

CONCLUSÃO

Neste capítulo, examinamos rapidamente as origens do dinheiro, en-

contrando-as nos contratos de dívida e, mais especificamente, em dívida tributária que era imposta em forma de moeda. Similarmente, argumentamos que moedas metálicas não eram mais que símbolos do endividamento da Cora. Significativamente, embora as moedas, de longa data, fossem feitas de metais preciosos, foi apenas em tempo relativamente recente que se passou a acreditar que o conteúdo de metal precioso determinava o valor da moeda cunhada. O padrão ouro tentou estabilizar os preços do ouro na crença de que isso estabilizaria o valor da moeda. Entretanto, argumentamos que os preços relativamente estáveis no padrão ouro provavelmente têm a ver mais com a política fiscal apertada adotada. Em alguma medida, um padrão ouro rigorosamente implementado geraria política fiscal apertada precisamente porque o dispêndio estatal dependeria da capacidade do Estado de obter e cunhar ouro. Entretanto, como mostramos, a tentativa de sair do padrão ouro provou ser muito grande durante as guerras (e, na verdade, durante crises financeiras). Assim, ao menos no caso dos Estados Unidos, eram realmente os persistentes superávits estatais entre guerras que deflacionavam a economia. Na verdade, provavelmente nunca poderemos descobrir as origens do dinheiro. Nem isto é crucial para os propósitos deste livro, pois estamos mais preocupados com o desenvolvimento e o entendimento do dinheiro moderno, isto é, com o uso do dinheiro nas economias modernas. Como discutimos nos capítulos precedentes, todas as economias modernas têm uma moeda estatal que é muito claramente definida pela "aceitação" do Estado nos "guichês de pagamento públicos", embora nossos funcionários governamentais do mundo real moderno provavelmente entendam até menos sobre moeda do que os governadores coloniais. Nos dois próximos capítulos, nos dedicaremos ao exame das modernas políticas fiscais e monetárias.

DISPÊNDIO GOVERNAMENTAL,
DÉFICITS E MOEDA

Segundo a visão convencional, receita tributária proporciona a renda de que o governo necessita para financiar seu dispêndio. Um governo pode ser capaz de gastar mais do que arrecada, ao menos temporariamente, se é capaz de emitir dívida que o público vai reter. Isto é, o governo pode ser capaz de tomar empréstimo do público para financiar o dispêndio deficitário. Um método que é quase universalmente rejeitado é o governo emitir dívida que não rende juros – para financiar ou indiretamente através do banco central. Como déficits governamentais financiados dessa forma causariam diretamente uma expansão da oferta de moeda, muitos economistas sustentam que isso causaria diretamente inflação.

Se, ao contrário, o governo vendesse títulos que rendem juros para financiar (ou "fundar") seu déficit, a oferta monetária só aumentaria – de acordo com a maioria dos economistas – se o banco central "acomodasse", aumentando as reservas bancárias.² Se o banco central não acomodar, não haverá impacto direto sobre a inflação.³ De acordo com a visão convencional, a tomada de empréstimo pelo governo, acabaria provavelmente por "ocupar os espaços" dos empréstimos ao setor privado, pois ampliaria a demanda por fundos privados, pressionando para cima as taxas de juros e deslocando dispêndio privado sensível aos juros (investimento, construção habitacional, consumos duráveis). A ocupação do espaço⁴ pode ser parcial, completa ou mesmo mais do

* No original, *crowd out*. (N. do T.)

** No original, *crowding out*. (N. do T.)

mais do que para financiar déficits governamentais. Isso leva a uma visão inteiramente diferente sobre o grau em que os governos são "forçados" a responder a pressões provenientes dos mercados internacionais. Argumentaremos que a maioria das pressões que os governos atualmente acreditam ter origem nos mercados internacionais, na verdade, são restrições auto-impostas que decorrem de uma confusão sobre a natureza dos déficits governamentais. Nossa visão se constrói a partir da abordagem keynesiana e está provavelmente muito estreitamente relacionada com a abordagem das finanças funcionais de Abba Lerner. De acordo com Lerner,

a idéia central é que a política fiscal do governo, seu dispêndio e tributação, sua tomada e repagamento de empréstimos, sua emissão de nova moeda e sua retirada de moeda [do mercado] serão todos tratados sendo exclusivamente em vista os resultados destas ações na economia, e não em alguma doutrina tradicional estabelecida sobre o que é ou não saudável. (Lerner, 1943, p. 39)

Ele prosseguiu, listando duas "leis" de finanças funcionais:

A primeira responsabilidade financeira do governo (visto que ninguém mais pode assumir essa responsabilidade) é manter a taxa total de dispêndio no país em bens e serviços nem maior nem menor que a taxa que, a preços correntes, compraria todos os bens que é possível produzir. (Ibid.)

Quando o dispêndio é muito alto, o governo deve reduzi-lo e aumentar os tributos; quando é muito baixo, o governo deveria aumentar o dispêndio e reduzir tributos.

Um interessante corolário é que a tributação nunca deve ser estabelecida apenas porque o governo precisa fazer pagamentos monetários (...). Tributação deveria, pois, ser imposta somente quando é desejável que os contribuintes tenham menos moeda para gastar. (Ibid., p. 40)

Se o governo não usa tributos para "fazer pagamentos monetários", então como estes são feitos? De acordo com Lerner, o governo não deveria recorrer a empréstimos para os propósitos de dispêndio porque "a segunda lei de Finanças Funcionais diz que o governo só deveria tomar empréstimo em moeda se fosse desejável que o público devesse ter menos moeda e mais títulos governamentais" (ibid.). Em outras palavras, o propósito dos tributos e dos títulos não é realmente financiar dispêndio, pois cada um destes serve a um propósito diferente (tributos removem renda privada enquanto títulos oferecem uma moeda alternativa que rende juros). Em vez disso, o governo deveria atender a suas necessidades "imprimindo moeda nova" sempre que o primeiro e o segundo princípios de finanças funcionais estabeleçam que nem tributos nem vendas de títulos são requeridos.

que completa, dependendo das hipóteses que se assumam." Em prazo mais longo, se a ocupação de espaços ocorrer, isso deprimirá a oferta agregada e poderia dessa forma induzir inflação de custo.

Finalmente, embora a maioria dos economistas reconheça que ao menos sob algumas situações os déficits governamentais são desejáveis (e que, às vezes, benefícios superam custos), a maioria argumentaria que déficits persistentes devem ser evitados. Mesmo economistas keynesianos geralmente argumentam que déficits estruturais deveriam ser evitados; isto é, embora um governo deva incorrer em déficits nas recessões, estes devem ser compensados por superávits durante as expansões. Acredita-se que déficits permanentes devem ser evitados porque nenhum governo pode operar de uma maneira que gere expectativas de que ele não será capaz de quitar suas dívidas, isto é, a expectativa de que a dívida será apenas "rolada". Embora não haja uma relação específica dívida-PIB ou déficit-PIB, na qual os mercados percam a confiança no governo, não se põe em dúvida que esses limites existem. Acredita-se, pois, que os governos estão sujeitos a forças do mercado que determinam a quantidade de dívida em que pode incorrer, assim como o preço (taxa de juros) dessa dívida. Se a população doméstica não tomar toda a dívida, o governo é forçado a vender títulos nos mercados internacionais. Os mercados internacionais poderiam mesmo forçar o governo a tomar empréstimo em moeda estrangeira (emissão de dívida denominada em moeda estrangeira) se as finanças do país são questionáveis. Na verdade, o governo pode ser forçado a impor austeridade a sua população a fim de aplacar os mercados internacionais antes de ser levado a vender títulos internacionalmente.

Não pretendemos explorar estas posições com mais detalhe. Antes, nossa análise procurará demonstrar que esta visão confunde completamente a natureza do dispêndio, da tributação, dos déficits e da venda de títulos pelo governo. Como sustentamos na Introdução, permanentes déficits governamentais consolidados são a norma teórica e prática numa economia moderna. Embora seja certamente possível realizar um superávit a curto prazo, como discutiremos, isto tem efeitos sobre a renda e o balanço que desartam poderosas forças deflacionárias.⁵ Dadas as preferências usuais do setor privado em relação à poupança líquida, crescimento econômico requer persistentes déficits governamentais. Além disso, o dispêndio governamental é sempre financiado por criação de moeda fiduciária – mais do que através de receitas tributárias ou vendas de títulos. Na verdade, tributos são requeridos não para financiar o dispêndio, mas, sim, para sustentar a demanda por moeda fiduciária do governo. Finalmente, vendas de títulos são usadas para drenar o excesso de reservas a fim de manter positivas as taxas de juros de empréstimo do *overnight*.

Em resumo, Lerner argumentou:

Finanças funcionais rejeitam completamente doutrinas tradicionais de "finanças saudáveis" e o princípio de tentar equilibrar o orçamento durante um ano solar ou qualquer outro período arbitrário. Em seu lugar, prescreve: primeiro, o ajustamento do dispendio total (por todos na economia, incluindo o governo) a fim de eliminar tanto o desemprego quanto a inflação, usando o dispendio governamental quando o dispendio total é muito baixo e a tributação quando o dispendio total é muito alto; segundo, o ajustamento da quantidade de dinheiro e de títulos governamentais em poder do público, pela tomada de empréstimos ou pagamento de dívida, a fim de alcançar a taxa de juros que resulta no nível mais desejável de investimento; e, terceiro, a impressão, armazenamento ou destruição de moeda à medida que for necessário para implementar as duas primeiras partes do programa. (Ibid., p. 41)

Ele concluiu que finanças funcionais "são aplicáveis a qualquer sociedade na qual a moeda é usada como um importante elemento no mecanismo econômico" (ibid., p. 50).

O que estamos acrescentando à abordagem de Lerner é (1) um reconhecimento explícito do papel desempenhado por tributos no direcionamento da moeda (o que, como notado no Capítulo 2, foi reconhecido por Lerner num outro contexto); (2) um exame explícito do impacto sobre as reservas da aplicação do segundo princípio de finanças funcionais (tratado com mais detalhe no Capítulo 5); e (3) a análise de um programa de dispendio governamental que automaticamente gerará o pleno emprego, como recomendado por Lerner (tratado principalmente no Capítulo 6).

DÉFICITS GOVERNAMENTAIS E MOEDA FIDUCIÁRIA

Como discutido no Capítulo 1, todas as modernas economias capitalistas operam à base de sistemas de moeda fiduciária. A moeda fiduciária é emitida diretamente pelo Tesouro (como nos Estados Unidos, onde o Tesouro emite moedas divisionárias) ou através do banco central (como nos Estados Unidos, onde o FED emite notas de papel) como exigibilidades não convertíveis do governo. Esta moeda fiduciária geralmente funciona como de curso legal, ou seja, é sancionada pelos tribunais como o dinheiro que permite a consumação de "todas as dívidas, públicas e privadas". É a única moeda que é aceita em última instância em pagamento de tributos.⁶ É também a moeda na qual as exigibilidades bancárias são convertíveis (seja à vista, seja após um prazo de espera especificado), e que é usada para compensação entre bancos e entre os bancos privados e o banco central. É a moeda usada como elo entre as comunidades de pagamento públicas e privadas.⁷ É a moeda que fica no topo da pirâmide (ou hierarquia) de dívida, ou a moeda "definitiva" ou "valuta".⁸ É

a mais líquida exigibilidade usada internamente — exceto nas raras circunstâncias em que uma moeda estrangeira é usada internamente (como é o caso hoje em alguns dos antigos países socialistas). A coisa mais importante a entender é que numa economia moderna funcionando normalmente, a moeda fiduciária interna é sempre aceita em troca de produção doméstica; qualquer coisa que está à venda com um preço em dólar pode ser adquirido pelo fornecimento de dinheiro dos Estados Unidos (moedas ou notas).⁹

Quando um governo moderno gasta, ele emite um cheque contra o Tesouro; suas exigibilidades crescem pelo montante do gasto e seus ativos crescem (no caso de uma compra) ou algumas outras exigibilidades se reduzem (no caso de uma transferência social, por exemplo, exigibilidades de pagamento de seguridade social são reduzidas pelo montante de cheques de seguridade social emitidos). O receptor do Tesouro quase certamente "cobrará" o cheque num banco; ou o sacará em dinheiro ou, mais comumente, a conta corrente do receptor será creditada. No último caso, as reservas bancárias são creditadas pelo FED no montante do aumento do depósito em conta corrente. Para nossos propósitos, não é importante distinguir entre os balanços contábeis do FED e do Tesouro. As reservas bancárias lançadas nos livros como ativo do banco e como exigibilidade do FED são apenas um direito sobre moeda fiduciária do governo — em qualquer tempo, o banco pode convertê-las em moedas ou notas de papel, ou usá-las em pagamentos ao Estado. Quando o receptor "cobra" em dinheiro um cheque do Tesouro, um banco converterá reservas em dinheiro — que é sempre fornecido à vista pelo FED, que atua como "banco" do Tesouro, convertendo um tipo de exigibilidade do Tesouro (um cheque assinado para o público) em outro tipo (moedas ou um IOU para o FED, contrabalançados por emissão de notas de papel pelo FED).

O que é importante destacar é que o Tesouro gasta antecipadamente, sem relação ao recebimento prévio de tributos ou com a venda anterior de títulos. Nos Estados Unidos, os tributos são recebidos ao longo do ano (embora não uniformemente, visto que as receitas se concentram em torno de certas datas quadrimestrais, como a data limite de 15 de abril), principalmente em contas especiais de tributos mantidas em bancos comerciais privados. É verdade que o Tesouro transfere fundos dos bancos comerciais privados. É no FED quando deseja "gastar", mas isso é realmente uma operação de manutenção de reserva — quando o Tesouro gasta, as reservas bancárias crescem aproximadamente na mesma proporção, de forma que a transferência das contas tributárias é usada para estabilizar as reservas bancárias. Estes acréscimos ou subtrações de reservas precisam ser cuidadosamente monitorados, com injeções de reservas do banco central para compensar qualquer queda (por

na compensação, de tal forma que os bancos não podem satisfazer os requerimentos de reserva.¹¹ As taxas de juros de *overnight* (nos Estados Unidos, a taxa dos fundos de FED) se elevam enquanto os bancos tentam desesparadamente satisfazer os requerimentos legais; dado o excesso de demanda por reservas e uma elasticidade de demanda muito próxima de zero (visto que os requerimentos devem ser satisfeitos), poderia seguir-se uma interrupção do mercado (com demanda mas sem oferta). O banco central nesse ponto teria de intervir para proporcionar as reservas de moeda fiduciária requeridas. O procedimento mais provável seria engajar-se em compras de títulos governamentais no mercado aberto. Claramente, isto não é sustentável como uma solução de equilíbrio, porque o público (inclusive os bancos) poderia eventualmente fugir dos títulos governamentais para vendê-los ao banco central.

O banco central nesse ponto poderia apresentar-se para comprar outros tipos de ativos do público. Por exemplo, o banco central pode, e efetivamente o faz, comprar moedas estrangeiras do público, dessa forma injetando reservas em moeda fiduciária interna. Alternativamente, o banco central poderia comprar a comprar ativos financeiros internos, ou mesmo bens e serviços internos. Na verdade, em países que parecem praticar organismos superavitários, são invariavelmente usadas combinações destas políticas de banco central, para fornecer ao público a moeda fiduciária de que necessita para pagar tributos. Em certo sentido, isto não é nada mais que um artifício contábil — o governo mantém dois conjuntos de contas, as contas do Tesouro e as contas do banco central, e pratica superávits em um e déficits em outra.¹² É somente porque as compras pelo banco central de títulos governamentais, títulos privados, outros ativos privados, moedas privadas ou mesmo bens e serviços não são todas como parte do dispêndio governamental que pode parecer que persistentes superávits governamentais sejam possíveis. Em conclusão, um superávit de moeda; um superávit na conta do Tesouro só é possível se o banco central injetar reservas mediante a compra de ativos ou mediante empréstimos de reservas.¹³

Quando o governo cria moeda fiduciária para comprar bens e serviços (ou ativos como ouro, ou para reduzir obrigações como pagamentos devidos aos beneficiários da seguridade social), isto aparece nas contas do público como um crédito de moeda fiduciária e um débito em bens e serviços vendidos ao governo (ou ativos vendidos ou direitos sobre o governo). Isto é "criação de moeda líquida" porque não é contrabalancada por uma obrigação do setor privado. Esta "moeda líquida" (também chamada "moeda externa") está disponível para pagar tributos. Quando os tributos são pagos, o público po-

exemplo, se as transferências das contas tributárias excedem os depósitos de cheques do Tesouro) ou drenagem para remover o excesso de reservas.

Estas ações do banco central para ajustar as flutuações diárias que desestabilizam a taxa de juros do *overnight* (chamadas fatores operacionais) serão consideradas em detalhe no Capítulo 5. O ponto é que as receitas tributárias não podem ser gastas. Quando se consolidam os balanços contábeis entre o FED e o Tesouro, vê-se que, em realidade, o Tesouro não pode recolher os tributos da economia antes de gastar — qualquer transferência de contas tributárias da economia privada para o balanço contábil do governo deve ser exatamete contrabalancada por provisão governamental de um montante equivalente de "moeda fiduciária" através do uso do balanço contábil do FED. Em qualquer caso, como o governo é o único ofertante de moeda fiduciária, não pode receber em tributos uma moeda que não forneceu aos mercados privados. A fonte original de toda moeda fiduciária deve ser o governo (consolidado), e a coordenação entre o Tesouro e o banco central é exigida para manter as reservas. Se não fosse pelo efeito de dispêndio governamental sobre reservas bancárias, não haveria necessidade de vincular o dispêndio a transferências provenientes de contas tributárias; a coincidência no tempo de "receitas" tributárias e dispêndio governamental (ou operações de mercado aberto do banco central) não é uma indicação de uma operação de "financiamento", mas é, isto sim, uma exigência para manter a estabilidade no mercado de reservas. A implicação é que pagamentos tributários não "financiam" dispêndio governamental, mas criam uma demanda por dinheiro e impactam as reservas.¹⁰

Comegando do nível agregado, é fácil ver que somente o governo pode ser um ofertante "líquido" de moeda. Como mostrado no Capítulo 5, cada criação privada de moeda efetuada por alguém é contrabalancada pela criação de obrigação privada igual. Por exemplo, toda vez que um banco cria um depósito à vista (moeda), isto é lançado na conta do depositante como um ativo, mas é uma exigibilidade do banco. O depósito, por sua vez, é criado pelo banco na medida em que compra um ativo — tipicamente o IOU de um tomador. Moeda bancária é uma moeda "interna"; embora seja um ativo do detentor (ou depositante), é contrabalancada pela exigibilidade do banco e nunca pode ser um ativo líquido do setor privado.

Pagamentos que usam moeda bancária fazem-na mudar de bolsos mas a deixam intacta exceto (1) se um empréstimo bancário é pago, ou (2) se um cheque bancário é apresentado ao caixa, ou (3) se são feitos pagamentos ao governo. Em todos esses casos, a moeda bancária é desviada; os últimos dois casos requerem uma moeda de fora, governamental. Quando as famílias usam depósitos bancários para pagar tributos, o resultado é uma drenagem

líquidas do banco central também suprem reservas (portanto, moeda fiduciária), isto é pequeno em relação ao dispêndio governamental e à tributação, e é tomado como uma ação defensiva para adicional/drenar reservas numa base de curto prazo. Previamente, examinamos as razões para a aceitação pública de moeda fiduciária. Em resumo, o público não abriria mão de bens e serviços para o governo em troca de notas e moedas, de outro modo sem valor, a menos que houvesse boa razão para fazer isso. A razão principal pela qual o público aceita moeda fiduciária é porque tem obrigações tributárias para com o governo. Isso não deve ser confundido com o argumento de que a população aceita moeda governamental somente por causa da obrigação tributária (o que seria verdade só na versão mais simples de nossa história hipotética do governador colonial). A obrigação tributária é uma condição suficiente mas não necessária para a "aceitação" (como Knapp a chamou) de moeda estatal. Sustentamos, entretanto, que se o sistema tributário fosse removido, o governo descobriria eventualmente que sua moeda fiduciária perderia sua propriedade de comprar bens e serviços no mercado.

Normalmente, os tributos agregados/reão de ser menor que o dispêndio governamental total em razão da preferência do público por manter algumas reservas de moeda fiduciária. Indivíduos também mantêm depósitos bancários que rendem juros (moeda interna) e outros ativos financeiros privados; entretanto, como estes podem ser convertidos à vista em moeda fiduciária, os bancos manterão algumas reservas de moeda fiduciária ou tentarão deter ativos líquidos (como títulos governamentais) que podem ser convertidos em reservas de moeda fiduciária. Na economia moderna, o sistema bancário possibilita que contribuintes possam sempre trocar obrigações bancárias por moeda fiduciária; assim, as famílias não têm necessidade de reter dinheiro para pagamento de tributos. Estoques de dinheiro das famílias são, pois, uma função de incerteza sobre a segurança de bancos, de atividades ilegais, da conveniência e de outros fatores idiossincráticos. Os estoques de moeda dos bancos são, por sua vez, função das taxas de reservas bancárias exigidas, que são efetivamente exigências para o "equilíbrio mínimo". Num país sem exigência legal de reservas compulsórias, se as reservas não rendem juros, cada banco tentará operar de forma que seu saldo de reservas no fim de cada dia seja zero; as implicações são equivalentes à exigência de um equilíbrio mínimo de zero.¹⁵ Em todos os casos, o banco central deve operar para assegurar que os equilíbrios mínimos sejam atingidos. Observe-se também que uma parte das carteiras dos bancos e das famílias será destinada a títulos governamentais; estes são pouco mais que dinheiro governamental que rende juros, provido como parte da política monetária para drenar reservas a fim de permitir ao banco central atingir sua meta de taxa de juros. Assim o governo pode, com

de reduzir suas obrigações monetárias pendentes, que são exatamente iguais à redução de suas disponibilidades de "moeda líquida" (moeda fiduciária governamental).

Em princípio, então, o governo primeiro gasta moeda fiduciária (para comprar bens, serviços e ativos ou para realizar "pagamentos de transferência", que quitam exigibilidades governamentais). Uma vez que o governo tenha gastado, então aquela moeda fiduciária fica disponível para ser transferida para ele a fim de satisfazer obrigações tributárias. Por lógica, o público não pode pagar com moeda fiduciária ao governo para satisfazer obrigações tributárias antes que o governo tenha pago ao público com moeda fiduciária. Numa moderna economia capitalista, pode parecer mais complexo que isso porque a maioria dos tributos é paga com cheques sobre depósitos bancários, não com dinheiro corrente. Entretanto, isto leva ao mesmo ponto porque cada pagamento de tributos gera uma drenagem na compensação de reservas, ou uma perda de reservas.¹⁶ Assim, tributos não podem ser pagos até que moedas ou notas reais sejam injetadas na economia, ou reservas bancárias tenham sido criadas. O dispêndio governamental gerará moedas divisionárias, notas ou reservas bancárias que são necessárias para "pagar tributos".

Dadas essas considerações, o mínimo que um governo pode praticar continuamente é, do ponto de vista teórico, um organismo. Se o governo fosse tentar realizar um superávit, o público descobriria que suas receitas de "moeda líquida" seriam menores que suas obrigações tributárias, requerendo que as famílias recorressem a seus estoques de moeda fiduciária (acumuladas a partir do dispêndio governamental e de compras de ativos do passado) para pagar tributos. Eventualmente, como é natural, os estoques se esgotariam. Finalmente, o público apresentaria para pagamento títulos governamentais a vencer a fim de obter moeda fiduciária com que pagar tributos, mas, de novo, isto está limitado à parcela do estoque de dívida pendente que está por vencer (ela própria uma função de déficits governamentais prévios e da estrutura temporal de vencimento da dívida). Neste ponto, a única fonte de dinheiro de curso forçado para pagar tributos é um novo dispêndio governamental (déficit) ou compras governamentais de ativos.

DÉFICITS E POUPANÇA

A política fiscal, ou, mais especificamente, a decisão de gasto, determina principalmente o montante de moeda fiduciária (moedas divisionárias, notas ou reservas — que são sempre convertíveis à vista em moedas e notas) disponível para pagar tributos. Embora seja verdade que as compras (ou empréstimo)

é capaz de poupar liquidamente (acumular riqueza líquida externa) na forma de obrigações líquidas de países que estejam realizando déficits comerciais.

Se acrescentarmos o governo, então seu dispêndio deficitário permite poupança líquida (externo) pelo setor famílias (ignorando, de novo, o setor externo). Neste caso, quando o setor famílias deseja poupar mais que o setor empresarial deseja investir, o dispêndio do governo pode proporcionar a renda extra que as famílias não desejam gastar. Nesta economia ampliada, a poupança das famílias iguala o investimento empresarial mais o déficit do governo. Dado um nível de investimento planejado, e um nível de dispêndio governamental, então uma redução de tributos aumentará o déficit do governo e a poupança corrente das famílias. Se o setor famílias estava tentando previamente poupar mais que a soma do investimento das empresas com o déficit governamental, tributos mais baixos, gerando um déficit maior, podem permitir ao setor famílias alcançar seu nível desejado de poupança. (Para ser completo, quando admitimos o setor governamental numa economia aberta, o fluxo de poupança agregada é idêntico ao investimento mais o déficit do governo, mais as exportações líquidas.)

Se o setor privado deseja cronicamente poupar mais do que quer investir, o governo pode preencher a "brecha de demanda" pelo dispêndio deficitário e assim permitir às famílias poupar tanto quanto desejado. Se o governo reduz tributos e isso gera mais poupança que o desejado, as famílias podem aumentar o dispêndio (consumo) até que a renda e a poupança desejada aumentem para igualar a poupança corrente (gerada pelo déficit mais investimento). A partir de certo ponto, é provável que isso cause inflação. Isto é, um déficit pode ser ou muito pequeno (causando queda da poupança efetiva abaixo da poupança desejada) ou muito grande (causando excesso da poupança efetiva sobre a poupança desejada). O primeiro caso causa pressões deflacionárias, enquanto o segundo cita pressões inflacionárias; em ambos os casos, a renda nominal ajusta-se até que a poupança desejada iguale a poupança corrente.

Podemos definir poupança menos investimento como "poupança nominal líquida" (ou S_m) do público, que, em nossa economia fechada, está na forma de moeda fiduciária ou títulos governamentais, mas, na economia aberta, pode incluir obrigações de estrangeiros.¹⁸ Se o público deseja ter poupança líquida nominal positiva, isso só pode ser realizado se o governo incorre em déficit e/ou a economia realiza um superávit comercial. Ignorando o setor externo, então, déficits governamentais são necessários para permitir que o público tenha poupança líquida nominal positiva. Se o governo opera com um organismo equilibrado, então os desejos do público não podem ser

segurança, operar em déficit até o ponto em que tenha provido a quantidade de moeda fiduciária que não rende juros, e os títulos que rendem juros desejados pelo público.

Outra forma de olhar este assunto é através da abordagem "keynesiana" da demanda. Em determinados momentos, o público deseja realizar um fluxo de poupança — isto é, gastar menos que sua renda a fim de acumular direitos nominais sobre a riqueza. O setor privado não pode criar riqueza nominal líquida — cada ativo financeiro privado é contrabalanceado por uma obrigação financeira privada. No nível agregado, numa economia simples e fechada sem governo, o investimento privado iguala exatamente a poupança privada — toda a poupança é criada pelo investimento. Para simplificar, podemos assumir que é o setor das famílias que poupa e o setor empresarial que investe; o endividamento líquido (interno) do setor empresarial é exatamente contrabalanceado pela riqueza financeira líquida (interna) do setor das famílias.¹⁶ É frequente o caso em que o setor das famílias deseja poupar mais do que o setor empresarial deseja investir. Na nossa economia simples, isto deve exercer pressões deflacionárias até que a renda das famílias seja suficientemente de forma que a poupança desejada iguale o investimento realizado por firmas. Esta é a idéia por trás do "paradoxo da poupança": o investimento determina a poupança de forma que, dado um baixo investimento pelas firmas quando as famílias pouparam excessivamente, a renda cai até que o agregado das decisões de poupança (determinado pela renda e pela propensão marginal a poupar) seja consistente com o agregado das decisões de investimento.¹⁷ Alternativamente, a poupança agregada não pode ser aumentada tentando se poupar mais, mas, sim, investindo-se mais — o que aumenta a renda e, portanto, a poupança.

Quando acrescentamos o setor externo, as coisas se complicam apenas ligeiramente. Um país, seja o País A, pode ter durante um certo período de tempo um fluxo agregado de poupança que exceda o fluxo agregado de gastos de investimento, ao passo que um outro país, seja o País B, tem um fluxo agregado de poupança que é menor que seu fluxo de investimento. Neste caso, o País A pode realizar um superávit comercial enquanto o País B realiza um déficit; a contrapartida financeira é que o País A acumulará direitos financeiros líquidos contra o País B. Assim, em nossa economia aberta (ainda sem um setor governamental), um fluxo de poupança agregada de um país é igual a seu fluxo de investimento agregado mais o fluxo líquido de exportações; a poupança pode exceder o investimento quando as exportações líquidas são positivas, mas cairá abaixo do investimento quando as exportações líquidas são negativas. O país que esteja realizando um superávit comercial

desemprego involuntário numa escala significativa. Entretanto, todas as economias que operam com uma moeda cartal sofrem de desemprego periódico, se não crônico. Como será discutido no Capítulo 6, o desemprego é evidência *de facto* de que o déficit do governo é muito baixo para proporcionar o nível desejado de poupança líquida. Se o governo aumentasse seu déficit, e dessa forma aumentasse a oferta de moeda fiduciária, a poupança líquida efetiva das famílias cresceria. Ao mesmo tempo, o dispêndio deficitário adicional faria aumentar as rendas e geraria gastos adicionais, e assim emprego adicional. Em certo sentido, o desemprego ocorre porque o governo manteve a oferta de moeda fiduciária muito escassa. Um aumento (mediante dispêndio deficitário) estimularia o setor privado para que ele criasse mais empregos e reduzisse o desemprego. Sendo o governo o único ofertante de moeda fiduciária, e sendo a moeda fiduciária, essencialmente, um recurso de oferta potencialmente ilimitada, faz pouco sentido restringir a oferta de moeda fiduciária numa extensão em que cause desemprego, a menos que o desemprego sirva a algum propósito útil. Retornaremos a este tema no Capítulo 6; entre tanto, é importante notar que não há nenhuma restrição de recursos para evitar o aumento do déficit até que o desemprego tenha sido eliminado. Além desse ponto, intervem restrições reais de tal forma que déficits adicionais pressionarão contra a barreira da inflação.

Isso não significa que déficits governamentais só podem ser inflacionários quando a economia opera além do pleno emprego. Se o sistema tributário se desestruturou, a moeda fiduciária do governo pode tornar-se sem valor — o que se manifesta como “hiperinflação”. O governo pode imprimir até mesmo crescentes montantes de moeda, mas encontra pouca coisa para vender mesmo com recursos ociosos. Claramente, isso não requer pleno emprego; na verdade, a maioria das hiperinflações ocorre com substancial desemprego. Não é surpresa, porque, uma vez que o valor da moeda fiduciária entre em colapso, torna-se virtualmente impossível aceitar proposições do tipo “dinheiro agora por mais dinheiro depois” (o que envolve a produção em sua maior parte). A única forma de evitar um colapso completo da economia é o setor privado estabelecer contratos numa moeda alternativa, com um valor relativamente mais estável. Por exemplo, é possível que uma moeda fiduciária estrangeira possa ser usada domesticamente para contratos privados. Alternativamente, os contratas podem recorrer ao escambo quando o dinheiro doméstico perdeu valor. Mesmo em transações em que é requerida moeda de curso forçado, as partes privadas podem concordar em aceitar a moeda fiduciária doméstica à taxa de câmbio corrente com o dinheiro estrangeiro de conta. Em qualquer caso, a crença de que hiperinflações são causadas pelo governo ao “imprimir muita moeda”, fazendo rodar as máquinas impressoras

realizados, mas exerceram pressões deflacionárias na economia até que a renda nominal líquida efetiva sejam zero.

Entretanto, há duas complicações. Primeiro, diferentemente da poupança desejada (S), não está claro que a poupança nominal líquida desejada (S^d) seja uma função positiva da renda. Isto é, na medida em que a renda declina, é possível que a poupança nominal líquida desejada (S^d) aumente (por exemplo, em virtude do aumento de incerteza numa recessão, o público deseja aumentar seus estoques de moeda fiduciária, e os bancos desejam possuir mais reservas excedentes). Isso significa que quando o déficit é muito pequeno, pode induzir uma espiral deflacionária instável que não restaura o equilíbrio entre a poupança efetiva e a poupança nominal líquida desejada — a menos que o déficit do governo aumente automaticamente de uma forma anticíclica (por exemplo, mediante reduções automáticas de tributos e aumentos do dispêndio numa recessão).

Por outro lado, como discutimos, pelo menos no curto prazo, o banco central pode proporcionar moeda fiduciária comprando ativos ou emprestando reservas no guichê de desconto.¹⁹ Isso tende a mitigar as pressões deflacionárias de um déficit muito pequeno. Na verdade, em alguma medida a provisão de reservas do banco central seria automática, de forma que, se o público quisesse manter mais moeda fiduciária, o banco central asseguraria que os bancos fossem capazes de converter depósitos em moeda fiduciária. Entretanto, o banco central, na prática, impõe condições para tais empréstimos aos bancos. Por exemplo, o banco central requer garantias colaterais (somente emprestando contra certos tipos de ativos) e pode forçar um banco tomador a vender ativos ou, ao menos, a parar de fazer novos empréstimos. Isso então contribuirá para a pressão deflacionária que resulta de um déficit muito pequeno.

Até que o pleno emprego seja atingido, déficits podem ser aumentados para permitir que as rendas cresçam e gerem mais poupança líquida. Uma vez atingido o pleno emprego, o dispêndio deficitário adicional gerará renda adicional que provavelmente causará pressões inflacionárias — exceto no caso improvável de que toda a renda adicional represente poupança líquida desajustada. Além do pleno emprego, então, qualquer redução a mais de tributos ou aumento do dispêndio governamental (aumento do dispêndio deficitário) provavelmente reduzirá o valor da moeda, enquanto os preços aumentarão. O desemprego involuntário é significativo apenas nas modernas economias monetárias — isto é, economias que usam uma moeda cartal. Sociedades tradicionais ou tribais não experimentaram desemprego; mesmo as economias de comando da Europa feudal ou dos mosteiros medievais não experimentaram

FED - que podem fazer as reservas circularem mas não eliminar o excesso. A oferta em excesso forçará a taxa de *overnight* a cair; no limite, ela tenderá a zero. Embora seja verdade que no longo prazo os bancos podem ajustar-se a uma posição de excesso de reservas mediante crescimento normal de sua carteira de empréstimos e depósitos (para aumentar as reservas requeridas), a curto prazo o único ajustamento possível é o da taxa dos fundos do FED. Como resultado, para evitar uma quebra no mercado de fundos do FED, com juros de 0% pelas reservas, o banco central e/ou o Tesouro devem drenar o excesso de reservas. Isso se faz através de vendas de títulos. Uma vez que, como discutido no Capítulo 5, todos os modernos bancos centrais operem com uma meta de taxa de juros de *overnight*, o excesso de reservas automaticamente dispara vendas de títulos (tipicamente, transações de recompra ou de venda e compra casadas) pelo banco central. Isso evita que a taxa de *overnight* caia, permitindo que o banco central atinja sua meta.

Nos Estados Unidos, para drenar reservas, vendas primárias de títulos são realizadas pelo Tesouro, enquanto o FED se utiliza de recompras e vendas das para "fazer a sintonia fina" do mercado na medida em que injeta/drena reservas para equilibrar os fatores operacionais diários. Vendas primárias de títulos "mascaram" o excesso de reservas criado pelos déficits governamentais, proporcionando alternativas rentáveis às reservas em excesso não rentáveis dadas pelos bancos, assim como os encaixes devedos pelo público, enquanto vendas secundárias nas operações de mercado aberto pelo FED destinam-se a equilibrar os "fatores operacionais" diários que podem levar os bancos a uma situação de excesso de reservas.³⁰

Para que o banco central venda títulos, obviamente, o Tesouro precisa emití-los. Embora as vendas do banco central nos mercados secundários possam em qualquer dia ser uma grande proporção das vendas, a longo prazo a maior parte das vendas deve ser feita pelo Tesouro em mercados primários. Os títulos ficam então disponíveis para serem comprados pelo banco central quando é preciso injetar temporariamente reservas no sistema.

Se um governo decidisse não realizar vendas de títulos nos mercados primários, o banco central eventualmente drenaria todas as reservas que pudesse através de vendas de títulos e moeda estrangeira; ele se utilizaria de todos os instrumentos que estivessem à sua disposição para a absorção de reservas. Ao final, se o excesso de reservas no sistema ainda persistisse, as taxas de *overnight* cairiam a zero. Isso reforça a visão de que vendas de títulos são parte da política monetária e não uma operação de financiamento para permitir ao governo incorrer em déficit. Também destaca o fato de que, além de algum volume de dispêndio deficitário, a "taxa natural" de juros é zero

"à plena velocidade", captura apenas o efeito, não a causa do problema. Usualmente, é a desestruturação do sistema tributário, e não apenas a velocidade das máquinas impressoras, que cria a hiperinflação. Embora possa ser superficialmente correto chamar este caso de "moeda demais cagando bens de menos", isso não identifica a origem da inflação.

TÍTULOS E POLÍTICA DE TAXA DE JUROS

Se o dispêndio governamental é "financiado" pela criação de moeda fiduciária, e se os tributos são destinados a trazer à tona coisas para venda ao governo - mais do que para "financiar" o dispêndio governamental -, então por que o governo vende títulos? Naturalmente, os governos acreditam que devem vender títulos para tomar de empréstimo os fundos necessários para o financiamento do dispêndio. Entretanto, isso é uma ilusão, na medida em que o dispêndio vem primeiro. Como argumentaremos a seguir, as vendas de títulos (seja pelo Tesouro, seja pelo banco central) funcionam para drenar reservas em excesso; elas não podem financiar ou fundar o dispêndio deficitário. Esta visão decorre da segunda lei de finanças funcionais de Lerner: "o governo só deve tomar empréstimos em moeda se for desejável que o público tenha menos moeda e mais títulos governamentais" (Lerner, 1943, p. 40). Mais especificamente, as vendas de títulos destinam-se a substituir moeda fiduciária governamental que não rende juros por uma obrigação governamental que rende juros, e são propriamente concebidas mais como uma operação de política monetária do que como uma operação de política fiscal. Nesta seção examinaremos brevemente a natureza das vendas de títulos, e examinaremos a política monetária com mais detalhe no próximo capítulo.

Como discutido acima, todo dispêndio governamental é financiado inicialmente pela emissão de moeda fiduciária; isso normalmente toma a forma de um cheque do Tesouro, depositado num banco privado, aumentando as reservas bancárias pelo montante do dispêndio governamental. Para evitar uma situação de excesso de reservas, uma transferência simultânea é feita das contas de empréstimos e tributos do banco para o banco central. Entretanto, no caso de um déficit governamental, o montante de moeda fiduciária criada excede o montante de reservas bancárias removido mediante pagamentos de tributos. Num sistema de reservas fracionárias, isso cria necessariamente uma posição de excesso de reservas do sistema bancário. Parte dessas reservas será retirada pelo público não bancário que detinha alguma moeda fiduciária na forma de dinheiro. Entretanto, a maior parte permanecerá como reservas em excesso.

Os bancos oferecerão, individualmente, o excesso de reservas em mercados atacadistas - a saber, o mercado de fundos do FED à taxa dos fundos do

(ao menos no caso da taxa dos fundos do FED); mais do que aumentar as taxas de juros, o dispêndio deficitário, na realidade, faz com que as taxas de *overnight* caiam a zero, quando está num nível que gera excesso de reservas.

O dispêndio governamental nunca é limitado pela quantidade de títulos que os mercados estão querendo comprar; antes, as vendas de títulos são realizadas para proporcionar uma alternativa rentável às reservas excessivas e ao dinheiro mantido em caixa. O dispêndio governamental é limitado apenas pelo desejo do setor privado de fornecer bens, serviços e ativos ao governo em troca de moeda governamental, que é, em última instância, decorrente do desejo do público por moeda para pagar tributos e manter uma poupança líquida. Qualquer coisa que esteja à venda em termos do dinheiro doméstico pode ser obtida pela criação de moeda fiduciária pelo governo.

Os governos acreditaram às vezes que devem vender títulos nos mercados internacionais porque os mercados domésticos já estão saturados com títulos e quaisquer vendas internas adicionais requereriam taxas de juros mais altas. Embora isso possa ser verdade, a causalidade está invertida: o governo não “necessita” vender títulos absolutamente; vendas de títulos são em princípio uma operação de “manutenção da taxa de juros”. Assim, embora possa ser verdade que a uma taxa de juros mais alta o governo pode induzir o público e os bancos a abrirem mão de alguma moeda fiduciária (embora, como notado acima, este efeito seja provavelmente muito pequeno porque a demanda por moeda fiduciária é inelástica a juros), isto não é uma indicação de que o governo é “forçado” a pagar taxas mais altas para “financiar” seu déficit. Na medida em que as famílias e os bancos domésticos estejam satisfeitos com suas carteiras de títulos governamentais e dinheiro em caixa, e reservas, então o governo não precisa drenar nenhuma reserva adicional do sistema — ou, equivalentemente, não precisa vender nenhum título adicional.

E se o governo vender títulos para estrangeiros? Desde que estes títulos sejam denominados em moeda fiduciária interna, eles não implicarão quaisquer “riscos” além daqueles que os títulos mantidos internamente implicam — e servem exatamente ao mesmo propósito, que é proporcionar uma alternativa rentável à moeda fiduciária não rentável. Freqüentemente expressa-se a preocupação de que títulos estrangeiros retidos comprometem um país a pagar juros a estrangeiros, de que “sobrecarregam” os contribuintes internos (ver também a discussão sobre a carga da dívida abaixo). Entretanto, sempre se podem pagar juros mediante a criação de moeda fiduciária — exatamente como qualquer outro dispêndio governamental é financiado pela criação de moeda fiduciária. Vendas futuras de títulos serão realizadas para drenar reservas em excesso, assim como vendas correntes de títulos drenam reservas; de

novo, isso não implica nenhuma “sobrecarga”. E não há nenhuma possibilidade de que o governo possa se encontrar numa crise porque seja incapaz de vender ou “rolar” títulos — uma vez que o propósito das vendas de títulos é nada mais que oferecer alternativas rentáveis à moeda fiduciária. Como Lerner argumentou, títulos só deveriam ser vendidos quando o público tivesse mais dinheiro não rentável (e reservas bancárias) que o desejado.

Os governos às vezes acreditaram que o “mercado” os força a emitir títulos denominados em moeda estrangeira. Há apenas um caso em que isso seria verdade — quando o governo deseja comprar bens e serviços que não estão à venda em termos de moeda fiduciária doméstica. Neste caso, o governo não pode emitir o dinheiro desejado pelos vendedores. Nem pode ditar o preço que pagará em termos de sua própria moeda fiduciária. Nem pode criar o dinheiro a ser usado em pagamento pelos bens e serviços. Neste único caso, o governo deve vender alguma coisa (ou tomar de empréstimo — que é a venda de um IOU) para obter o dinheiro requerido pelos vendedores dos bens e serviços que gostaria de obter. Diferentemente do caso de títulos denominados em dinheiro interno, isto pode “sobrecarregar” uma economia, visto que agora pagamentos de juros não podem ser financiados pela criação de moeda fiduciária. O governo pode ter pouca influência sobre o preço do dinheiro estrangeiro ao qual os títulos serão vendidos. Terá de obter dinheiro estrangeiro adicional no futuro para servir à dívida. Em algumas situações, os mercados podem temer que o governo não será capaz de fazer isso — o que poderia levar a um *default* —, causando uma fuga racional desses títulos. Como resultado, o governo pode sentir-se forçado a impor austeridade sobre sua população para manter um superávit comercial a fim de obter o necessário dinheiro estrangeiro. Neste único caso, a austeridade pode ser pelo menos parcialmente atribuída à “disciplina do mercado”. Entretanto, deve ser reconhecido que isso é assim somente porque o governo desejou bens e serviços que não estavam à venda no dinheiro interno. Em todos os outros casos, o governo não está sujeito à “disciplina do mercado”, e qualquer austeridade e endurecimento é “auto-infligido”.²¹

Como as vendas de títulos não são mais do que uma operação de manutenção da taxa de juros, o governo decide a taxa de juros que pagará — ou, alternativamente, o preço dos títulos governamentais — na sua política monetária. Assim, o dispêndio deficitário governamental nunca está sujeito à “disciplina do mercado” em relação tanto à quantidade de títulos vendida, quanto ao preço ao qual eles serão vendidos, desde que os títulos sejam emitidos no dinheiro interno. Quando há reservas em excesso, o mercado “demandará” títulos a qualquer taxa de juros acima de zero, pois a alternativa

seria manter reservas em excesso que não rendem juros. Pode haver muito boas razões para a manutenção de uma taxa de juros significativamente positiva de títulos governamentais, mas nunca é necessário fazer assim apenas porque o mercado gostaria de uma taxa de juros alta. Uma alta taxa de empréstimo governamental é evidência de que o governo (Tesouro mais banco central) escolheu uma taxa de juros alta — o que não nos diz nada sobre “forças de mercado” de oferta e demanda. O governo sempre pode ter uma taxa de juros mais baixa simplesmente pela redução da meta da taxa de juros. (Discussões mais sobre isso no capítulo que se segue.)

Na maior parte do tempo, governos não parecem entender isso, mas há exceções. Por exemplo, durante a Segunda Guerra Mundial, o governo dos Estados Unidos foi capaz de “tomar emprestado” para financiar “déficits maiores” (cinco vezes maiores que os déficits do Presidente Reagan, relativamente ao tamanho da economia) a uma taxa de juros de curto prazo de 3/8 de 1%. As vendas de títulos não eram requeridas na verdade para financiar os déficits, mas, em vez disso, para drenar reservas em moeda fiduciária (algo que o governo provavelmente não entender). Vendas de títulos eram também destinadas a “forçar” poupança líquida pelo público a fim de assegurar que bens e serviços fossem liberados do consumo para o esforço de guerra (isto, sem dívida, era entendido pelo governo). O público via os títulos como um meio patriótico (e rentável) de acumulação de riqueza financeira que seria usado no período de pós-guerra para sustentar níveis mais altos de consumo. Claramente, o governo entendeu que o preço dos títulos (e, em consequência, a taxa de juros paga pelo governo) não era determinado pelos mercados; era estabelecido exogenamente pela política governamental. O governo também entendeu que muitos dos preços que ele pagava por bens e serviços não eram determinados pelo mercado — mas, isto sim, estabelecidos administrativamente pelo governo. Semelhantemente, o governo determinou o preço do trabalho — direta e indiretamente —, de forma que, mesmo que a economia operasse bem além do “pleno emprego”, os preços do trabalho e dos produtos comprados pelo governo eram relativamente estáveis. A maioria das lições que poderiam ter sido aprendidas das finanças da Segunda Guerra Mundial não o foi ou, ao menos, foi esquecida.

FINANÇAS FUNCIONAIS E A CARGA DA DÍVIDA

Na verdade, elas foram rapidamente esquecidas, ao menos por alguns políticos e economistas. Em sua mensagem sobre o Estado da União de 7 de janeiro de 1960, o Presidente Eisenhower fez um pronunciamento que poderia ter sido feito pelo Presidente Jackson (e talvez pelo Presidente Clin-

ton): “Pessoalmente, não vejo como chamar qualquer quantia de superávit enquanto a nação estiver em dívida. Prefiro pensar sobre esse ponto como uma redução na hipoteca a ser herdada por nossos filhos” (Presidente Eisenhower, citado em Bowen, Davis e Kopf, 1960, p. 701). Bowen et al. rentaram então defender a crença de Eisenhower de que dívidas governamentais representam encargos para as futuras gerações, argumentando que estas terão de reduzir o consumo a fim de pagar os tributos necessários para quitar a dívida pendente. Isto era uma resposta destinada àqueles que adotavam a abordagem de finanças funcionais (e mesmo a Paul Samuelson) que argumentavam que qualquer carga real de dispêndio deficitário governamental deve surgir no momento em que os fundos emprestados são gastos. Em síntese, Bowen et al. argumentaram que a abordagem de finanças funcionais ignora os eventuais encargos sobre a geração posterior (apelidada de Geração II) quando “o governo decide quitar a dívida impondo tributos gerais acima do dispêndio governamental corrente, e usando o excedente para comprar os títulos que são atualmente devidos pelos integrantes da Geração II. O resultado inevitável desta decisão é uma redução “permanente no consumo da Geração II ao longo de sua existência” (ibid., p. 701). Embora seja verdade que os tributos recolhidos da Geração II sejam meramente redistribuídos aos detentores de títulos da Geração II, há ainda uma redução líquida do consumo pelo tempo de vida da Geração II, uma vez que os detentores dos títulos tiveram de reduzir o consumo quando compraram os títulos da “Geração I”.

Numa resposta de mestre, Lerner (1961) apontou muitos dos erros da exposição de Bowen et al.:

A natureza “ilusionalista” de terem os Loewells emprestado o dinheiro agora (de forma que podemos chamá-los de geração atual) e terem os Thomases de pagar os tributos no futuro (de forma que podem ser chamados de geração futura), salta aos olhos se notarmos que a mudança do encargo real do projeto, dos Loewells para os Thomases (ou, na verdade, de qualquer outro encargo), poderia ocorrer exatamente ao tempo do projeto (ou em qualquer outro tempo) simplesmente tributando os Thomases em vez dos Loewells. (Lerner 1961, p. 129)²²

A chave para o resultado de Bowen et al. é uma série de equívocos e hipóteses estranhas. Por exemplo, eles presumem que quando a Geração I reduz o consumo para comprar títulos que resultam de um dispêndio deficitário, não há fluxo de renda que resulte do dispêndio governamental (a moeda que se supõe ter sido recolhida das vendas de títulos desaparece misteriosamente). Na realidade, dispêndio deficitário deve criar (tudo permanecendo igual) o mesmo montante de poupança agregada (inicialmente na forma de cheques do Tesouro). As vendas de títulos então apenas permitem às famílias (e aos bancos) manter títulos em vez de moeda. Isso não significa

cal errática, por exemplo, emitindo dinheiro pelo banco central para financiar déficits excessivos. A política fiscal ficará sujeita aos critérios de *Maasricht* (com penalidades aplicadas aos déficits excessivos) e às ordens do mercado (uma vez que os recursos não podem recorrer aos bancos centrais para vender títulos governamentais que os mercados privados não queiram).

Afirma-se algumas vezes que a UEM simplesmente segue o exemplo da integração americana, com uma única moeda usada pelos Estados Unidos (reduzindo dessa forma custos de transações e contribuindo para a integração dos estados membros). Goodhart (1997) e Godley (1997) questionam corretamente a analogia. Nos Estados Unidos, como discutimos neste capítulo, o que normalmente se chama de política monetária e fiscal está de fato estreitamente entrelaçado. O dispêndio governamental é financiado mediante emissão de dinheiro, tributos geram demanda pelo dinheiro que resulta em vendas ao governo, vendas de títulos meramente substituem moeda por títulos, e operações do banco central determinam as taxas de juros e, de forma defensiva, adicionam ou subtraem reservas. A relação dos países membros com a UEM é mais parecida com a relação dos estados membros dos Estados Unidos com o FED, os estados não têm poder de criar dinheiro; tributos realmente "financiam" o dispêndio estadual e os estados realmente têm de tomar empréstimos (vender títulos aos mercados) a fim de gastar mais do que as receitas tributárias. As compras de títulos estaduais geram preocupações relacionadas ao crédito — a solvência dos estados e sua capacidade de incorrer déficits dependem, ao menos em parte, das percepções de risco do mercado. Como Goodhart (1997) assinala, o estado norte-americano com a pior avaliação de crédito em 1994 era Louisiana, com uma relação de serviço da dívida para receitas de 11,5%. Em contraste, a Alemanha tinha uma relação de 17,8%, enquanto a Itália tinha uma relação de 50% — e presumivelmente ninguém operando em mercados privados acreditaria que a Louisiana era um risco de crédito melhor que a Alemanha ou mesmo a Itália. A razão, naturalmente, é que os mercados reconhecem que os recursos de nações soberanas têm a capacidade de emitir dinheiro, ao passo que estados individuais dos Estados Unidos não têm.

Embora seja certamente verdade que a Louisiana pode recorrer à ajuda do governo dos Estados Unidos quando necessário, não é assim tão claro que os países individuais da UEM serão tão afortunados. Como corretamente indicado, a UEM terá um banco central (o BCE), mas ele não terá uma área fiscal. Seria muito mais como os Estados Unidos que operassem com um FED, mas somente com recursos de estados individuais. Será como se cada

que não há encargos associados ao dispêndio governamental — presumivelmente, bens e serviços reais são transferidos do setor privado para o setor público²³ —, mas os encargos surgem imediatamente, quer o governo venda títulos ou não. Além disso, os supostos encargos impostos no futuro pela tributação da Geração II devem-se realmente à decisão do governo de realizar um superávit (tributando mais do que gasta). Ninguém que adore a abordagem de finanças funcionais negaria que um superávit governamental (permanecendo tudo igual) reduz a renda do setor privado e a poupança líquida. Quando o governo, então, paga títulos, apenas substitui obrigações governamentais que rendem juros por obrigações governamentais que não rendem juros; isso simplesmente restaura a moeda fiduciária removida quando o governo tributou mais do que gastou. O mesmo resultado poderia ser obtido se o governo decidisse antecipar o superávit orgânico, confiscando todos os títulos governamentais pendentes. Sim, há uma carga real envolvida, mas não tem nada a ver com o método de "financiamento" do dispêndio governamental escolhido. Nenhum governo que entendeu os princípios de finanças funcionais jamais confiscaria dívida governamental pendente (nem jamais acreditaria que precisaria aumentar tributos para pagar dívida pendente). O poder de tributar é o poder de destruir (riqueza líquida do setor privado, isto sim).

A PROPOSTA DA UEM E DÉFICITS GOVERNAMENTAIS

Como escrevemos, a União Europeia (UE) está implementando uma União Econômica e Monetária (UEM) que cria um Banco Central Europeu (BCE), com os existentes bancos centrais nacionais tornando-se braços operacionais do SEBC (ver Arestis e Sawyer, 1998). Sob a UEM, supõe-se a política monetária divorciada da política fiscal, com um alto grau de independência da política monetária de modo a dar prioridade ao objetivo principal da estabilidade dos preços. A política fiscal, em troca, será fortemente restringida por critérios que ditam relações máximas de déficit-PIB e dívida-PIB (3% e 60%, respectivamente). Mais importante, como Goodhart (1997) reconhece, será o primeiro experimento moderno do mundo em larga escala que tentaria quebrar o vínculo entre um governo e sua moeda. A UEM teria uma única moeda²⁴ e essencialmente uma única política monetária, mas permitiria (em teoria) a cada país operar uma política fiscal (dispêndio e tributação) independente (dentro das restrições mencionadas). Mais importante, pretende-se que este arranjo corte para sempre a possibilidade de que um governo possa usar a política monetária para escapar de uma política fis-

impôr condições ainda mais restritivas aos empréstimos bancários, o que importa, em troca, condições ainda mais restritivas aos tomadores privados. Isso reforçaria as condições deflacionárias. Eventualmente, os preços oferecidos pelo governo não tinham parecer tão ruins aos fornecedores privados. Naturalmente, o processo é sintético: se os preços de mercado estão caindo mas o governo mantém seus preços constantes, isso ajudará a reduzir as pressões deflacionárias. Há dois pontos essenciais: primeiro, se o governo estabiliza o preço que oferece, isso exercerá uma influência estabilizadora nos preços de mercado; e, segundo, o governo não tem de pagar preços de mercado.

No Capítulo 7 apresentaremos um modelo simples no qual o governo estabelece exogenamente o preço das coisas que compra. Em teoria, é possível para o governo estabelecer o preço de tudo que compra, mas isso não significa que advogamos tal política. Na verdade, no Capítulo 6 defendemos que o governo use uma política de estoque regulador para estabilizar preços. Aqui resumiremos brevemente o argumento.

O governo escolheria uma mercadoria importante para agir como um estoque regulador, fixando seu preço. Deixaria então a quantidade dessa mercadoria comprada "flutuar": em consequência, o orçamento deficitário do governo também flutuaria. Fixando um preço importante, isto é, o preço de um item que entra como um custo significativo no setor privado, o governo transmitiria alguma estabilidade de preços à economia. Permitindo que seus déficits fluem, ajudaria a fechar a brecha de demanda criada sempre que o dispêndio privado fosse muito baixo, fazendo com que o déficit cresça de tal forma que a poupança realizada aumente para igualar-se com a poupança desejada (ou caia, para igualar-se com a poupança desejada, caso a poupança realizada fosse muito alta).

Como discutiremos, a melhor mercadoria para usar numa tal política de estoque regulador é o trabalho não qualificado. Estabilizando o salário do trabalho não qualificado, o governo ajudará a estabilizar os salários do setor privado e, assim, os custos e preços. Ao mesmo tempo, deixando a quantidade "flutuar", o governo pode aumentar seu emprego de trabalho quando o desemprego é alto, ou reduzi-lo, quando o desemprego é baixo. Dessa forma, o déficit flutuará anticiticamente, preenchendo a brecha de demanda. Tudo que o governo precisa fazer é oferecer-se para empregar qualquer um que queira um emprego a um salário anunciado e fixo; trabalho não requerido pelo setor privado tornar-se-ia então parte do programa de estoque regulador. Quando o setor privado desejasse mais trabalho, poderia emprega-lo a partir do estoque regulador do governo por uma pequena margem sobre o salário central a proporcionar as reservas necessárias -- mas isso ocorreria ao custo de

pais membro da UEM fosse tentar operar a política fiscal numa moeda estrangeira; dispêndio deficitário requererá a tomada de empréstimos naquela moeda estrangeira de acordo com as determinações dos mercados privados:

Se um governo não tem seu próprio banco central contra o qual possa emitir cheques livremente, seu gasto só pode ser financiado por operações de mercado aberto em competição com os agentes privados, e isso pode provar ser excessivamente caro ou mesmo impossível, particularmente sob "condições de extrema emergência" (...). O perigo, então, é que a restrição orçamentária com a qual os governos estão comprometidos individualmente espalhe um vírus deflacionário que bloqueie a Europa como um todo numa depressão da qual ela será im-
terte para erguer-se. (Godley, 1997, p. 2)

Kregel (1998b) propôs uma solução para as possíveis forças deflacionárias que serão criadas pela UEM. Ele sugeriria aumentar a oferta [de moeda] do BCE para proporcionar o montante de *emissões* (a nova moeda) suficiente para "empregar todos os trabalhadores que estivessem querendo e fossem aptos para trabalhar, mas que não pudessem encontrar emprego no setor privado, a um salário básico" (Kregel, 1998b, p. 10). Este programa é muito semelhante ao nosso programa de empregador de última instância, delineado no Capítulo 6, com o BCE assumindo o papel da política fiscal. Em qualquer tempo em que os mercados privados nos países individuais estivessem deprimidos, o BCE proporcionaria o dispêndio deficitário necessário para se retornar ao pleno emprego; quando os mercados privados se recuperassem, o déficit do BCE cairia. Neste caso, caberia ao BCE o papel de proporcionar o dispêndio requerido para alcançar o pleno emprego em vez de os países membros individuais seguirem os princípios das finanças funcionais, sem consideração com os princípios da assim chamada "finança saudável".

DISPÊNDIO GOVERNAMENTAL E PRECIFICAÇÃO ENDÔGENA

Decisões de dispêndio governamental afetam o valor do dinheiro, causando inflação ou deflação. É extremamente fácil para o governo desvalorizar o dinheiro -- tudo o que precisa fazer é decidir pagar preços sempre crescentes pelas coisas que compra. Compradores privados terão de competir com o governo, que está querendo pagar preços mais altos. Seria surpreendente se isso não gerasse inflação. Por outro lado, o governo poderia escolher ajudar a estabilizar os preços abstenendo-se de pagar preços crescentes -- por exemplo, recusando-se a indexar os preços que paga. O resultado imediato seria uma recusa dos fornecedores privados de produzir para o governo. O dispêndio governamental cairia, deprimindo a economia privada. Os pagamentos de tributos levariam a uma drenagem de reserva, forçando o banco central a proporcionar as reservas necessárias -- mas isso ocorreria ao custo de

(a) pleno emprego, definido como a situação em que todos que querem e estão aptos para trabalhar encontram um emprego;

(b) um déficit anticíclico que preenche exatamente a brecha entre a poupança realizada e a poupança desejada; e

(c) maior estabilidade de preços que no sistema corrente.

Estes temas serão examinados em detalhe no Capítulo 6.

POLÍTICA MONETÁRIA:
METAS DE TAXA DE JUROS E
A NATUREZA NÃO DISCRICIONÁRIA
DAS RESERVAS

Neste capítulo, argumentaremos que a política monetária diretamente estabelece um raio de ação estreito de variação para a taxa de *overnight* – ou o “preço” da moeda – que só muito indiretamente afeta a quantidade de moeda. A despeito da meta intermediária estabelecida pelo FED, a taxa dos fundos federais é a principal meta operacional; isto é, mesmo quando o FED afirma adotar um agregado de reservas como meta, de fato ele visa à taxa dos fundos federais. A maioria das ações do banco central são por natureza defensivas, e são implementadas principalmente para contrabalançar operações do Tesouro. A política do FED nunca pode ser independente da “política fiscal” – o FED deve coordenar sua política com a política fiscal para assegurar que o montante correto de reservas fique disponível para o sistema bancário.

No capítulo precedente, examinamos o dispêndio governamental e a tributação. Como argumentamos, déficits governamentais persistentes são a norma teórica e prática. Estes déficits são “financiados” por injeções de moeda fiduciária, que são em primeira instância creditadas ao sistema bancário como reservas bancárias. O propósito da venda de títulos governamentais é garantir a taxa de juros de *overnight*, porque o dispêndio governamental não é coberto por tributos (dispêndio deficitário) cria um montante igual de reservas no sistema bancário. A tomada de empréstimos pelo governo exerce-se como uma drenagem de reserva, e a dívida federal mantida publicamente pode ser caracterizada como uma conta de manutenção da taxa de juros (IRMA*).

* Sigla para a expressão em inglês: *interest rate maintenance account*. (N. do T.)