



Uma visão Keynesiana sobre a Teoria Monetária Moderna e a dívida Pública

José Luis Oreiro

Professor Associado do Departamento de Economia da Universidade de Brasília

Pesquisador Nível IB do CNPq

Líder do Grupo de Pesquisa Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento (www.sdmrg.com.br).

Apresentação preparada para Audiência Pública do Centro de Estudos e Debates Estratégicos da Câmara dos Deputados sobre a temática “A Teoria Monetária Moderna e a Dívida Pública” no dia 18/11/2021

L. Randall Wray

Teoría Monetaria Moderna

Manual de macroeconomía sobre los sistemas monetarios soberanos



lo/a
books

FABIANO R. S. DALTO • ERZO M. GERSONI • JULIA A. KZZIMOLLO
DAVID DECCACHE • DANIEL M. CONCEIÇÃO

TEORIA MONETÁRIA MODERNA

A chave para uma economia
a serviço das pessoas

PRELÍCIO DE RANDALL WRAY E FLÁVIA DAMAS

Epigrafe

- *“As regards narrative, MMT’s printing press economics has provided a simple counter to neoliberalism’s claim that government has no financial space because it is akin to a private household. MMT’s identification of the financial space provided by the power to create money exposes the falsity of the household analogy. Unfortunately, MMT exaggerates and stretches things. That should be no surprise: sometimes a little nonsense is needed to beat nonsense. Political success requires message simplification, and simplification involves cutting details. Thus, the ability to create money is transformed into the notion of government being financially unconstrained and not needing taxes or bonds to finance spending” (Thomas Palley, 2020, p. 490)*



Resumo dos Argumentos

- A Teoria Monetária Moderna apresenta um conjunto de ideias boas e novas. O problema é que as boas não são novas, e as novas não são boas.
- Não é verdade que o governo que emite dívida soberana denominada na sua própria moeda não possua restrição financeira; mas isso não implica que
 - (i) déficits fiscais não devam ser usados como instrumento de política anti-cíclica;
 - (ii) uma política de expansão dos gastos de investimento do governo, notadamente em períodos de grande ociosidade da capacidade produtiva, levem obrigatoriamente a um aumento da dívida pública.
- Uma expansão fiscal baseada no aumento do investimento público pode ser autofinanciável sob certas condições.
- A dívida pública (Bruta e Líquida) do Brasil não é tão alta como parece devido a problemas metodológicos no cálculo da mesma. Além disso, não existe nenhum número mágico para a relação dívida pública/PIB a partir do qual a mesma se torna insustentável.

O Que é a Teoria Monetária Moderna?

- A proposição fundamental da Teoria Monetária Moderna ou *Modern Money Theory (MMT)* é que um governo que possui dívida soberana denominada na sua própria moeda, num contexto de um regime de câmbio flutuante e sem endividamento externo, não possui restrição financeira para a realização dos seus gastos e, portanto, não precisa de impostos para financiar os mesmos.
 - Isso porque o governo pode sempre “imprimir moeda” para pagar pelos seus gastos, independente da natureza dos mesmos (consumo, custeio, investimento ou transferências)
 - Segundo um dos grandes expoentes dessa escola de pensamento “o importante a se observar é que o Tesouro gasta e sem precisar de receitas prévias advindas dos impostos ou da venda de títulos de dívida (...) a implicação é que os pagamentos de impostos não são necessários para ‘financiar’ o gasto do governo mas para criar a demanda por moeda e impactar as reservas bancárias (Wray, 1998, p.78)

Recomendações de Política Econômica da MMT

- Os adeptos da MMT recomendam que o governo deve aumentar seus gastos até o ponto em que a economia alcance o pleno-emprego e todos os trabalhadores que desejem trabalhar ao salário de mercado estejam empregados.
- Uma vez que a economia tenha atingido esse ponto, então o governo deverá aumentar os impostos para drenar dinheiro da economia e prevenir pressões inflacionárias.
- Um corolário dessa proposição é que a política monetária e a taxa de juros devem ser descartadas como instrumento de estabilização macroeconômica.
- A taxa de juros básica (no caso brasileiro a Selic) deve ser fixada ao nível de 0% em termos nominais.
- Em suma, a MMT recomenda que o governo deve usar o déficit fiscal no lugar da política monetária com o objetivo de alcançar e manter o pleno-emprego e evitar pressões inflacionárias.
- A única limitação ao tamanho do déficit público é dada pelos recursos reais da economia. Enquanto existir desemprego e capacidade ociosa o déficit público pode ser financiado, de maneira não-inflacionária, tanto pela emissão de dívida pública como pela emissão de moeda.
- O governo não possui restrição financeira ao seu déficit porque pode sempre emitir moeda para pagar suas despesas e/ou rolar a dívida pública.

MMT: Ideias velhas e certas, ideias novas e erradas

- Palley (2015, Review of Political Economy, p.45): A MMT “é uma mistura de ideias velhas e novas, as velhas são corretas e bem compreendidas, ao passo que as novas são substancialmente incorretas”.
- Blinder e Solow (1973) mostraram por intermédio de um modelo IS/LM com consistência entre estoques e fluxos que déficits financiados por emissão de moeda podem mover a economia na direção do pleno-emprego.
 - A emissão de moeda para financiar os déficits cria riqueza financeira, o que aumenta a demanda agregada devido ao efeito riqueza sobre o consumo das famílias, aumentando assim o nível de emprego.

Ideias novas e erradas

- Proposição 1 : O governo precisa gastar para injetar dinheiro na economia
- Proposição 2 : A capacidade do governo de criar moeda implica, sempre e em todo lugar, que o governo não possui restrição financeira e que não existe nenhum tipo de custo em levar a economia para uma situação de pleno-emprego.
- Com relação a proposição 1, deve-se observar que o Banco Central – que tem o monopólio legal de emissão de base monetária– pode introduzir moeda de diversas maneiras na economia, a saber comprando títulos públicos que estejam na carteira dos bancos privados, comprando ativos do setor privado (Quantitative Easing) ou emprestando dinheiro para os bancos comerciais pelas operações de redesconto.
- Além disso, no sistema monetário atual, no qual o Banco Central fixa uma meta para a taxa de juros de curto-prazo, ele é obrigado a ofertar a quantidade de reservas que os bancos comerciais demandarem a taxa de juros fixada.
 - Dessa forma, a moeda estatal pode ser criada simplesmente por intermédio de um aumento da demanda de crédito bancário pelo setor privado, o que aumentará a demanda dos bancos comerciais por base monetária, obrigando o Banco Central a atender a essa demanda adicional de moeda para manter a taxa de juros na meta por ele fixada.
 - Essa operação não implica nenhum tipo de gasto governamental para introduzir moeda na economia.

Ideias novas e erradas

- Com respeito a proposição 2, a natureza estática do arcabouço teórico (contábil) da MMT leva a mesma a desconsiderar os efeitos macroeconômicos dos déficits financiados por emissão de moeda e sobre a capacidade do governo de usar o financiamento dos déficits para atingir seus objetivos de política econômica.
- A capacidade de imprimir moeda e pagar pelos gastos do governo não significa que isso possa ser feito sem nenhum custo.
 - Taxa de câmbio e balanço de pagamentos: países que possuem uma pauta de exportações baseada em commodities e produtos primários tem uma baixa elasticidade preço e renda das exportações e uma alta elasticidade renda das importações.
 - Daqui se segue que o déficit público requerido para proporcionar o pleno-emprego da força de trabalho pode ser maior do que o permitido pelo equilíbrio do Balanço de Pagamentos.
 - A desvalorização cambial, nesse contexto, é ineficaz para proporcionar o equilíbrio externo, dada a baixa elasticidade preço das exportações e importações (rigidez estrutural do balanço de pagamentos), gerando apenas uma aceleração da inflação.

Ideias novas e erradas

- Inflação: a MMT supõe implicitamente que existe uma “barreira inflacionária”, ou seja, que a inflação é zero (ou constante) até um determinado ponto (o “pleno-emprego”), só se acelerando quando esse ponto é atingido.
 - Na prática, a economia é composta por vários setores, e alguns deles alcançam a “barreira inflacionária” muito antes do que os demais. Dessa forma, a inflação começa a se acelerar muito antes do “pleno emprego” ser atingido.
 - Deve-se observar que o governo não tem condições de fixar as suas injeções de demanda setor a setor, mercado a mercado (isso exigiria uma economia centralmente planejada no estilo soviético).
 - Não é fácil atingir o pleno-emprego sem inflação, ou seja, os formuladores de política econômica se confrontam com um dilema inescapável entre inflação e desemprego.

Ideias novas e erradas

- A MMT defende que a taxa nominal de juros seja fixada em 0% em termos nominais, logo a taxa real de juros se tornará cada vez mais negativa a medida que o nível de emprego aumentar em função dos déficits do governo.
- Dinâmica explosiva: a redução da taxa real de juros irá aumentar os gastos de investimento do setor privado, sobreaquecendo a economia e contribuindo para a aceleração mais rápida da inflação.
- Problema do mix entre política fiscal e monetária: Quanto mais expansionista for a política fiscal, mais contracionista terá que ser a política monetária (leia-se taxas de juros mais altas) para evitar uma situação de excesso de demanda agregada.
- Isso significa que os formuladores de política econômica precisam estar preocupados com as condições prevalecentes nos mercados financeiros, o que implica que o governo possui uma restrição financeira, mesmo sendo capaz de imprimir toda a moeda que deseje.

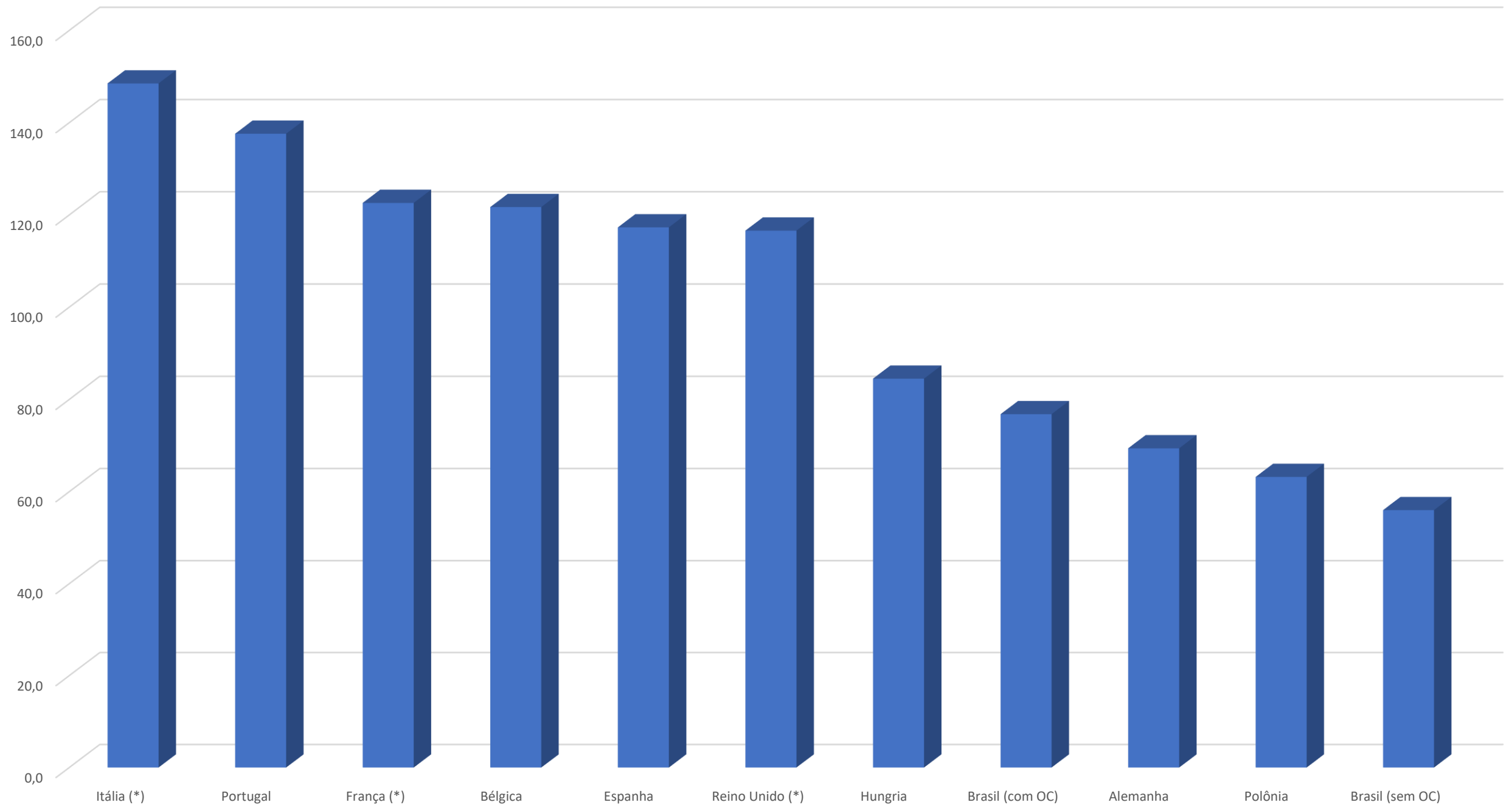
Problemas de Economia Política

- A MMT assume que o governo pode variar de forma rápida e abrupta a alíquota de impostos para conter qualquer problema de excesso de demanda agregada.
- Problema de escolha pública: os políticos tem uma aversão revelada a aumentar impostos e reduzir gastos, logo é politicamente impossível manejar a política fiscal para fazer a “sintonia fina” (mudar a política fiscal de acordo com o estado da economia a cada momento) da economia. Mudanças na política fiscal envolvem debates longos e difíceis na Câmara dos Deputados e no Senado Federal.
- Problema de Desenho Institucional: Em diversos países, Brasil incluso, a autoridade monetária é juridicamente separada da autoridade fiscal, de forma que o Tesouro não pode recorrer diretamente ao Banco Central para financiar o déficit público (isso está vedado pela Constituição do Brasil).
- Problema de Inconsistência entre Metas e Instrumentos: Se a política fiscal estiver restrita, de uma lado, pela necessidade de realizar um volume mínimo de gastos e, por outro, por uma carga tributária máxima que a sociedade está disposta a aceitar; então pode ser impossível alcançar simultaneamente o pleno-emprego e uma inflação estável se a taxa de juros for fixada em zero e o governo não dispor da política monetária como instrumento de política econômica.

Política Fiscal e Dívida Pública: o caso do Brasil

- A recuperação da atividade econômica pós-pandemia exige um aumento do investimento público pois a demanda privada continuará deprimida no período 2021-2022
- Para viabilizar o aumento do investimento público é necessário que o teto de gastos seja eliminado.
- A dívida pública não é, no momento, um entrave ao aumento do investimento público pois:
 - Não existe número “mágico” a partir do qual a dívida pública, quando denominada na moeda que o país emite, se torne insustentável.
 - Além disso, no cálculo da dívida bruta do governo geral se inclui as operações compromissadas do Banco Central o que aumenta de forma artificial o valor da DBGG.
 - Por outro lado, a dinâmica da dívida pública depende da relação entre a taxa real de juros e a taxa de crescimento do produto.
 - Se $g > r$, o país pode operar com déficit primário e ainda assim reduzir a dívida pública como proporção do PIB ao longo do tempo (Domar, 1944).
 - O aumento do investimento público permite um aumento da taxa de crescimento do produto, viabilizando assim uma “consolidação fiscal” por intermédio da aceleração do crescimento (caso da expansão fiscal auto-financiável apresentado no texto de DeLong e Summers, 2012).

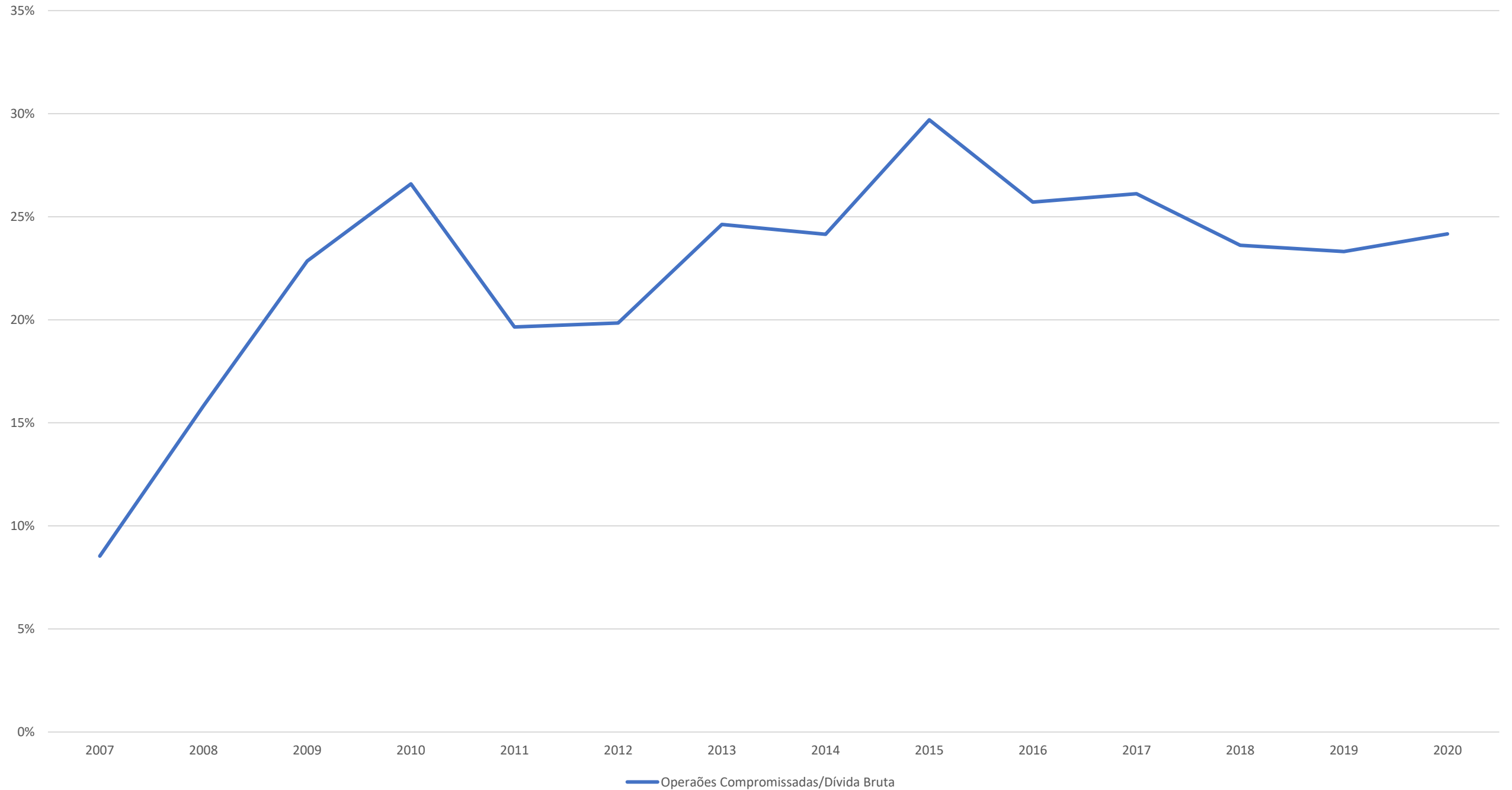
Dívida Bruta do Governo Geral como % do PIB, Países Selecionados (2019)



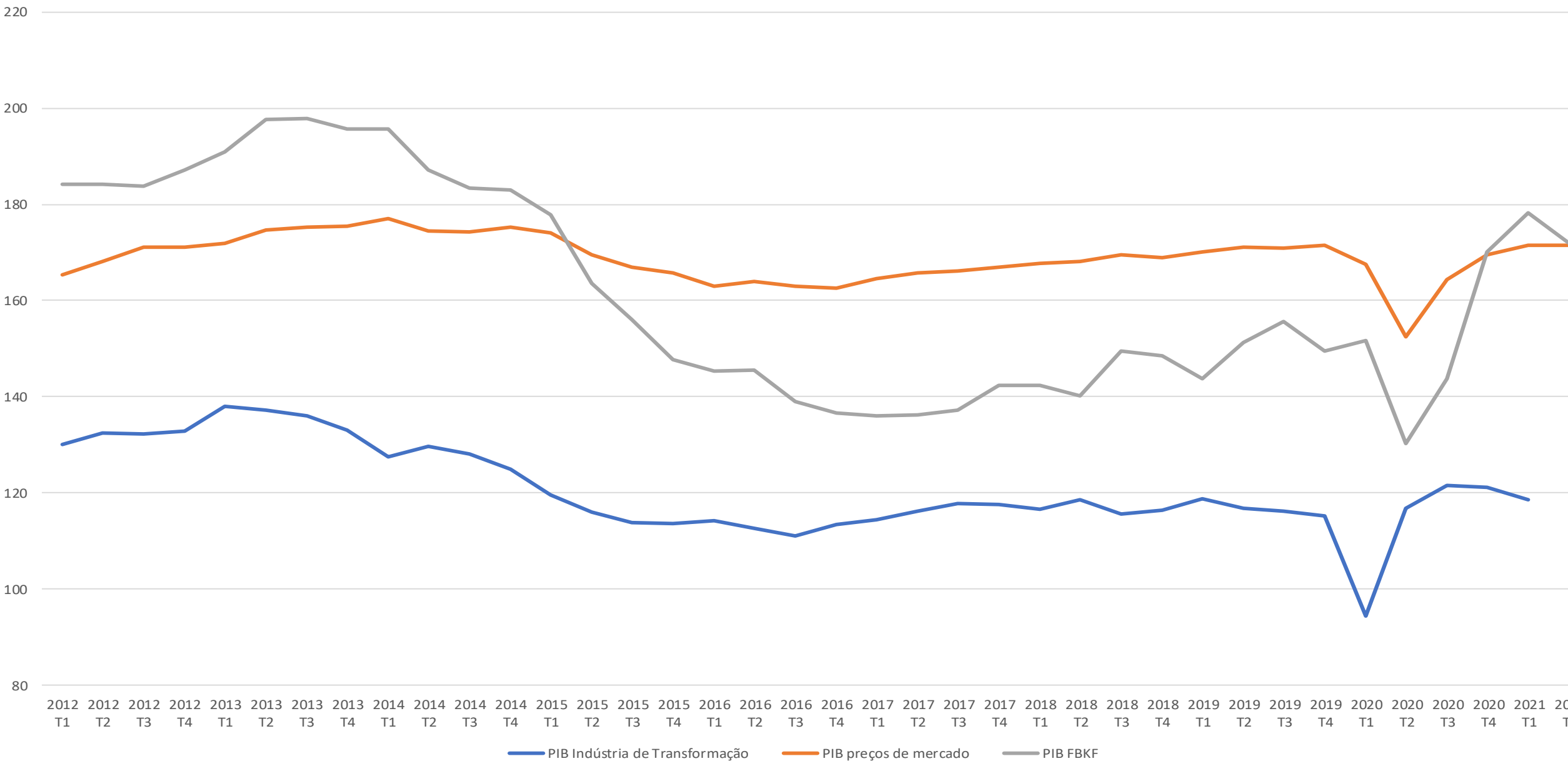
Problemas Metodológicos com o Cálculo da Dívida Bruta Brasileira.

- Parcela substantiva da dívida bruta do governo geral - DBGG é constituída por títulos na carteira do Banco Central, voltados à gestão da liquidez da economia, sem relação direta com a questão fiscal.
- A Lei de Responsabilidade Fiscal proíbe que o Banco Central emita títulos para fazer a gestão da liquidez, de modo que tais títulos são emitidos pelo Tesouro Nacional.
- Quando os bancos centrais emitem títulos, eles não são contabilizados na estatística de DBGG, já que esta não compreende a autoridade monetária.
- Na metodologia do Fundo Monetário Internacional, todos os títulos do Tesouro repassados à autoridade monetária (títulos livres e os que lastreiam operações compromissadas) são computados na DBGG.
- Na estatística oficial do Banco Central, são consideradas apenas as operações compromissadas.
- Portanto, é preciso ter em conta que a DBGG brasileira sequer é diretamente comparável à de outros países
- Solução: Substituir as operações compromissadas pelos depósitos voluntários remunerados no Banco Central do Brasil tal como proposto pelo PL 3877/2020 de autoria do Senador Rogério Carvalho

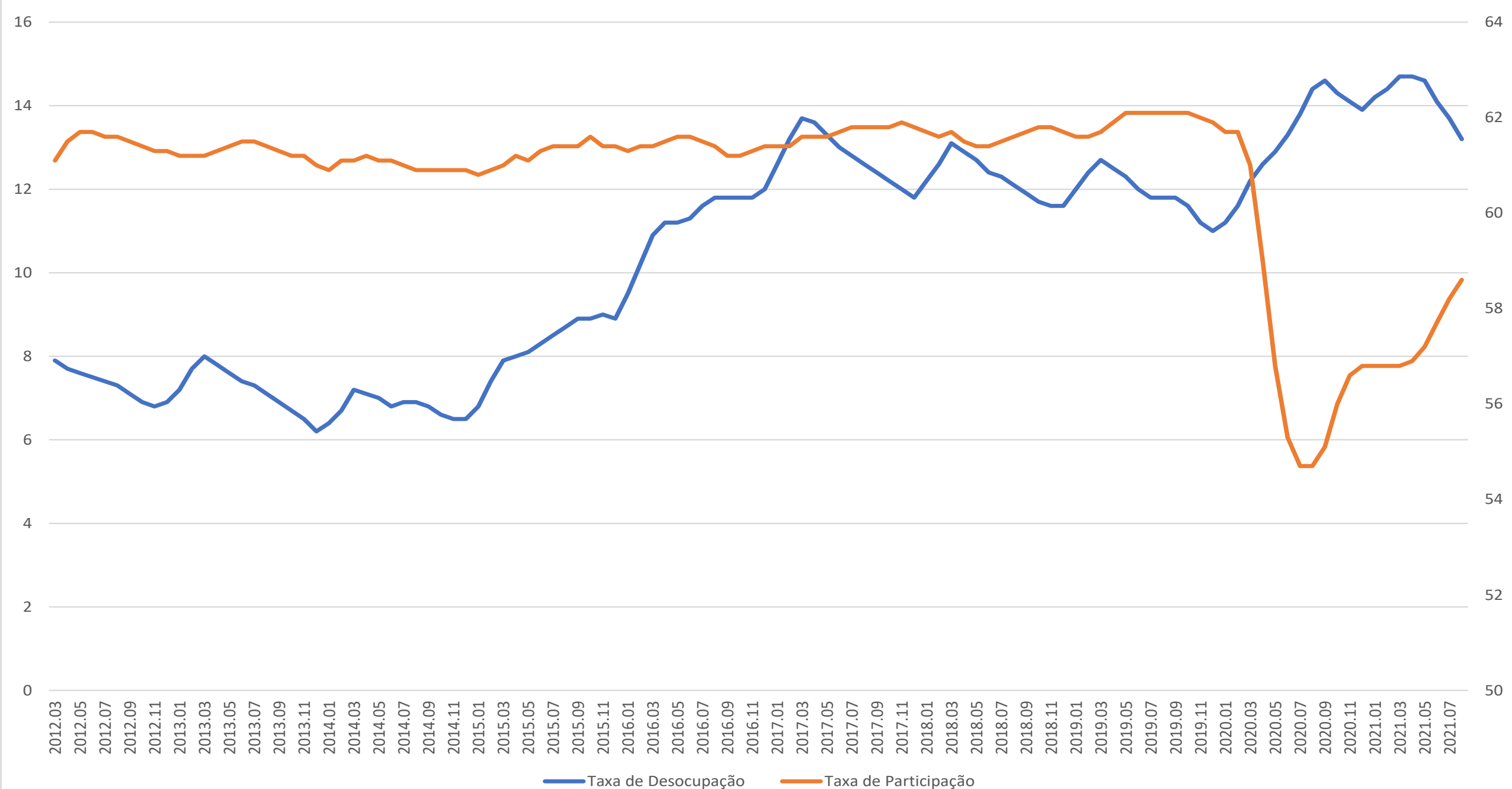
Evolução da Razão entre Operações Compromissadas e Dívida Bruta do Governo Geral (2007-2020)



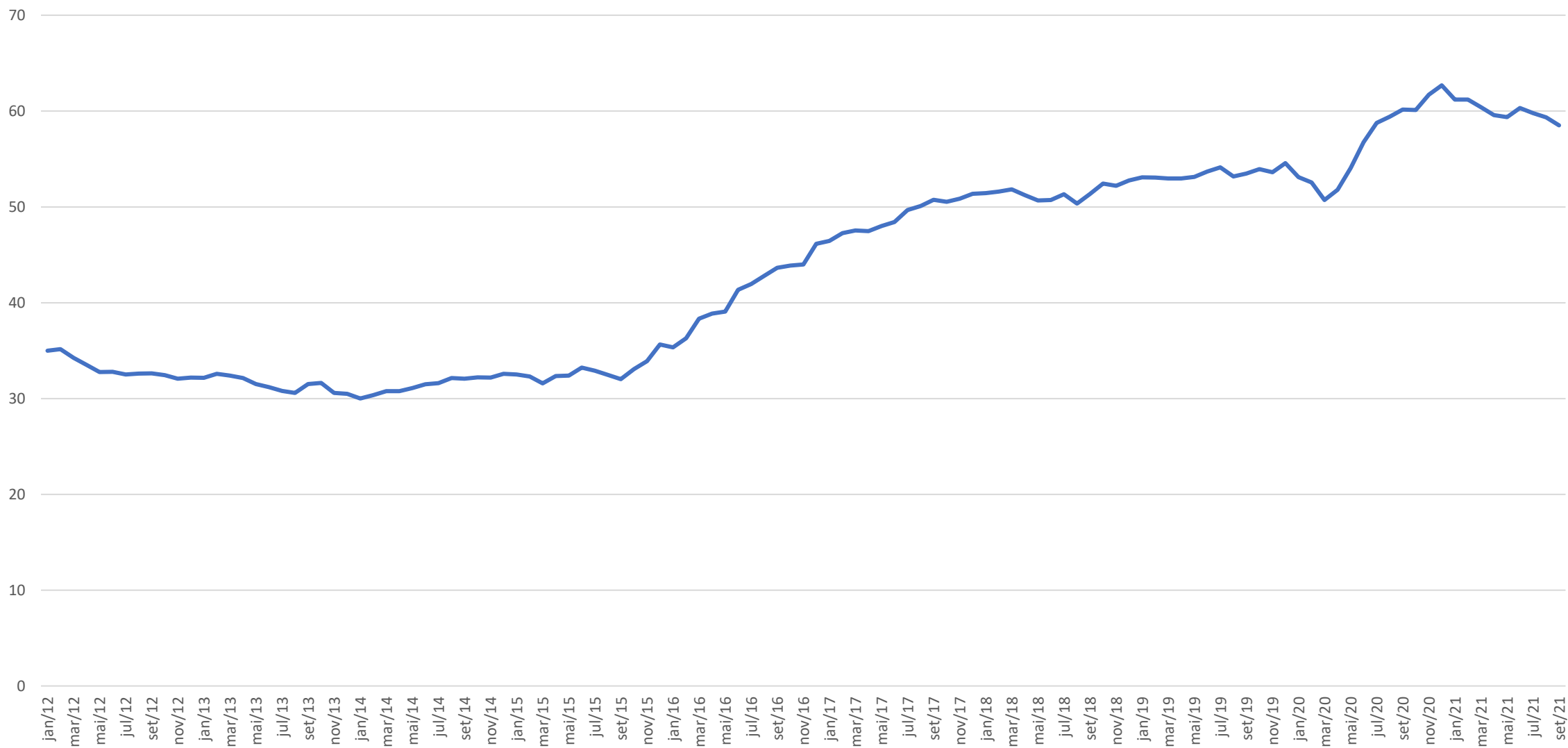
Evolução do PIB da Indústria de Transformação, PIB a preços de Mercado e Formação Bruta de Capital Fixo no Brasil (2012.T1-2021.T2) [1995=100]



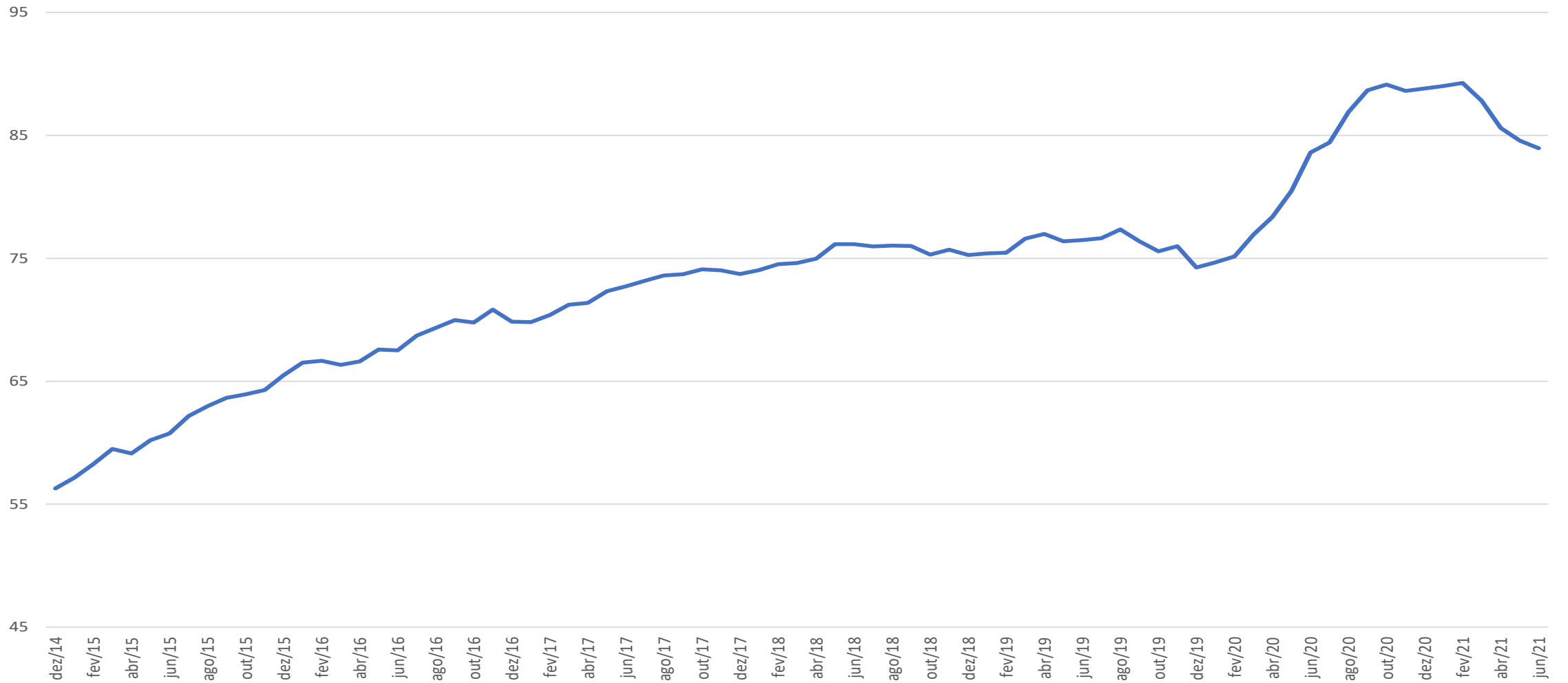
Evolução da Taxa de Desocupação e da Taxa de Participação na Economia Brasileira (2012.01-2021.08)



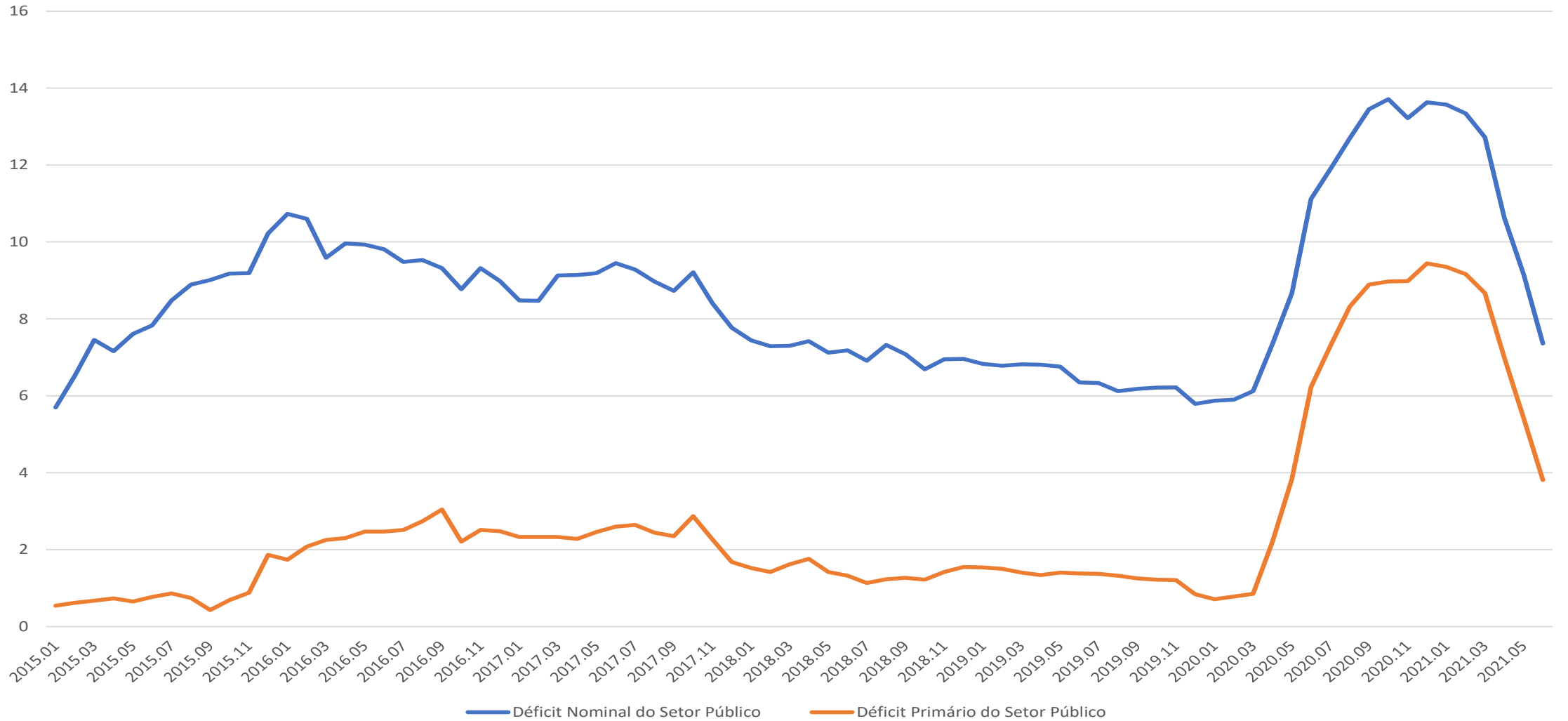
Dívida líquida do setor público (%PIB)



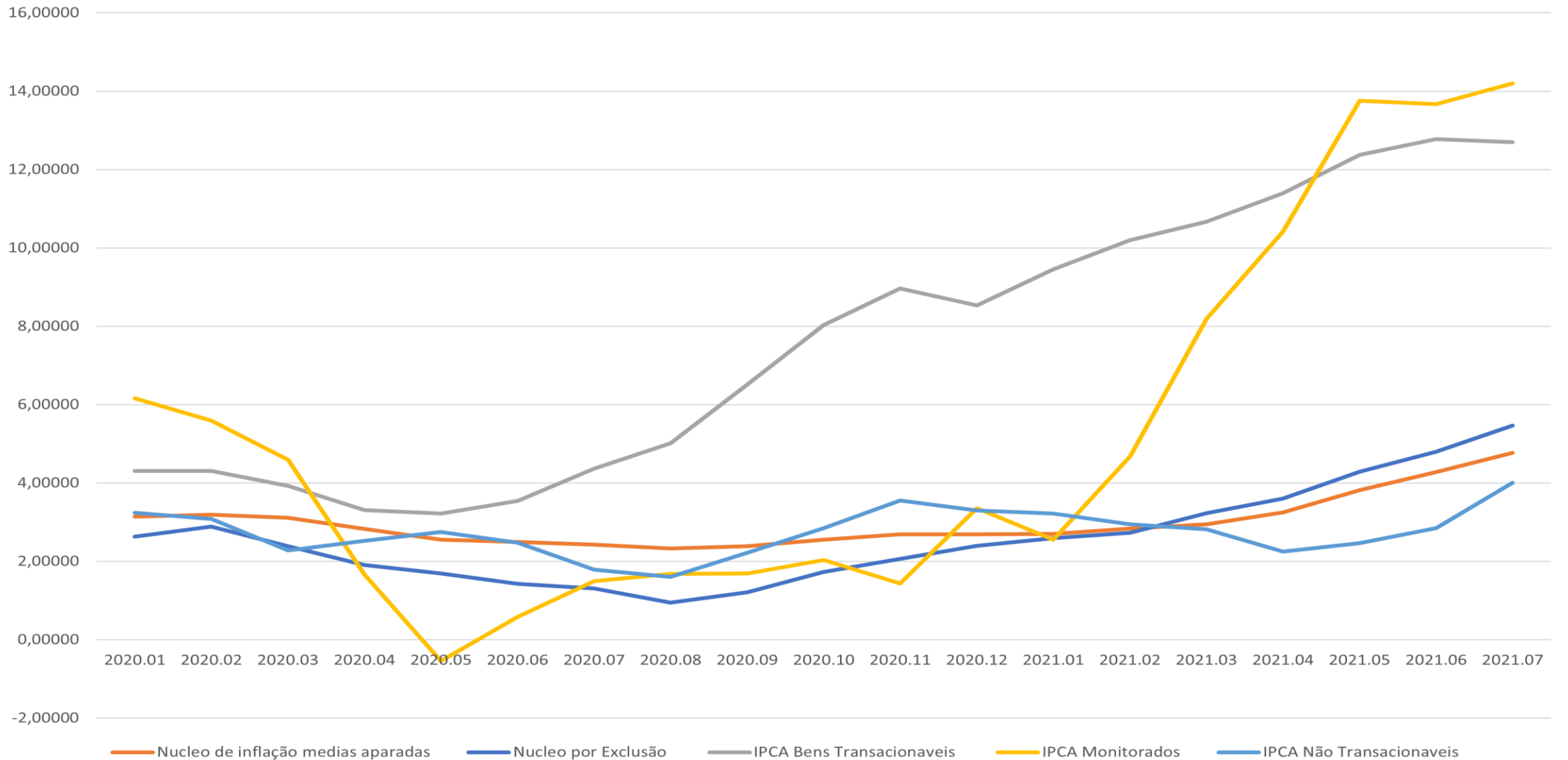
Evolução da Dívida Bruta do Governo Geral (2014.12 - 2021.07)



Evolução do Déficit Nominal e do Déficit Primário do Setor Público (como % PIB) Acumulado em 12 Meses
(2015.01-2021.06)



Média Móvel dos Últimos 12 Meses dos Diversos Índices de Variação do IPCA (2020.01-2021.07)



Contato

- E-mail:
 - joreiro@unb.br.
- Web-Site
 - www.joseluisoreiro.com.br.
 - www.sdmg.com.br.
- Blog:
 - www.jlcoreiro.wordpress.com.

