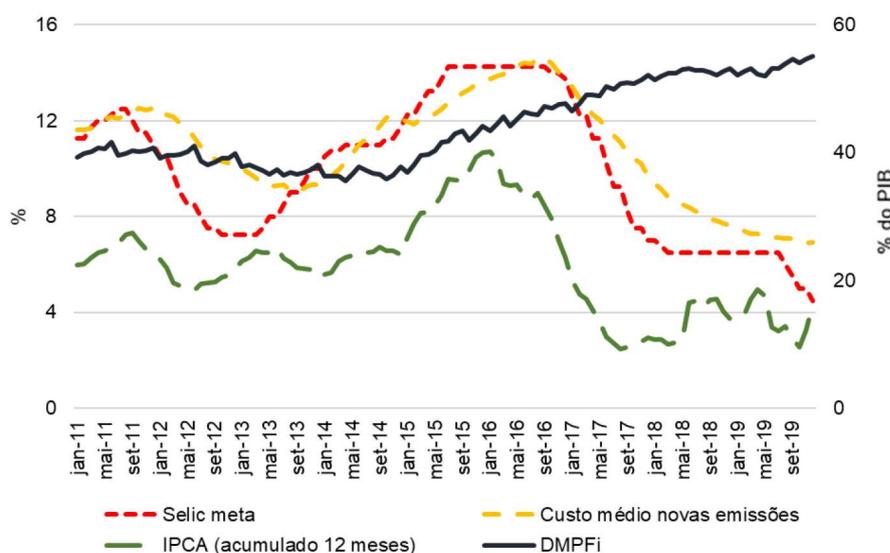
Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEA

Conforme defendido pela MMT, financeiramente o governo não precisa emitir títulos públicos para financiar o déficit, já que toda vez que o governo gasta ele cria reservas bancárias, além de que em muitas ocasiões a emissão líquida de títulos não é o suficiente para pagar o déficit nominal, no entanto, supondo que o mercado (compradores dos títulos no mercado primário, principalmente os dealers<sup>36</sup>) continue pensando que é necessário que o governo emita títulos para se financiar, é possível que ele consiga exigir uma taxa de remuneração maior pelos títulos devido ao aumento da dívida pública e seu possível default? De acordo com o GRÁFICO 9, não. De 2011 até 2014 a DPMFi cai, tendo seu menor valor em out/2014, no entanto, o custo médio para novas emissões já começou a subir antes do início do ciclo de alta da DPMFi, a partir de out/2013, muito provavelmente puxado pelo ciclo de aumento da taxa Selic que começou 6 meses antes. A Selic já começa a aumentar em abr/2013, porém a ligeira queda do IPCA (acumulado em 12 meses) a

<sup>36</sup> "Os dealers são instituições financeiras credenciadas pelo Tesouro Nacional com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. [...] Atualmente, o Tesouro Nacional possui 12 dealers, dos quais nove são bancos e três são corretoras ou distribuidoras." (TESOURO NACIONAL, 2021) <<https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/mercado-interno/dealers>> Acesso em: 04 abr. 2021.

partir desta data pode ter atrasado um pouco o movimento de alta do custo médio para emissão da dívida.

GRÁFICO 9 – EVOLUÇÃO DA DPMFi, CUSTO MÉDIO PARA NOVAS EMISSÕES E PRINCIPAIS INDEXADORES



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional, Banco Central e IBGE

A partir de out/2014, quando a DPMFi inicia o seu ciclo de alta até o fim de 2019, o custo médio para novas emissões de títulos continua a subir até chegar em 14,66% em set/2016 (o valor mais alto para série apresentada). Mesmo com a continuidade do aumento da DPMFi, desde out/2016 o custo médio passa a cair até o fim de 2019, acompanhando a trajetória do IPCA – que começou a cair 7 meses antes – e, posteriormente, da Selic que iniciou o seu ciclo de queda no mesmo mês do início da queda do custo médio para novas emissões. Deste modo, de forma sucinta, a análise do gráfico 9 demonstra que o custo médio para novas emissões de títulos acompanha os seus principais indexadores, Selic e IPCA, e não tem relação com o tamanho da DPMFi. No entanto, como boa parte da DPMFi é atrelada

a Selic e ao IPCA<sup>37</sup>, é esperado que o custo médio para emissão da mesma acompanhe esses indicadores, dessa forma, é importante separar qual é o custo “adicional” para emissão de novos títulos, ou seja, quanto do custo para emissão de novos títulos ultrapassa o valor dos indexadores no período de emissão e se esse custo tem relação com o tamanho da dívida. Os GRÁFICO 10 e 11 procuram demonstrar isso.

Inicialmente, no GRÁFICO 10, são apresentados os custos médios adicionais<sup>38</sup> para emissão de títulos prefixados (LTN)<sup>39</sup> em relação ao IPCA e a taxa Selic como forma de demonstrar se houve alguma relação entre o tamanho da dívida pública e o “prêmio de risco” exigido pelo mercado para a aquisição de novos títulos no mercado primário. Nesse caso, quando é observado o período todo, de 2011 até 2019, tanto o valor adicional exigido sobre o IPCA quanto sobre a Selic, não parecem ter relação com o tamanho da DPMFi. Entretanto, a partir de 2014, ano em que a DPMFi começa a aumentar, até 2019, é possível enxergar uma correlação entre o aumento da dívida e o diferencial do custo para emissão de LTN e Selic (o coeficiente de correlação para esse período é de 0,79). Contudo, é importante salientar que a partir de set/2016 a taxa Selic meta inicia um ciclo de redução que culmina na menor taxa Selic histórica no final de 2019, saindo de 14,25 para 4,5, uma queda de quase 10 p.p., enquanto que o custo adicional para emissão de LTN em relação a Selic passa de -1,91 em jul/2015 para 2,66, uma diferença de apenas 4,66 p.p., que representa um pouco menos da metade da variação da Selic. Essa justificativa está em linha com o que defendem Serrano & Pimentel (2017, p. 13),

---

<sup>37</sup> Historicamente, pelo menos desde 2011, o percentual de estoque da dívida composta pelo índice de preços e a Selic é maior do que 50%. Em 2019 a soma dos percentuais foi de 64,9% (TESOURO NACIONAL, 2021).

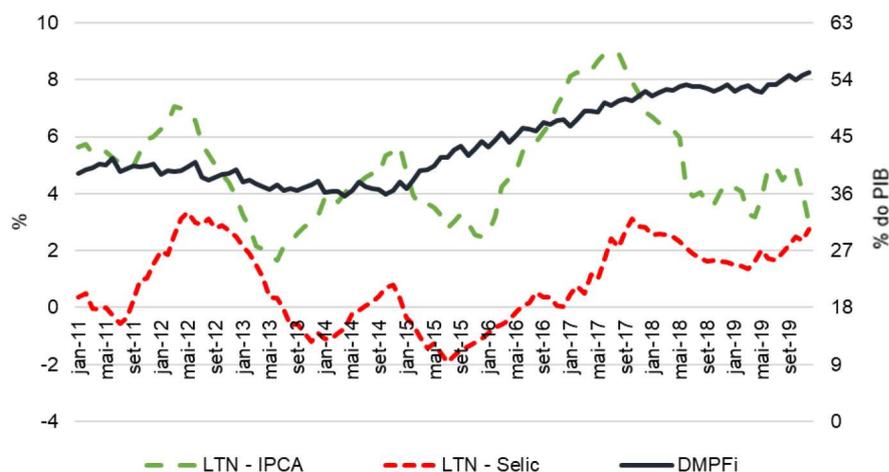
<sup>38</sup> Para chegar no custo médio adicional foi subtraído do custo médio para emissão de LTN o valor do IPCA acumulado de 12 meses e a Selic meta para o mesmo período de emissão dos títulos LTN.

<sup>39</sup> Foi escolhido um tipo de título prefixado para esse cálculo porque ele não é atrelado a nenhum indexador, como o IPCA ou a Selic, e de alguma forma para o investidor optar pela compra desse título ele deve acreditar que a sua rentabilidade no vencimento será maior do que o valor desses dois indexadores. Por isso, faz sentido existir um “valor adicional” com relação a esses indexadores. Existem dois tipos de títulos prefixados: LTN (com o pagamento do valor investido mais rentabilidade no vencimento) e NTN-F (com o pagamento do investido no vencimento mais juros semestrais). Optou-se por utilizar LTN nas comparações porque é o título prefixado com maior volume ofertado pelo Tesouro Nacional.

Para títulos públicos de prazos longos, há muito mais incerteza sobre as futuras mudanças na taxa básica, e em geral os investidores também requerem um pequeno prêmio adicional pelo risco de perda de capital se estiverem errados (especialmente quando a taxa nominal está muito baixa – próxima de zero, por exemplo). Isso torna o nível e a trajetória da taxa de juros da dívida pública mais longa menos colados na taxa básica de juros corrente, mas, mesmo assim, ao longo do tempo a concorrência e as oportunidades de arbitragem fazem com que a tendência da taxa de juros de longo prazo da dívida pública siga necessariamente a tendência da taxa básica de curto prazo.

Nesse caso, o custo para emissão de títulos prefixados e o “prêmio de risco” não possui relação com o tamanho da dívida, mas sim com a taxa Selic, uma vez que o custo para emissão de LTN segue a tendência da taxa de juros de curto prazo e as expectativas com relação as suas flutuações futuras. Essa relação fica explícita no GRÁFICO 11.

GRÁFICO 10 – EVOLUÇÃO DA DPMFi, CUSTO MÉDIO ADICIONAL PARA EMISSÃO DE TÍTULOS PREFIXADOS SOBRE O IPCA E A SELIC

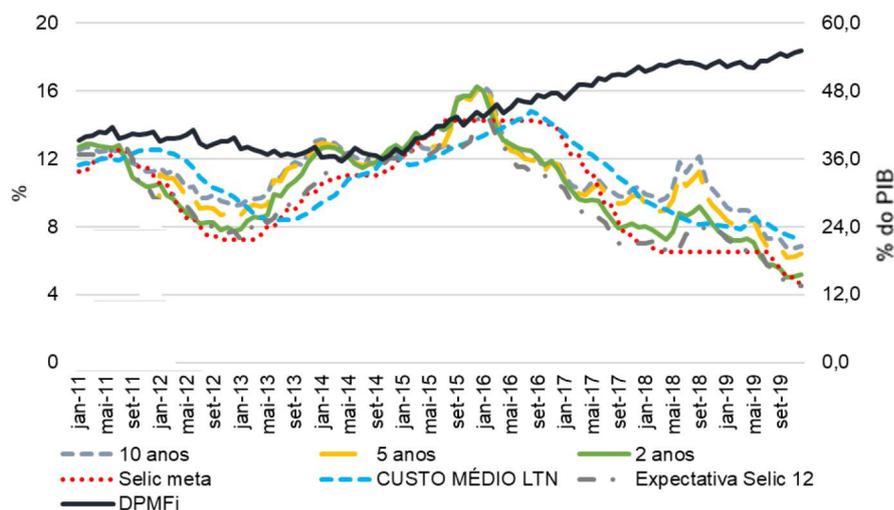


Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional, Banco Central e IBGE

No gráfico 11 são apresentadas as médias mensais das curvas de juros futuros para títulos de 10, 5 e 2 anos, junto com a Selic meta, expectativa para Selic em 12 meses e o custo médio para emissão de LTN (todas as taxas no eixo da esquerda) e a evolução da DPMFi (eixo da direita). Graficamente pode-se constatar que todas as taxas de juros e o custo médio para emissão de LTN possuem grande

relação com a Selic meta e com a expectativa da Selic para 12 meses e não com o tamanho da dívida pública. Dessa maneira, assim como defendem Serrano & Pimentel (2017) para LTN com prazos de até um ano, para o período analisado, existe uma relação muito mais forte entre as taxas de juros de longo prazo (de 2, 5 e 10 anos) e o custo para emissão de LTN com a Selic e a expectativa da Selic para 12 meses do que qualquer variável fiscal relacionada ao déficit público ou tamanho da dívida pública, e na verdade é a Selic que acaba afetando essas variáveis e não o contrário. Essa afirmação pode ser constatada na TABELA 5, que exibe os coeficientes de correlação para as médias mensais das taxas longas e o custo médio para emissão de LTN com a Selic meta, expectativa para Selic em 12 meses e com a DPMFi para o período de 2011 até 2019 e de 2014 até 2019. Todos os resultados para correlação entre as taxas longas/LTN e a dívida foram negativos, ou seja, as taxas e custo para emissão de LTN tenderam a diminuir enquanto a dívida aumentou e vice-versa. Entre as correlações negativas, o período de 2014 até 2019 para a taxa de 2 anos se destacou com maior correlação negativa, de - 0,79.

GRÁFICO 11 – EVOLUÇÃO MENSAL DA DPMFi, SELIC META, EXPECTATIVA PARA SELIC EM 12 MESES, CUSTO MÉDIO PARA EMISSÃO DE LTN E MÉDIA DAS TAXAS DE JUROS DE 2, 5 E 10 ANOS PARA RENDIMENTO DE TÍTULOS BRASILEIROS (BONDS)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional, Banco Central e Investing

Por outro lado, os coeficientes de correlação entre as taxas longas e o custo para emissão de LTN com a Selic meta e a expectativa para Selic em 12 meses foram todos positivos e fortes, com destaque para a correlação entre as taxas de 2 anos para ambos os períodos calculados com a expectativa para a Selic em 12 meses de 2014 até 2019, que foi de 0,97 e para o custo de emissão de LTN e a Selic meta no período de 2014 até 2019, que foi de 0,94. É interessante observar que as taxas longas que são reflexo das expectativas dos agentes tem uma correlação maior com a expectativa para Selic em 12 meses do que com a Selic meta, porém o custo médio para a emissão de LTN (que teve o prazo médio por volta de 2 a 3 anos para os períodos analisados) possui uma correlação maior com a Selic meta. É necessário fazer mais estudos, entretanto isso pode ser uma evidência de como o presente tem um peso maior do que o futuro na hora de precificar os títulos públicos.

Conforme demonstrado, as taxas longas seguem de perto a taxa Selic meta e a expectativa para Selic em 12 meses, principalmente a taxa de 2 anos, porém existem pelo menos três períodos (anos) em que as taxas descolaram consideravelmente da Selic meta: 2014, 2016 e 2018. Para demonstrar um pouco da dimensão desses descolamentos, os coeficientes de correlação entre a Selic meta e a taxa longa de 2 anos foi de 0,05 em 2014, 0,56 em 2016 e -0,19 em 2018. Coincidentemente, nesses anos houve considerável instabilidade política. Em 2014 e 2018 foram anos de eleição presidencial, e 2016 foi o ano em que ocorreu o processo de impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff. Portanto, é possível concluir que as taxas de longo prazo seguem em linha com a Selic, porém, em situações de instabilidade política podem haver descolamentos entre as taxas. Passado o período de instabilidade, as taxas tendem a seguir a mesma trajetória.

TABELA 5 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO DA SELIC META, EXPECTATIVA PARA A SELIC EM 12 MESES E DPMFI COM AS TAXAS LONGAS E CUSTO PARA EMISSÃO DE LTN

Taxas longas/LTN	Período completo (jan/2011 até dez/2019)			De jan/2014 até dez/2019		
	Selic meta	Selic 12	DPMFI	Selic meta	Selic 12	DPMFI
<b>2 anos</b>	0,91	0,96	-0,55	0,91	0,97	-0,79
<b>5 anos</b>	0,85	0,93	-0,48	0,84	0,93	-0,72
<b>10 anos</b>	0,81	0,90	-0,47	0,80	0,90	-0,68
<b>LTN</b>	0,89	0,73	-0,28	0,94	0,77	-0,51

FONTE: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional, Banco Central e Investing

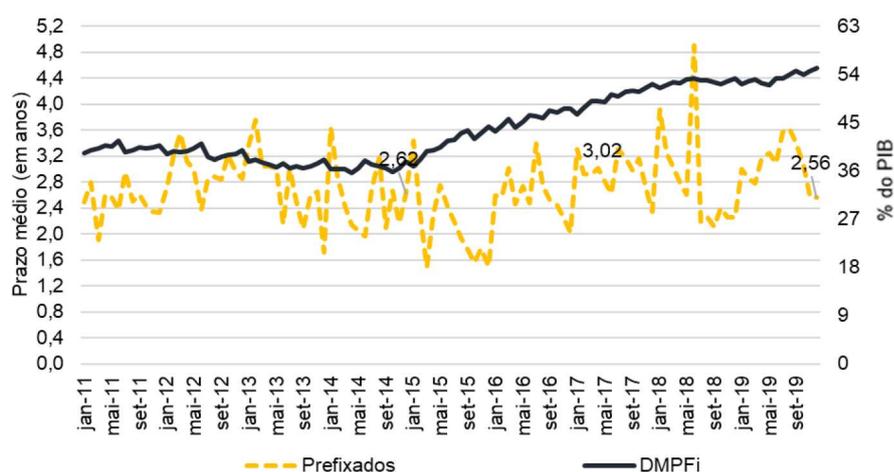
O ponto mais importante a ser destacado aqui é que todos esses dados contrariam o que defende a TMC, demonstrando que as taxas de juros (seja a taxa Selic ou o prêmio de risco na compra de títulos públicos) não variam de acordo com o tamanho da dívida pública, sendo que a Selic é o principal instrumento de política monetária, definida exogenamente, e um importante instrumento para definir o custo de financiamento do setor público e as taxas de juros que incidem sobre os títulos prefixados. Portanto, o mercado brasileiro não teve poder para exigir uma taxa de juros maior para a compra de novos títulos públicos por causa do aumento da dívida durante o período analisado, entretanto, conforme Dalto et al (2020, p. 92) "Nada impede que o governo decida elevar a taxa de juros devido à influência de alguns setores da sociedade". Além disso, de acordo com Pivetti (1991 apud Serrano & Pimentel, 2017, p. 19),

É importante ressaltar que o fato de o Banco Central controlar a taxa básica de juros e ter essa forte influência também sobre a taxa de juros de longo prazo dos títulos públicos não significa de forma alguma que a autoridade monetária possa fixar os juros arbitrariamente. Mudanças na taxa de juros podem ter variados efeitos, às vezes contraditórios sobre os objetivos do governo, sobre a distribuição de renda, o nível de atividade, a dívida pública e, em particular, sobre a taxa de câmbio e a conta de capitais da balança de pagamentos. Isso significa que o Banco Central não decide sua política de taxas de juros num vácuo, e sim de acordo com suas prioridades e restrições de política econômica.

Conforme demonstrado, as taxas de juros não acompanharam a evolução da DPMFi, porém, no caso do prêmio de risco dos títulos prefixados (LTN) sobre a Selic e o IPCA, poderia ser que a ausência de correlação estivesse relacionada a variação do prazo médio dos novos títulos emitidos. Isso porque quanto maior o prazo de um título prefixado, maior o risco de o comprador estar errado quanto a rentabilidade que esse título lhe garantirá no futuro sobre o indexador de referência - mais coisas podem acontecer em 2 anos do que em 6 meses – a incerteza sobre a taxa Selic é maior no primeiro caso, por exemplo. No entanto, como demonstrado no GRÁFICO 12, isso não aconteceu para os títulos prefixados. O prazo médio para o estoque da dívida prefixada possui oscilações, porém praticamente não varia do final de 2014 até o final de 2019 (período em que a dívida aumentou), inclusive entre 2014 e 2017, mesmo com o aumento da dívida o estoque com rentabilidade prefixada aumentou em 0,4 anos o seu prazo médio (de 2,62 anos em média em

2014 para 3,02 anos em média em 2017), que depois acaba voltando para a média de 2,56 anos no final de 2019. Os coeficientes de correlação entre as duas variáveis chegam a ser positivos (quanto maior a dívida maior o prazo médio do estoque de títulos prefixados) para o período de 2011 até 2019 (0,25) e de 2014 até 2019 (0,34), porém não são correlações fortes. De qualquer forma, as variações dos prazos médios dos títulos prefixados emitidos não tiveram alguma relação forte com o custo médio para novas emissões de LTN ou NTF-F que apresentaram correlação de -0,28 para o período de 2014 até 2019 nos dois casos.

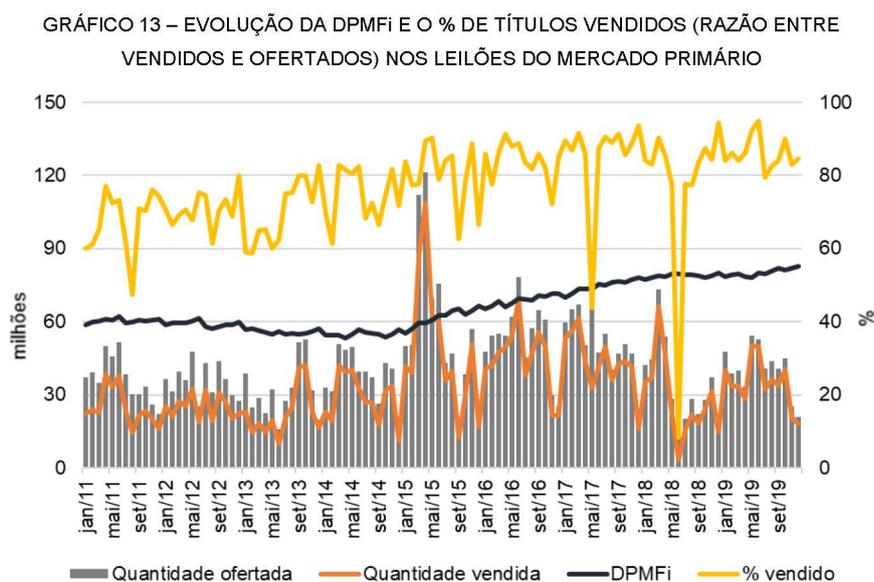
GRÁFICO 12 – EVOLUÇÃO DA DPMFi E PRAZO MÉDIO DE NOVAS EMISSÕES DA DÍVIDA PREFIXADA



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional e Banco Central

Por último, é importante verificar se a queda da remuneração dos títulos diante do aumento da dívida pública (pelo menos desde 2016) não interferiu na aceitabilidade de novos títulos ofertados no mercado primário. Como forma de demonstrar isso, foi analisado a quantidade de títulos vendidos versus os títulos ofertados pelo Tesouro. O GRÁFICO 13 e a tabela 6 corroboram para a conclusão da MMT, de que o mercado não tem poder de barganha para exigir taxas de juros maiores quando a dívida pública é maior já que mesmo com a queda da remuneração dos títulos diante do aumento da dívida – conforme apresentado anteriormente – o Tesouro não apresentou dificuldades para vender seus títulos no

mercado primário. De acordo com a tabela 6, em todos os anos em que a DPMFi aumentou (de 2014 até 2019) o percentual de títulos vendidos pelo Tesouro foi maior do que os anos em que DPMFi estava caindo (2011 até 2013).



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional

Apesar da tendência de aumento do percentual de títulos vendidos, conforme o gráfico 13, houveram dois picos em que o percentual foi bem abaixo da média (eixo da direita): em mai/2017 (43,91%) e em jun/2018 (8,29%), ambos períodos de instabilidade política. Em mai/2017 ocorreu o episódio conhecido como Joesley Day, em que foram vazadas conversas entre o empresário Joesley Batista e o até então presidente Michel Temer, que provocou uma grande crise política que refletiu nos mercados financeiros, com queda expressiva da bolsa de valores brasileira (Ibovespa) e aumento do dólar<sup>40</sup>. Já em jun/2018, ano de eleições presidenciais, que por si só aumentam a instabilidade política, aconteceu parte da

<sup>40</sup>

<<https://www.suno.com.br/artigos/joesley-day/#:~:text=Ocorrido%20no%20dia%2017%20de,reforma%20da%20previd%C3%Aancia%20naquele%20momento.>> Acesso em: 04 abr. 2021.

greve dos caminhoneiros oriunda do aumento do preço dos combustíveis dada a nova regra de reajuste dos preços de acordo com a variação do dólar em relação ao real e do preço internacional do barril do petróleo (desde jul/2017)<sup>41</sup>.

TABELA 6 – % DE TÍTULOS VENDIDOS POR ANO

Anos	Quantidade ofertada (milhões)	Quantidade vendida (milhões)	% vendido
2011	282,1	228,4	80,9
2012	298,5	247,6	83,0
2013	259,1	199,8	77,1
2014	330,5	274,4	83,0
2015	525,2	457,7	87,1
2016	471,9	426,3	90,3
2017	455,8	402,7	88,4
2018	309,9	267,2	86,2
2019	353,0	321,1	91,0

FONTE: Elaboração própria com base nos dados do Tesouro Nacional

Como demonstrado no gráfico 13, períodos de instabilidade política tendem a elevar as taxas longas de juros futuros e assim, conseqüentemente, o mercado pode querer exigir uma taxa de remuneração maior do que o Tesouro está disposto a vender seus títulos no mercado primário, porém, o Tesouro pode recusar as ofertas para esperar as taxas ofertadas diminuïrem. Pelo menos duas coisas dão ao Tesouro esse poder de barganha sobre o mercado: o saldo da CUT<sup>42</sup> e a carteira de títulos do Banco Central<sup>43</sup>, que, se necessário, pode atuar no mercado secundário para reduzir a quantidade de reservas bancárias via operações compromissadas, por exemplo (SERRANO & PIMENTEL, 2017; JORGE & BASTOS, 2019).

Sendo assim, de acordo com os dados apresentados, o aumento da DPMFi entre 2014 e 2019 não criou uma pressão sobre as taxas de juros (Selic e prêmio de risco sobre os títulos prefixados) e, na verdade, o custo para novas emissões de

<sup>41</sup> <[https://brasil.elpais.com/brasil/2018/06/01/politica/1527879582\\_410348.html](https://brasil.elpais.com/brasil/2018/06/01/politica/1527879582_410348.html)> Acesso em: 04 abr. 2021.

<sup>42</sup> A título de exemplo, em 2018 o saldo da CUT era de 1,274 trilhões – aproximadamente 20% do PIB, sendo que mais de 600 bilhões estavam na subconta da dívida pública, considera a “[...] reserva de caixa exclusiva para honrar dívida [...]” (TESOURO NACIONAL, 2019, p. 22). Sem contar as transferências do BCB para o Tesouro devido a equalização cambial, que também podem ser utilizadas para honrar a dívida pública.

<sup>43</sup> A título de exemplo, em 2018 a carteira de títulos do BCB para operacionalização da política monetária era composta por um pouco mais de R\$ 1,8 trilhões (TESOURO NACIONAL, 2019).

LTN e as taxas de juros longa acompanharam tanto Selic meta quanto a expectativa futura em relação a ela, que chegou na sua mínima histórica no final de 2019. Mesmo com a queda das taxas de remuneração para novas emissões de LTN e o aumento da dívida pública, o Tesouro não encontrou problemas para vender sua dívida no mercado primário, pelo contrário, a quantidade de títulos vendidos versus os títulos ofertados aumentou entre 2014 e 2019. E, por fim, os dados demonstram uma sintonia fina entre o Tesouro e o Banco Central, com o BC atuando de forma passiva no mercado secundário para perseguir a taxa Selic definida pelo COPOM a depender do impacto dos resultados do Tesouro na base monetária.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A finalidade deste trabalho foi verificar se quatro conclusões da teoria convencional, e que a MMT discorda, a partir do déficit fiscal eram aplicáveis aos dados brasileiros, principalmente entre os anos de 2014 e 2019. Para isso, antes da análise dos dados foi apresentado o que defende a MMT, trazendo os contrapontos da teoria convencional, e quais são os fundamentos que sustentam essa defesa, com foco no impacto do déficit fiscal na poupança privada, taxa de inflação e taxa de juros de curto prazo e de rentabilidade dos títulos públicos.

Antes da análise dos dados foi destacado como a política econômico-institucional brasileira está alinhada ao que defende a TMC, o que dificulta qualquer aplicação de política pública com base nos conceitos da MMT. O sistema de metas para inflação, Lei de responsabilidade fiscal e a Emenda constitucional 95, são exemplos das restrições autoimpostas pelo estado que reforçam o arcabouço teórico que defende a teoria convencional.

De forma geral, a análise dos dados para o período proposto corrobora para o que a MMT alega a partir dos déficits fiscais. Com base na Conta Financeira, presente na tabela de Contas Econômicas Integradas, do Sistema de Contas Nacionais do Brasil foi possível demonstrar como qualquer gasto do governo é renda do setor privado e assim o déficit fiscal pressiona para o aumento da poupança do setor privado e não para sua redução. Da mesma forma em que o déficit do governo em última análise se torna, pelo menos em partes, dívida pública federal que é uma espécie de poupança do setor privado.

Referente a inflação, os dados demonstram que não existiu correlação entre os gastos do governo e variação de agregados monetários selecionados (M1 e base monetária) com o IPCA, desmistificando a ideia de que existe relação entre essas variáveis. Além disso, a alta inflação observada no ano de 2015 foi puxada, principalmente pela alta dos preços administrados que possuem um grande efeito de encadeamento na economia, e pelo repasse cambial, impactando nos demais preços. Dessa forma, como a inflação não era de demanda, nesse período de crise - pela lógica da MMT - era necessário que o governo aumentasse os seus gastos como forma de manter investimento e consumo estáveis, ao contrário do esforço para reduzir os gastos que foi realizado na prática durante o período.

Por último, o aumento da dívida pública ocasionado, em partes, pelo início dos déficits primários do governo central a partir de 2014 não pressionou para a elevação das taxas de juros de curto prazo e de rentabilidade dos títulos públicos. De acordo com a MMT isso aconteceu por pelo menos dois motivos. O primeiro é porque a dívida interna brasileira está valorada na moeda que o governo emite e cobra impostos - não existe risco de default da dívida pública - e assim o mercado não consegue exigir uma taxa de rentabilidade maior dos títulos públicos no mercado primário pelo risco de inadimplência do governo associado ao tamanho da dívida. A partir dos dados, foi verificado que na verdade as taxas de rentabilidade dos títulos públicos prefixados seguem de perto a taxa Selic meta, mas sofreram oscilações pontuais devido a períodos de instabilidade política. Além disso, mesmo com períodos de queda da rentabilidade dos títulos e aumento da dívida, o Tesouro conseguiu ter uma taxa maior de venda de seus títulos do que em anos em que a dívida era menor e possuía taxas de rentabilidade maior.

O segundo motivo é que quando há excesso de reservas no sistema financeiro, criado por um déficit ou por outro condicionante da base monetária, na verdade a taxa overnight é pressionada para zero. Nos casos em que o Tesouro pressiona para criar um excesso ou falta de reservas bancárias para o sistema, o BC atua no mercado secundário para fazer frente a demanda de portfólio dos bancos, comprando ou vendendo títulos públicos para garantir que a taxa over fique próxima da Selic meta.

Portanto, por essas análises fica claro que não era necessário o governo se esforçar para equilibrar as contas através de políticas recessivas e assim evitar o crescimento da dívida pública em relação ao PIB. Esse esforço realizado desde 2015 além de não conseguir atingir o objetivo de conter o crescimento da dívida, aprofundou a crise econômica tirando o emprego de mais de 5 milhões de pessoas de 2015 até 2019.

#### 4.1 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

A análise dos dados realizada para este trabalho utilizou questões conceituais - como a contabilidade macroeconômica para explicar que o gasto do governo gera renda para o setor privado - contexto econômico-institucional, gráficos e tabelas que demonstram a conjuntura macroeconômica e correlações entre

variáveis selecionadas a partir dos déficits fiscais. Porém, é interessante que em próximos trabalhos os dados sejam trabalhados de forma mais estatística, procurando correlações causais entre as variáveis aqui estudadas.

## REFERÊNCIAS

- BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Relações entre o banco central do Brasil e o Tesouro Nacional**. [s.n.], 2019. 28 p.
- DALTO, F. A. S. et al. **Teoria Monetária Moderna – MMT: a chave para uma economia a serviço das pessoas**. Fortaleza: Nova Civilização, 2020.
- DALTO, F. A. S.; FANINI, V.; SCHLITTLER J. H. **Juros e dívida pública no Brasil: mitos e verdades**. 1. ed. Rio de Janeiro: FISENGE, 2019.
- FISCHER, S.; EASTERLY, W. The economics of the government budget constraint. **The World Bank Research Observer**, [s.n.], v. 5, n. 2, p. 127-142, jul. 1990.
- GIAMBIAGI, F.; TINOCO, G. **O teto do gasto público: mudar para preservar**. In: TEXTOS PARA DISCUSSÃO 144 BNDES, 2019, [s.n.].
- GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. 4. ed. rev. e atualizada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- GRAEBER, D. **Dívida: os primeiros 5.000 anos**. São Paulo: Três estrelas, 2016.
- GOOGLE Trends. Disponível em: <https://trends.google.com.br/trends/explore?date=2020-01-01%202020-12-31&geo=BR&q=gastos%20do%20governo>. Acesso em: 22 out. 2020.
- LERNER, A. P. Functional Finance And The Federal Debt. **The Johns Hopkins University Press**, [s.n.], v. 10, n. 1, p. 38-51, fev. 1943.
- MODENESI, A. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. 1. ed. São Paulo: Manole, 2005.
- MOSLER, W. **Seven Deadly Innocent Frauds of Economic Policy**. [s.n.]: Valance Co Inc, 2010.
- NASSIF, A. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. **Revista de Economia Política**, [s.n.], v. 35, n. 3, p. 426-443, jul./set. 2015.
- RESENDE, A. L. Consenso e Contrassenso: déficit, dívida e previdência. **Valor econômico**, São Paulo, 08 mar. 2019.
- RESENDE, A. L. **Consenso e contrassenso por uma economia não dogmática**. 1ª edição. São Paulo: Portfólio, 2020.
- REZENDE, F. C. A sintonia fina entre o Tesouro e Banco Central. **Valor econômico**, [s.n.], 13 abr. 2016.
- SERRANO, F.; PIMENTEL, K. Será que "acabou o dinheiro?" Financiamento do gasto público e taxa de juros num país de moeda soberana. **Revista de Economia Contemporânea**, [s.n.], v. 21, n. 2, p. 1-29, mar. 2017.
- JORGE, C. T.; BASTOS, C. P. M. **Analysis of Brazilian National Treasury Primary Auctions in the 2000s: an MMT interpretation**. In: Textos para discussão 14 Instituto de economia UFRJ, 2019, Rio de Janeiro.
- WRAY, L. R. **Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços**. Rio de Janeiro: Editora UFRJ / Contraponto editora, 2003.
- WRAY, L. R. **Modern money theory: A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems**. 2. ed. EUA: Palgrave Macmillan, 2015.

## BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- CORREIA, F. M.; MEURER, R. Política Fiscal, Sustentabilidade da Dívida Pública e Liquidez dos Títulos: Uma Análise para o Brasil. **Est. Econ.**, São Paulo, v. 38, n. 3, p. 639-667, jul./set. 2008.
- FRIEDMAN, M. A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability. **American**

**Economic Review**, [s.n.], n. 38, p. 245-264, jun. 1948.

FRIEDMAN, M. O Papel da Política Monetária. **American Economic Review**, [s.n.], p. 1-17, mar. 1968.

LERNER, A. P. Money as a Creature of the State. **The American Economic Review**, [s.n.], v. 37, n. 2, p. 312-317, mai. 1947.

LERNER, A. P. The Burden of Debt. **The Review of Economics and Statistics**, [s.n.], v. 43, n. 2, p. 139-141, mai. 1961.

REZENDE, F. C. The Nature of Government Finance in Brazil. **International Journal of Political Economy**, [s.n.], v. 38, n. 1, p. 81-104, 2009.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, 5:1-17, 1981.

SILVA, A. C. M.; SANTOS, C. H. M. Um estudo da riqueza financeira do Brasil a partir da matriz de patrimônio financeiro do IBGE. **Revista de Economia Contemporânea**. [s.n.], v. 20, n. 2, p. 250-280, ago. 2016.

