

RICARDO L. C. AMORIM

TAXA DE JUROS E EQUILÍBRIO FISCAL INCONSISTENTE: NOTAS A PARTIR DE UM MODELO DE ECONOMIA FECHADA

Recebido em 07/08/2024

Aprovado em 22/05/2025

DOI: 10.69585/2595-6892.2025.1161

TAXA DE JUROS E EQUILÍBRIO FISCAL INCONSISTENTE: NOTAS A PARTIR DE UM MODELO DE ECONOMIA FECHADA¹

Resumo

O aumento da taxa de juros é visto por diversos acadêmicos e analistas financeiros como um remédio amargo, mas necessário ao enfrentamento de certos problemas em uma economia. Este trabalho problematiza esse juízo, chamando a atenção para a complexa relação existente entre taxa de juros paga pelo governo, equilíbrio fiscal e crescimento econômico. Para isso, a partir de identidades das contas nacionais, constrói um modelo de economia fechada, onde explicita que elevar a taxa de juros exige, para manter o equilíbrio fiscal, não a redução de gastos públicos, mas um maior volume de investimento. A contribuição do artigo é propor uma condição de equilíbrio, partindo da simplicidade das equações e da representação gráfica da conclusão.

Palavras-chave: governo; gasto público; taxa de juros; equilíbrio fiscal; crescimento

RICARDO L. C. AMORIM

Professor do IBMEC (DF) e economista da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI).

Email: ricardo.amorim@professores.ibmec.edu.br

Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-7545-7924>

¹ O autor é grato aos pareceristas anônimos que ajudaram a melhorar o texto, isentando-os de qualquer responsabilidade por eventuais erros.

Abstract

The increase in interest rates is seen by many academics and financial analysts as a bitter medicine, but necessary to face certain problems in an economy. This paper problematizes this judgment, drawing attention to the complex relationship among interest rates paid by the government, fiscal balance and economic growth. For this, based on identities of the national accounts, it builds a model of a closed economy, where it explains that raising the interest rate requires, in order to maintain fiscal balance, not the reduction of public spending, but a greater volume of investment. The contribution of the paper is to propose an equilibrium condition, starting from the simplicity of the equations and the graphical representation of the conclusion.

Keywords: government; public spending; interest rates; fiscal balance; growth.

Classificação JEL: E62, H60, H68.

I. Introdução

A inflação e o baixo crescimento voltaram a assombrar os países nos anos recentes. O debate sobre as causas desse desempenho é intenso e alguns analistas veem no Estado, ou mais precisamente, nos governos nacionais, a raiz dos problemas no PIB e nos preços. Esse grupo sustenta, por exemplo, que o ajuste necessário das economias passa por medidas impopulares no curto prazo, como elevação da taxa de juros para conter a inflação e corte nos gastos públicos. No primeiro caso, defendem que economias com trocas livres, sofrendo elevação dos preços e sem a iminência de um choque de oferta, enfrentariam excesso de demanda, exigindo, portanto, contração. A origem do problema estaria no desequilíbrio fiscal, quando o governo responde ao déficit emitindo dívidas. Caso os saldos negativos não sejam corrigidos, afirma parte da literatura recente, os déficits públicos terminariam por desancorar as expectativas de inflação, agravando o problema.

O ajuste engendraria uma redistribuição do dispêndio nacional, concentrando-o em mãos privadas. Com isso, argumentam, o excesso de demanda seria reduzido, diminuindo a pressão sobre os preços; o déficit fiscal tonar-se-ia controlado, permitindo estabilizar a dívida pública no tempo; e, garantida a solvência do erário, os agentes particulares aceitariam juros menores para financiar gastos estatais, reduzindo o custo financeiro do governo frente aos sinais de que a gestão pública é austera. O ambiente econômico alcançaria, então, estabilidade e horizonte de planejamento, trazendo de volta a confiança e, logo, o apetite para investimentos com geração de emprego e renda. De outro modo, o destemor de elevar temporariamente a taxa de juros e a austeridade para alcançar o equilíbrio fiscal seriam, desde o curto prazo, condição *sine qua non* à reconquista do crescimento econômico².

² Os adjetivos escolhidos pelo discurso econômico são impregnados de carga retórica, organizando-se em torno de campos semânticos atraentes e só aparentemente técnicos. Para uma discussão, ver Aldred (2009) e Eagleton-Pierce (2016).

Este trabalho questiona tal interpretação, chamada aqui de teoria macroeconômica tradicional (TMT)³, apoiado em um modelo de economia fechada que parte de identidades das contas nacionais. A economia fechada foi escolhida por ressaltar e facilitar a percepção sobre as consequências da manipulação da taxa de juros em relação ao orçamento público, destacando os efeitos sobre o equilíbrio fiscal e o crescimento econômico. De outro modo, o modelo permite expor com simplicidade e rigor os resultados que se estabelecem em função de alterações na taxa de juros paga pelo governo. Questiona-se, portanto, a política econômica defendida pela TMT que propõe, simultaneamente, realizar política monetária contracionista e cortar gastos do governo a fim de enfrentar instabilidades⁴. O que se pergunta é: em que medida o orçamento fiscal equilibrado é consistente com elevação da taxa de juros paga pelo governo e corte em seu consumo? A hipótese proposta afirma que não existe tal consistência e assevera que elevar a taxa de juros dos títulos públicos exigiria crescimento da renda nacional, sustentada em maior volume de investimentos, a fim de que o orçamento fiscal permaneça equilibrado. O trabalho, consequentemente, rejeita o encadeamento de causas e efeitos estabelecido pelos economistas que espousam a TMT, ao destacar a existência de uma condição de equilíbrio entre taxa de juros paga pelo governo, equilíbrio fiscal e crescimento econômico, sustentando-se na simplicidade das equações e na clareza da representação gráfica para favorecer novos debates.

A relevância dessa discussão, hoje, pode ser apreciada pelas controvérsias que emergiram com a Crise de 2008, bastando ver o *Quantitative Easing*, relatórios do Fundo Monetário Internacional e o número de artigos em macroeconomia que tratam do tema, alguns escritos por economistas

³ Teoria macroeconômica tradicional (TMT) é definida, aqui, como o conjunto de teorias que dominaram o debate econômico desde a ascensão do monetarismo, nos anos 1970, até o evento do novo consenso macroeconômico, já nos anos 2000. Embora a amplitude da categoria seja controversa, a classificação tem sentido ao perceber-se certa continuidade temática e metodológica entre as diferentes escolas incluídas (Summers; Furman, 2020; Screpanti; Zamagni, 2005; Blanchard, 2019), e, para os fins deste trabalho, resumir características que facilitam situar diferentes teses em relação às conclusões obtidas.

⁴ O problema da inflação não será aprofundado aqui devido ao escopo do trabalho.

consagrados, como Larry Summers e Olivier Blanchard. No Brasil, o debate repercute o valor da taxa Selic, que indexa os títulos públicos e termina por criar um problema de coordenação entre as políticas fiscal e monetária, dado que o custo das variações da taxa básica de juros são custeadas pelo Tesouro Nacional.

O artigo, para enfrentar o objeto proposto, está dividido em cinco seções, além desta introdução. A segunda seção revisa pontos do debate recente sobre o tema. A terceira propõe um modelo que estabelece uma condição de equilíbrio para economia fechada e faz sua representação gráfica. A quarta destaca os resultados obtidos com o modelo. Na quinta seção, avaliam-se os resultados e a hipótese proposta. Nas considerações finais, indica-se novas perguntas.

2. A controvérsia entre taxa de juros e equilíbrio fiscal

O debate entorno das políticas monetária e fiscal acirrou-se a partir da Crise de 2008. A preponderância das teses defendidas pelo novo consenso, desde a virada do século, foi questionada e temas como o papel do Estado na regulação do mercado financeiro, a emissão de moeda, a taxa de juros e as consequências do déficit público ganharam novas interpretações.

No novo consenso estavam associados, em termos teóricos, otimização intertemporal, expectativas racionais e ciclos reais de negócios (novos-clássicos) com rigidez de preços e concorrência imperfeita (novos-keynesianos), sustentados em modelos econométricos que permitiam simulações dos efeitos de políticas econômicas (Arantes; Lopreato, 2018). A síntese realizada, porém, se restringiu ao pensamento macroeconômico dominante do fim do século XX, avançando principalmente teses novo-clássicas e novo-keynesianas (Teixeira; Missio, 2011).

Para seus economistas, o crescimento do produto real no longo prazo se faria a partir de deslocamentos da função de produção e, por consequência, a política monetária expansionista não lograria reduzir o desemprego de

forma permanente, resultando apenas em maior inflação. Ou seja, a moeda seria neutra no longo prazo e a Curva de Phillips vertical (Arantes; Lopreato, 2018). Isto posto, “a taxa de desemprego no longo prazo é determinada pelas condições de oferta e pelas condições do mercado de trabalho, negligenciando-se, portanto, fatores de demanda” (Teixeira; Missio, 2011, p. 277).

A atenção volta-se, então, para a estabilidade e para a política monetária de curto prazo, via regra de conduta, deixando aos agentes a criação de trajetórias de crescimento por meio de novos negócios e avanços tecnológicos. À política fiscal sobra um papel secundário, cujo objetivo é estabilizar a dívida pública (Teixeira; Missio, 2011). Eventuais flutuações capazes de estabelecer, no curto prazo, um *trade-off* entre inflação e desemprego, apesar da presença de expectativas racionais, surgem da rigidez de preços e salários.

As expectativas são fundamentais nos modelos do novo consenso, pois, a partir das informações disponíveis, os agentes criam racionalmente cenários futuros obedecendo à “crítica de Lucas” para guiar suas escolhas. Por conseguinte, essas projeções precisam estar ancoradas nominalmente em regras previsíveis de política monetária como, por exemplo, metas de inflação credíveis estabelecidas por uma autoridade monetária independente. Como resultado, emergem do novo consenso recomendações que dão à autoridade monetária grande destaque na condução da economia, marcadamente através da taxa de juros.

Formalmente⁵, partindo de uma curva do tipo IS, uma Curva de Phillips e uma Regra de Taylor, o novo consenso define que, quando a taxa de juros controlada pelo banco central iguala a taxa de juros real de equilíbrio, a inflação iguala a meta e o hiato do produto é zero, isto é, a economia está sobre a NAIRU (Arantes; Lopreato, 2018). Ou seja, a taxa de juros afeta a demanda agregada e, por isso, a política monetária mostra poder sobre as variáveis ditas reais da economia. Por essa razão, a autoridade monetária deve seguir regras de conduta que tornem suas decisões previsíveis aos agentes,

⁵ Um modelo simplificado está descrito em Arantes e Lopreato (2018, p. 5).

facilitando a formação de expectativas adequadas às diferentes situações da economia. À política fiscal resta o papel de “(...) manter a sustentabilidade da dívida como meio de garantir a eficiência da política monetária (...) no controle da inflação” (Arantes; Lopreato, 2018, p. 6)

As implicações do modelo ficam mais claras quando se associa uma equação para o déficit público. Utilizando Carlin e Soskice (2015, p. 518), tem-se:

onde,

$$\Delta D \equiv G - T + iD \quad \begin{array}{l} G \text{ é o consumo do governo; } T \text{ é a arrecadação tributária; } D \text{ é o estoque da dívida; e } i \\ \text{é a taxa de juros.} \end{array} \quad (1)$$

Como a preocupação principal é a dívida pública em relação ao PIB, os autores reescrevem a equação 1 e, após algumas manipulações algébricas, chegam a:

$$\frac{\Delta D}{Y_t} = \frac{G - T}{Y_t} + (r - g) \frac{D}{Y_t} \quad \begin{array}{l} \text{onde,} \\ r \text{ é a taxa real de juros; e } g \text{ é a taxa real de} \\ \text{crescimento do produto.} \end{array} \quad (2)$$

Assim, de acordo com a equação 2, diferenças entre a taxa de juros real e a taxa de crescimento econômico redundarão em variações na dívida pública que só poderão ser compensadas pelo resultado primário. Isto é, se $r > g$, na ausência de compensação por $\frac{G - T}{Y_t}$, a relação dívida-PIB crescerá, um resultado que, se mantido, pode comprometer a expectativa de solvência do governo. Para reverter o quadro, torna-se necessário ajustar as contas públicas primárias a fim de manter a crença na capacidade de pagamentos do erário e evitar a elevação da taxa de juros paga pelo governo em relação à taxa (natural) de equilíbrio. Só assim, a economia continuaria trabalhando perto do seu potencial (Arantes; Lopreato, 2018).

A crise de 2008, todavia, iniciou um ciclo de críticas ao novo consenso. Nesse debate, pleno de controvérsias, autores como Bianchi e Melosi (2019), por exemplo, destacaram que a crise financeira internacional de 2008 acarretou

elevada relação dívida pública sobre PIB em vários países, fazendo alguns economistas alertarem sobre o risco de os orçamentos fiscais, mesmo com governos adimplentes, afetarem tanto a inflação como a atividade das economias. A materialização dessa possibilidade dependeria das expectativas do setor privado em relação à atuação das autoridades monetária e fiscal.

Para discutir o problema, Bianchi e Melosi (2019) propuseram um modelo de equilíbrio geral novo-keynesiano e, a partir dele, supuseram, primeiramente, que os agentes econômicos normalmente acreditam que as duas autoridades trabalham coordenadamente sobre as políticas monetária e fiscal a fim de atingir uma taxa de inflação apropriada. Em seguida, supuseram que tal coordenação pode não acontecer temporariamente e estudaram suas consequências em cenários de elevados desequilíbrios fiscais. Assim, se os agentes racionais acreditarem que a autoridade fiscal não ajustará os gastos apesar do nível elevado de endividamento e, ao mesmo tempo, presumirem que a autoridade monetária manterá seu compromisso com a taxa de inflação, suas expectativas serão de déficit público, maior inflação em razão do crescente desequilíbrio no erário, elevação da taxa de juros pelo banco central para conter o aumento dos preços, redução do crescimento econômico, menor arrecadação e novo desequilíbrio fiscal. Nas palavras de Bianchi e Melosi (2019, p. 8, tradução nossa),

neste caso, uma política monetária restritiva não só é incapaz de manter a inflação baixa, como também tem o efeito perverso de deprimir significativamente a atividade econômica. De fato, mostramos que, se a autoridade fiscal prevalecer, o bem-estar seria maior se o banco central se adaptasse imediatamente ao comportamento daquela autoridade.

Para os economistas, portanto, a utilização da política monetária *one fits all* carrega, em si, o risco de causar mais danos do que permitir ajustes satisfatórios, principalmente em economias muito endividadas.

Em outro olhar crítico à ortodoxia representada pela TMT, Mason e Jayadev (2018) observam que a teoria dominante ignora a potência da política fiscal. Sobre essa literatura, onde “(...) a política monetária é preferida para a

gestão da demanda, enquanto a política fiscal é designada para a estabilização da dívida” (Mason; Jayadev, 2018, p. 3, tradução nossa), concluem:

(...) a atribuição de instrumentos conhecida, na qual a taxa de juros é definida pela autoridade monetária para manter o produto no nível potencial e o saldo fiscal é definido para manter a relação dívida/PIB constante (...), implicará, em geral, os mesmos valores para a taxa de juros e o saldo fiscal que uma regra diferente, na qual o saldo fiscal é definido para manter o produto constante e a autoridade monetária define a taxa de juros no nível necessário para manter a relação dívida/PIB constante (...). Isso ocorre porque, quanto maior a relação dívida/PIB, mais as variações nessa relação dependem da taxa de juros efetiva, em oposição ao saldo fiscal corrente. Assim, a metáfora familiar de “espaço fiscal” está exatamente invertida. (Mason; Jayadev, 2018, p. 2, tradução nossa)

Para discutir a hipótese, definem um modelo de equações que inclui uma Curva IS, uma Curva de Phillips, uma equação similar à 2 e outra a prescrever que, para manter o produto em seu potencial, é preciso que a taxa de juros caia quando os gastos autônomos diminuem ou o resultado primário do governo cresça. Com esse instrumental, Mason e Jayadev (2018) estabelecem duas alternativas para a política macroeconômica alcançar o produto potencial e manter a estabilidade de preços:

1. finanças sólidas, quando é atribuída à taxa de juros o papel de permitir a produção alcançar seu potencial e a política fiscal de realizar a razão dívida-PIB escolhida;
2. finanças funcionais, quando a política fiscal recebe a função de levar o produto ao seu potencial e a taxa de juros é atribuída a tarefa de atingir a relação dívida-PIB escolhida.

O importante é que ambas implicam resultados semelhantes, contrariando novamente a receita única proposta pela TMT:

a questão é que, se houver uma única meta para a demanda (...) e uma meta para o índice de endividamento, e se cada instrumento puder ser livremente ajustado para atingir uma dessas metas, então a combinação

de valores dos instrumentos que atinge ambas as metas não depende de qual instrumento é atribuído a qual meta. É nesse sentido limitado, porém importante, que as duas regras são equivalentes. (Mason; Jayadev, 2018, p. 8, tradução nossa).

O debate também reverberou o fato de que a taxa de juros nos Estados Unidos e diversos outros países apresentava tendência de queda já há algumas décadas. A questão parece ter ganhado relevo dentro do debate *mainstream* a partir do artigo de Olivier Blanchard, publicado em 2019, na *American Economic Review*. Ali, o economista observou o movimento das variáveis taxa de juros e taxa de crescimento econômico na história recente e considerou que o sinal enviado indica que a dívida pública não terá custo fiscal elevado e apresenta custo de bem-estar limitado.

Assim, ponderando que, por décadas, a taxa de juros foi menor do que a taxa de crescimento na economia estadunidense e partindo de uma equação que guarda similaridades com a equação 2⁶, o autor afirmou que, dado o déficit primário, a evolução da dívida de um país depende da relação entre taxa de juros e taxa de crescimento ao longo do tempo. Com isso, argumentou, o déficit e, conseqüentemente, a maior dívida, não são necessariamente ruins se permitem gastos que, por seu potencial de retorno, diminuem o peso fiscal dos pagamentos futuros de juros. De outro modo, dado a relação $r < g$ ao longo do tempo, a dívida tende a ser sustentável e ações fiscais contracíclicas não precisam ser temidas, pois não devem implicar aumentos de tributos. Logo, o espaço fiscal de uma economia não pode ser referido apenas ao valor da sua dívida pública, devendo ser analisada a relação dívida-PIB e, também, sua dinâmica, avaliando se o peso fiscal dos juros são compatíveis com o ganho de renda gerado pelo crescimento econômico (Blanchard, 2019).

⁶ Seja $d_t = \frac{1+r_{adj,t}}{1+g_t} d_{t-1} + x_t$, onde d_t é a razão dívida sobre PIB; r_{adj} é a taxa de juros ajustada pelos títulos do Tesouro estadunidense; e x_t é a razão déficit primário sobre PIB (Blanchard, 2019, p. 1205).

Naturalmente, essa conclusão tem impactos intergeracionais. O autor recuperou o modelo de Peter Diamond para questões fiscais, proposto em 1965, e concluiu que, enquanto a taxa de juros for inferior à taxa de crescimento, a elevação do bem-estar da geração atual, derivada do déficit público, não impactará negativamente o bem-estar das gerações futuras, contradizendo a tese dominante de que maior dívida será ruim para todos e sempre. O resultado, ao computar gerações futuras, contraria as preocupações dos economistas ligados à TMT, máxime focados em modelos de curto prazo.

Pouco tempo depois, Lawrence Summers e Jason Furman (2020) também escreveram um artigo que desafiou o *mainstream* do novo-consenso. Nele, os autores consideraram a queda na taxa de juros nas últimas décadas, lado a lado ao acúmulo de déficits públicos, e discutiram se as políticas e as métricas que concentraram as preocupações sobre a relação dívida-PIB ainda são realistas para os dias atuais. Em outras palavras, testemunharam que a longa tendência de queda nas taxas de juros veio acompanhada de pequena queda na taxa de inflação, junto com crescimento da dívida pública e redução das expectativas de aumento de preços, indicando que houve transformações reais na economia e não apenas variações conjunturais de aspectos monetários⁷.

Sua contribuição contraria a leitura tradicional sobre as implicações entre gasto público, taxa de juros e dívida pública. No artigo, afirmam:

o pensamento tradicional do último meio século tem defendido que a política monetária deve assumir a responsabilidade principal pela estabilização

⁷ “Neste ponto, consideramos pouco plausíveis as explicações baseadas na crise financeira, nas escolhas de política monetária ou em fatores globais para justificar mais do que uma pequena parte da queda das taxas de juros reais. As reduções das taxas reais antecedem a crise financeira, continuaram depois que as condições financeiras se normalizaram e são igualmente pronunciadas em países como o Canadá, onde a crise financeira foi muito menos severa e as instituições financeiras permaneceram saudáveis.” (Summers; Furman, 2020, p. 8. tradução nossa) Os autores apontam hipóteses para a redução da taxa de juros sustentadas em causas reais: aumento da poupança em função de mudanças demográficas, alterações no mercado de trabalho e distribuição de renda; e menor investimento privado causado por maior eficiência no uso do capital, impacto de novas tecnologias e redução dos preços dos bens de capital.

da demanda agregada e pela garantia de baixa inflação. Essa é a teoria econômica essencial por trás da ideia amplamente difundida de bancos centrais independentes com metas definidas. A política fiscal, por sua vez, é vista como atuante por meio de estabilizadores automáticos e pacotes de estímulo discricionários em momentos de grande crise. (Summers; Furman, 2020, p. 9, tradução nossa)

Para os autores, esse pensamento não é adequado quando as taxas de juros atuais e futuras estiverem em níveis baixos. Nesse ambiente, a política monetária é incapaz de garantir a consecução das metas de inflação e estabilizar a economia. Além disso, “(...) existe um risco real de que políticas fiscais contracionistas comprometam a estabilidade financeira, forçando reduções nas taxas de juros que podem incentivar alavancagem excessiva e bolhas de preços de ativos.” (Summers; Furman, 2020, p. 9, tradução nossa).

Os economistas afirmam, então, que, contemporaneamente, a política fiscal tornou-se crucial para a estabilização da economia, enquanto a política monetária deve evitar a instabilidade financeira, “(...) caso contrário, é praticamente como ‘empurrar uma corda’ quando se trata de acelerar o crescimento econômico.” (Summers; Furman, 2020, p. 2, tradução nossa). Além disso, sob elevada capacidade ociosa e baixa taxa de juros e custos de capital, o chamado efeito *crowding out* tem pouca importância, pois o temor em relação a sustentabilidade da dívida pública é superado pela tendência de que a expansão dos gastos leve a acréscimos na produção superiores ao aumento dívida, reduzindo a relação dívida/PIB. Ou seja, afirmam, como fez Blanchard (2019), que, na verdade, dado o déficit primário, o crescimento da relação dívida-PIB⁸ depende do valor da taxa de juros e do crescimento econômico.

Por isso mesmo, Summers e Furman (2020) criticam a ideia de orçamentos equilibrados ciclicamente, posto que elevariam o risco de instabilidade financeira e de crescimento abaixo do possível. Para eles,

⁸ Os efeitos intergeracionais, como em Blanchard (2019), são um exemplo.

as baixas taxas de juros também criam inúmeras oportunidades. Elas ampliam o escopo para políticas fiscais expansionistas, tornam a dívida mais sustentável e aumentam o alcance dos investimentos públicos que se pagarão ao longo do tempo. Se a era das baixas taxas de juros se tornará um período de recessões mais prolongadas e severas e bolhas maiores nos mercados financeiros, ou se, ao contrário, se transformará em uma oportunidade para investimentos públicos e um crescimento econômico mais robusto, dependerá das decisões de política macroeconômica. (Summers; Furman, 2020, p. 43, tradução nossa)

Toda essa discussão em torno do *mainstream* ocorreu paralelamente às linhas de interpretação muito diferentes, heterodoxas, que também apresentaram avanços⁹. Para o escopo deste trabalho, todavia, a discussão dentro do teoria tradicional será suficiente para destacar as implicações do modelo que será apresentado na próxima seção.

3. O modelo

As contas públicas são questões candentes na política, na grande imprensa e na academia em quase todo o mundo. A polêmica se intensificou, porém, desde a Crise de 2008 e a tragédia recente da pandemia elevou, ainda mais, o tom dessa discussão, oferecendo diferentes hipóteses e números que apontaram problemas e soluções discordantes a tensionar a controvérsia sobre o papel do governo na economia e na sociedade.

À vista disso, um modelo de economia fechada parcimonioso, afeito à Navalha de Occam, destacando as relações entre taxa de juros paga pelo governo, equilíbrio fiscal e crescimento econômico, pode contribuir para o debate. Para tanto, partir de identidades disponibilizadas pelas Contas Nacionais ajuda a observar o problema, ressaltando as correlações estabelecidas entre variáveis indicadoras de desempenho de uma economia nacional.

⁹ Para os pós-keynesianos, por exemplo, ver Resende, M. F. C.; Terra; Ferrari Filho (2021), Resende, A. L. (2020) e Kelton (2020).

3.1. Um modelo para economia fechada

É útil iniciar a análise a partir da representação mais básica das contas nacionais, porém, modificando-a. A expressão original é uma identidade que indica que a soma dos dispêndios se iguala à renda do país. Assim, suponha uma economia fechada. A renda (Y) é:

onde,

$$Y \equiv C + I + G \quad \begin{array}{l} C \text{ é o consumo das famílias; } I \text{ é o investimento; e } \\ G \text{ é o consumo do governo.} \end{array} \quad (3)$$

No modelo proposto, o gasto do governo precisa incluir os juros pagos pelo ente público. Para tanto, considere:

onde:

$$G^* = G + i.D \quad \begin{array}{l} G^* \text{ é o consumo do governo somado aos juros pa-} \\ \text{gos pelo governo; } i \text{ é a taxa de juros paga pelo go-} \\ \text{verno; e } D \text{ é o estoque da dívida pública} \end{array} \quad (4)$$

Logo, $i.D$ é o valor dos juros pagos pelo governo. Incorporando 4 em 3 e mantida a igualdade, tem-se:

$$Y + i.D = C + I + G^* \quad (5)$$

Se o consumo das famílias for descrito como função da renda disponível, tem-se:

onde:

$$C = c + b(Y - T) \quad \begin{array}{l} b \text{ é propensão marginal a consumir; } T \text{ é o valor} \\ \text{dos tributos arrecadados pelo governo; e } c \text{ é o con-} \\ \text{sumo das famílias quando a renda é nula.} \end{array} \quad (6)$$

Considerando a carga tributária como uma parcela da renda que o governo arrecada, tem-se também que $T = a.Y$, onde a é a carga tributária ($a < 1$). Assim, substituindo, obtém-se:

$Y = c + b.(Y - a.Y) + I + G^* - i.D$. Logo, isolando Y , chega-se a:

onde k é o multiplicador da renda:

$$Y = \frac{1}{1-b.(1-a)} . (c+I+G^*-i.D), \quad k = \frac{1}{1-b.(1-a)} \quad (7)$$

Logo, $Y = k.(c + I + G^* - i.D)$. Como o objetivo é destacar o imperativo do orçamento público equilibrado, tem-se $T = G^*$ e, portanto, não haveria necessidade do setor privado financiar o gasto público para além dos impostos arrecadados. Isso permite afirmar que se $T = a.Y$, então, $G^* = a.Y$. Ao assumir esta igualdade e utilizá-la na equação 7, obtém-se $Y = k.(c + I + a.Y - i.D)$ que, por sua vez, leva a:

$$Y = \frac{k}{1-k.a} . (c+I-i.D), \quad \text{onde } \delta \text{ é o multiplicador da renda no orçamento equilibrado: } \delta = \frac{k}{1-k.a} \quad (8)$$

Logo, mantendo o orçamento equilibrado, tem-se:

$$G^* = T = a.Y = a.[\delta . (c + I - i.D)] \quad (9)$$

A equação 9 já parece indicar que o orçamento equilibrado depende, neste modelo, do valor do investimento, da carga tributária, do estoque da dívida e da taxa de juros paga pelo governo¹⁰. Para tornar explícita a relação entre taxa de juros paga pelo governo e a despesa do governo, D e G serão admitidas como constantes para facilitar a apresentação e destacar o impacto da taxa de juros sobre G^* . Assim, substituindo 4 em 9, constata-se que:

$$i.D + G = a. [\delta . (c + I - i.D)] \quad (10)$$

Com pequeno trabalho algébrico, percebe-se que:

$$I = i. \left[\frac{D.(a.\delta+1)}{a.\delta} \right] + \frac{G}{a.\delta} - c \quad (11)$$

Para reduzir ainda mais equação 11, é possível chamar de β a expressão:

$$\beta = \left[\frac{D.(a.\delta+1)}{a.\delta} \right] \quad (12)$$

¹⁰ Os argumentos a , δ e c serão considerados estáveis nos curto e médio prazos.

E de γ esta outra expressão:

$$\gamma = \frac{G}{a \cdot \delta} - c \quad (13)$$

Assim, obtém-se uma equação que sintetiza a relação entre taxa de juros paga pelo governo e a necessidade de a sociedade dispor de determinado nível de investimento se quiser atender à condição de orçamento público equilibrado:

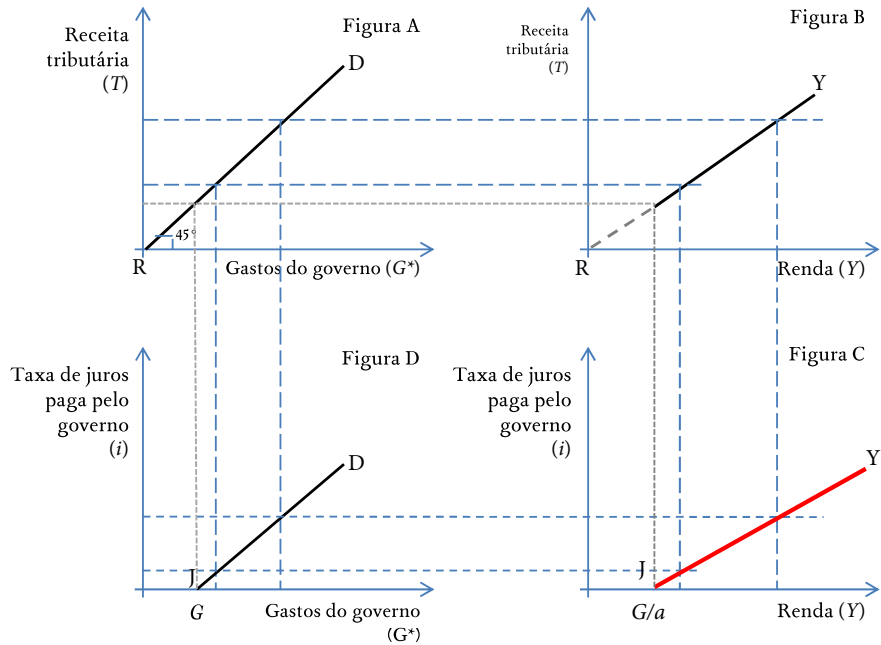
$$I = i \cdot \beta + \gamma \quad (14)$$

Destarte, as equações 11 ou 14 implicam que qualquer movimento ascendente da taxa de juros paga pelo governo, desde que se deseje equilibrar e manter equilibrado o orçamento fiscal, exigirá crescimento proporcional do investimento. Ou seja, essas equações expressam uma *condição de equilíbrio* para que não se crie déficit público em função de aumentos na taxa de juros paga pelo governo. Ainda uma vez, ambas impõem a condição necessária para que o equilíbrio do orçamento fiscal exista.

3.2. A representação gráfica

As equações propostas permitem expor uma representação gráfica das relações que estabelecem. Partindo de parâmetros como a propensão marginal a consumir (b), a carga tributária (a), o estoque da dívida (D), o consumo do governo (G) e vigendo a cláusula *coeteris paribus*, é possível construir quatro figuras que sintetizam o modelo proposto.

Gráfico 1 – Crescimento da renda, equilíbrio fiscal e taxa de juros paga pelo governo



Fonte: elaboração própria.

No Gráfico 1, a Figura A, por exemplo, que correlaciona receita tributária e despesa do governo, obriga, com a curva RD, a manter o equilíbrio fiscal. Esta curva RD pode ser representada por $T = G^*$. Já a Figura B descreve a relação entre receita tributária e a renda do país. A curva RY será descrita como $T = a.Y$. A Figura D explora a relação entre a taxa de juros paga pelo governo e o gasto total do governo (G^*). A curva JD representa $G^* = i.D + G$. Por fim, a Figura C explora a relação entre a taxa de juros paga pelo governo e o valor da renda nacional necessária para que o orçamento fiscal permaneça equilibrado. Seu desenho se inicia na equação 8, de onde se deriva a equação 14. Assim, partindo da equação 14 e substituindo na equação 8, a curva JY é ser representada por:

$$Y = i \cdot \left(\frac{D}{a} \right) + \left(\frac{G}{a} \right) \quad (15)$$

4. Os resultados do modelo

O modelo apresentado permite inferir alguns resultados que merecem destaque. Em primeiro lugar, sobressai que as equações 11 e 14 impõem, sob a cláusula *coeteris paribus*, a condição de equilíbrio para que o orçamento fiscal, em caso de elevação da taxa de juros paga pelo governo, não se torne deficitário. De outro modo, tudo mais constante, o investimento, ao impactar a renda nacional de maneira multiplicada, é capaz de compensar o efeito da taxa de juros maior sobre os gastos do governo ao ampliar a renda e, assim, a arrecadação tributária. Essa conclusão está representada no Gráfico 1, Figura C. As curvas e as expressões matemáticas representadas exigem, portanto, que haja uma relação positiva entre a taxa de juros paga pelo governo e o investimento para que o valor dos tributos, T , cresça e, conseqüentemente, o orçamento do governo não incorra em déficit.

Além disso, segundo o modelo proposto, a adoção de juros elevados implica imediato aumento do déficit público, caso a receita tributária não cresça proporcionalmente. Nesse sentido, deduz-se que juros elevados em situações de baixo crescimento tendem a aumentar o estoque da dívida e tornar ainda mais difícil garantir a solvência do setor público no futuro. Isto é, no equilíbrio fiscal inicial (momento t):

$$T_t = G_t^* = i_t \cdot D_t + G_t = a \cdot Y_t^{efetiva} = a \cdot Y_t^{equil} \text{ (sendo constante, } G_t = G \text{)}.$$

Se a taxa de juros paga pelo governo subir, tem-se $i_t < i_{t+1}$ e $G_t^* < G_{t+1}^*$. Ou seja:

$$G_t^* < G_{t+1}^* = i_{t+1} \cdot D_t + G$$

Se o crescimento da renda, porém, ocorrer abaixo do previsto na equação 15 ou no Gráfico 1, Figura C, então:

$$T_{t+1}^{efetiva} = a \cdot Y_{t+1}^{efetiva} < T_{t+1}^{equil} = a \cdot Y_{t+1}^{equil}, \text{ portanto:}$$

$$T_{t+1}^{efetiva} < G_{t+1}^* = i_{t+1} \cdot D_t + G$$

Assim, o déficit, mantido G constante, será financiado com aumento da dívida pública e

$D_t < D_t + \Delta D = D_{t+1}$, onde ΔD é o valor do déficit fiscal transformado em aumento do estoque dívida pública.

Esse resultado pode tornar negativas as expectativas para o médio e longo prazos, marcadamente se o déficit for recorrente, levando os agentes a aumentarem o valor da taxa de juros exigida para financiar o governo. Naturalmente, juros altos dificultam o pagamento de compromissos, cujo descumprimento se converte em aumento da dívida pública. Isso poderia obrigar o governo a aumentar novamente a taxa de juros, a fim de atrair os aplicadores para seus títulos, reiniciando o processo em uma espiral preocupante. Nesse contexto, o argumento da TMT não parece sustentável. A única alternativa, segundo o modelo, aqui, proposto, é a economia crescer frente ao aumento da taxa de juros paga pelo governo a fim de manter o orçamento público equilibrado.

O resultado ganha relevância porque é contrário à tese dominante nas últimas décadas que defende políticas monetárias contracionistas (elevação da taxa de juros paga pelo governo) para estabilizar qualquer economia, afirmando que as possíveis turbulências sobre o investimento e, portanto, sobre o crescimento estariam restritas ao curto prazo. Como apontado na seção 2, porém, economistas respeitados contestaram essa tese na literatura recente. Bianchi e Melosi (2019), por exemplo, defenderam a necessidade de coordenação entre as políticas a fim de evitar um espiral deletéria da economia. Mason e Jayadev (2018) alertaram que a política fiscal é muito importante em sociedades com elevada relação dívida-PIB. Blanchard (2019) e Summers e Furman (2020) foram mais longe e, observando a tendência da relação entre taxa de juros e taxa de crescimento, admitiram que investimentos públicos com retornos acima da taxa de juros, mesmo levando à déficit, podem trazer benefícios, inclusive, intergeracionais.

Um segundo resultado é obtido, avaliando o efeito de cortes no consumo do governo (G). É necessário, então, alterar a cláusula *coeteris paribus* e supor apenas um corte em G , como parte da política econômica defendida pela TMT. No modelo aqui proposto, a equação 11 representa a condição de equilíbrio, onde um dos seus termos é $\left(\frac{G}{a.\delta} - c\right)$. Se G é menor, o investimento necessário para manter o equilíbrio orçamentário diminui.

O mesmo resultado pode ser visto em termos gráficos. Uma redução em G desloca a curva JD, da figura D, para a esquerda, obrigando a curva JY, na figura C, a também mover-se para a esquerda. O que se observa, então, é que, para a mesma taxa de juros, uma redução de G leva à diminuição de Y , isto é, do produto.

O problema é que, considerando a equação 3 e o multiplicador keynesiano da renda, torna-se incontornável que, ao reduzir G , *coeteris paribus*, diminua-se a renda do país. A queda na renda agregada implica, porém, menor arrecadação tributária, o que termina por drenar o resultado esperado com o esforço de reduzir o consumo do governo. Ou seja, a resposta obtida com essa política econômica será, provavelmente, apenas o rebaixamento da renda nacional, sem alterar o problema fiscal.

Outro exercício, relaxando a cláusula *coeteris paribus*, permite observar o efeito de um aumento em i e de uma redução, simultânea, em G . Levando em conta a equação 4, percebe-se que o aumento da parcela financeira dos gastos do governo ($i.D$), se se pretende manter o gasto total (G^*) constante, exige redução de igual valor sobre a componente consumo do governo (G). À vista disso, as compras de materiais para o serviço público e a folha de salários dos servidores precisam ser diminuídos. É consequência lógica, então, que sejam reduzidas as vendas e receitas de empresas fornecedoras do governo e/ou a massa real de salários dos funcionários públicos, diante da pouca flexibilidade dos preços para baixo. Essas mesmas empresas, diante de vendas menores, reduzirão sua produção no próximo ciclo produtivo, impactando, por sua vez, seus respectivos fornecedores e empregados. Os

funcionários públicos também reduzirão seu consumo. O resultado esperado é, dependendo da relação consumo do governo sobre PIB (G/Y) e do tamanho dos cortes realizados, que a demanda agregada seja reduzida e, deste modo, a renda e, portanto, a arrecadação tributária diminuam no próximo ciclo produtivo¹¹. De outro modo, levando em conta a equação 3, deduz-se quatro consequências – dificilmente restritas ao curto prazo – que tendem a manifestar-se:

1. o valor dos juros pagos pelo governo ($i.D$) crescerá na composição do G^* , dirigindo maior volume de recursos para os detentores de títulos da dívida pública e menos para os bens e serviços não financeiros comprados pelo governo. Isto é, haverá alteração de estímulos dentro da estrutura produtiva, com redução de demanda sobre bens e serviços não financeiros;
2. ao mesmo tempo, lembrando que há concentração social na posse de títulos da dívida pública em qualquer país, essa mudança na composição dos gastos públicos, provavelmente, implicará pior distribuição da riqueza e da renda dos países;
3. o investimento privado sofrerá, primeiro, com o aumento da taxa de juros paga pelo governo, pois a taxa básica tende a contaminar as demais taxas de juros do mercado. Segundo, porque a redução das compras do governo implicará menor volume de vendas na economia;
4. Essas consequências, associadas ao multiplicador keynesiano da renda, pressionarão o PIB para baixo, assim como a arrecadação tributária.

Resumidamente, as políticas de estabilização e equilíbrio fiscal preconizadas pela TMT, de acordo com o modelo proposto, arriscam potencializar problemas e elevar riscos futuros.

Observações também precisam ser feitas aos resultados oferecidos pela equação 15. Nela se reforça, a partir do equilíbrio orçamentário, primeiro, a necessária correlação positiva entre taxa de juros paga pelo governo

¹¹ Supõe-se que a arrecadação advinda da tributação dos ganhos financeiros privados com a posse e negociação de títulos públicos é insuficiente para compensar a perda de impostos oriunda do setor não financeiro da economia.

(i) e renda (Y). Em segundo lugar, aponta para a centralidade dos parâmetros explicitados na equação, isto é, quão importantes são os valores da carga tributária (a), do estoque da dívida pública (D) e do consumo do governo (G). Estes valores foram assumidos constantes em razão do objetivo de apresentar a condição de equilíbrio na relação entre taxa de juros paga pelo governo e o crescimento da renda, mantido o equilíbrio fiscal. É possível, no entanto, relaxar mais uma vez a rigidez dos termos da equação e permitir outras variações de cenário, desde que respeitada a condição de equilíbrio. Por exemplo, deduz-se que, quanto menor a carga tributária, maior é a necessidade de fazer o PIB crescer para manter o equilíbrio fiscal, caso a taxa de juros paga pelo governo aumente. Ou ainda, evidenciar a relevância do estoque da dívida pública em políticas que busquem compensar, mediante crescimento da renda, o aumento dos gastos do governo com juros.

Destaca-se, por fim, que os resultados acima sugerem que o saldo fiscal relevante não apenas para o equilíbrio fiscal e o manejo da política fiscal, mas também para a gestão da dívida pública, ao longo do tempo, é o saldo fiscal nominal (que inclui as despesas com juros sobre a dívida pública).

Em síntese, o corolário do modelo para economia fechada, sob a condição *coeteris paribus*, é: o equilíbrio do orçamento fiscal, em caso de elevação da taxa de juros paga pelo governo, depende do crescimento da renda, pressupondo a elevação do investimento. Assim, o que o modelo proposto salienta é uma condição de equilíbrio irrecorrível, diferente da tese professada pela teoria macroeconômica tradicional.

5. Taxa de juros, equilíbrio fiscal e crescimento econômico

Os resultados do modelo para economia fechada expõem a problemática tese defendida pela TMT entre taxa de juros paga pelo governo, orçamento público e crescimento. O modelo proposto neste trabalho, quando afirma que, *coeteris paribus*, o equilíbrio fiscal, em caso de elevação da taxa de

juros paga pelo governo, depende da elevação do investimento, está explicitando a obrigatoriedade de que a renda nacional cresça, a fim de que a arrecadação tributária também o faça, compensando as maiores despesas financeiras do ente público. De outro modo, como afirmado nas subseções 3.1 e 3.2, as equações 11 e 14 são, na verdade, *condições de equilíbrio* para que as contas públicas não produzam déficit fiscal em função de movimentos altistas da taxa de juros dos títulos do governo. Trata-se, portanto, sob a cláusula *coeteris paribus*, de uma necessidade em uma economia sujeita a restrição de orçamento fiscal equilibrado.

Por isso, o primeiro resultado destacado na seção anterior contraria a tese tradicional que defende políticas monetárias contracionistas para alcançar a estabilidade, através da redução da atividade econômica. A análise dos resultados (seção 4) destacou que um aumento na taxa de juros paga pelo governo tende a redundar em déficit fiscal, com consequente elevação da dívida pública e piora nas condições de solvência do erário no momento seguinte. A depender da insistência nessa política ou da dimensão do estoque da dívida do governo (D) ou, ainda, da intensidade da elevação de i , a expectativa dos agentes econômicos em relação à solvabilidade do ente público pode deteriorar-se a ponto de passarem a exigir maiores taxas de juros para continuar a financiar os cofres governamentais. A partir de então, é elevado o risco de instalar-se uma espiral de altos juros pagos pelo governo, redução da atividade econômica, desequilíbrio fiscal, expectativas deterioradas, maiores exigências dos agentes frente à avaliação de risco de *default*¹² e reinício do circuito.

O segundo resultado do modelo proposto apontou que políticas centradas no corte do consumo do governo (G), dada a condição de equilíbrio definida, reduz o valor do investimento necessário para que receitas e despesas públicas se igualem em valor. O problema é que, como apontado pelo modelo proposto, não há motivos para os investimentos privados compensarem

¹² Risco de *default* do governo frente a uma dívida contratada em moeda nacional é controverso, porém suficiente para gerar importantes movimentos especulativos, ao menos em economias menos desenvolvidas.

a redução de G . Ainda mais em ambiente onde a redução do dispêndio agregado gera, em função do multiplicador keynesiano, diminuição ampliada da renda. E menor renda implica queda equivalente na arrecadação tributária. O modelo, portanto, nega que cortes no consumo do governo tenham o poder de gerar superávits fiscais e, deste modo, potência para, elevando a poupança do governo, diminuir o estoque da dívida pública (D) no momento seguinte. O mais provável é o país seja arrastado para a recessão sem gerar superávit fiscal.

O terceiro resultado explorou as consequências de elevar a taxa de juros e manter G^* constante, ao reduzir G . A conclusão alertou para a alteração na composição de dispêndios do governo, com redução dos gastos em bens e serviços e elevação da valores pagos a detentores de títulos públicos. Ao fim e ao cabo, dois seriam os efeitos: 1. haveria piora na distribuição de renda na economia; e 2. a redução da consumo do governo impactaria fornecedores e funcionários públicos, que multiplicariam os impactos do menor G . Logo, o desfecho mais provável seria a piora na distribuição de renda e pressão negativa sobre o PIB e a arrecadação, sem lograr estabilidade.

É interessante observar que, diante desses resultados, a condição de equilíbrio, representada pelas equações 11 e 14, atende e está em conformidade com os autores destacados na seção 2. Em relação à Bianchi e Melosi (2019), por exemplo, a necessidade de harmonizar a atuação das políticas monetária e fiscal, valorizando o papel da última, converge com o primeiro e o segundo resultados, que, somados, alertam para o risco de espirais deletérias na economia. Mason e Jayadev (2018), a partir da relação dívida pública sobre PIB elevada, muito comum em economias modernas, invertem a ordem da narrativa tradicional, sublinhando a política monetária como instrumento destacado na gestão da dívida pública. Ou seja, ressaltam a centralidade das variações na taxa de juros paga pelo governo para alcançar o orçamento equilibrado. Por fim, Blanchard (2019) e Summers e Furman (2020) mostram que, dada a taxa de crescimento, a taxa de juros baixa permite aos governos elevar seus investimentos, impactando a renda (inclusive

futura), sem incorrer em aumentos insustentáveis da dívida. Todas essas interpretações recentes estão em conformidade com a condição de equilíbrio proposta neste trabalho¹³.

Os resultados do modelo proposto, portanto, questionam os argumentos da TMT sobre a relação de causa e efeito entre elevação da taxa de juros paga pelo governo, equilíbrio fiscal e crescimento. É útil, então, explorar as razões disso.

A origem da diferença entre os resultados esperados das políticas econômicas preconizadas pela teoria tradicional e o que está proposto na seção 2 parece situar-se no campo metodológico, principalmente na crença em relação à microfundamentação da macroeconomia (flexibilidade de preços, por exemplo) e à Lei de Say. Eventualmente, essas visões presentes no pensamento tradicional tornam invisíveis processos que, na maioria das vezes, tendem a ser complexos o suficiente para fazer interagir forças opostas, capazes de dar curso diferente ao que parecia ser um caminho lógico em direção ao cenário esperado. Isto é, não levam em conta questões institucionais, como a hierarquia de mercados, incerteza radical, tempo irreversível e relação entre moeda e governo (Resende; Terra; Ferrari Filho, 2021; Resende, 2020; Feijó; Araújo; Bresser-Pereira, 2022). Assim, sob a imposição de orçamento fiscal equilibrado, o modelo proposto, derivado de relações macroeconômicas comumente aceitas, explicita vieses ignorados e sugere que outras abordagens são, com efeito, demandadas.

É nesse sentido que, à primeira vista, destacar a necessidade de maior investimento, quando os juros sobem, contraria a expectativa dos economistas afeitos à TMT. O resultado, todavia, não deveria gerar estranhamento, pois, efetivamente, só parece extravagante se o valor das inversões for considerado uma função mecânica da taxa de juros, tal como propôs John Hicks, em 1937 (Hicks, 2010).

¹³ O Gráfico 1 permite observá-las com maior clareza.

No caso da teoria tradicional, seu juízo propõe que a contração do dispêndio público (devido ao corte de gastos) e privado (devido ao aumento da taxa de juros) logo seria revertida, pois a redução da demanda por bens de consumo e de investimento, ao diminuir a disputa pelos recursos limitados, conduziria à queda nos preços e, portanto, nos custos de oportunidade (Scotti, 2021).

O modelo proposto nega, porém, essa tese e a surpresa não deriva das equações apresentadas. Para interpretar o resultado, é necessário caminhar em outra direção dentro do pensamento econômico, aproximando-se de Keynes, Kalecki e pós-keynesianos que oferecem outra visão da economia, onde a demanda é fulcral para o desempenho da produção e do emprego. Dentro desse grupo, por exemplo, o investimento é uma variável com duas realçadas características: a) quem realiza as inversões, em uma sociedade capitalista, são os donos do capital; e b) a variável está inextricavelmente imbricada com o futuro. Destarte, o capitalista, ao olhar o futuro, não pode basear-se unicamente em um critério, como, por exemplo, a taxa de juros. A decisão de investir depende da esperança de realizar a potencial nova produção, exequível com a planta recém-adquirida ou reconfigurada, a preços adequados, capazes de gerar rentabilidade acima da taxa de juros. A decisão, por isso, é complexa e depende de variáveis como o comportamento da concorrência, a evolução da tecnologia, o ambiente internacional, o caixa atual da empresa, o tempo decorrido desde a última troca de equipamentos etc., resumidos no conceito de Eficiência Marginal do Capital. Isto posto, o investimento pode, sim, manter-se, ou até crescer, mesmo se a taxa de juros sofrer variação positiva. Para tanto, a expectativa sobre o futuro, projetada pelos capitalistas, precisa parecer-lhes rentável, capaz de absorver lucrativamente a nova produção.

Assim, a condição de equilíbrio exposta na forma das equações 11 e 14, como visto, é compatível com essa leitura dos fatos econômicos. Diante disso, a discussão permite responder a pergunta realizada na introdução: em que medida o orçamento fiscal equilibrado é consistente com elevação da taxa

de juros paga pelo governo e corte em seu consumo? Os resultados do modelo proposto afirmam não haver tal consistência e a condição de equilíbrio deduzida para economia fechada resumiu os motivos. Logo, não se rejeitou a hipótese proposta. Em outras palavras, a cadeia de causa e efeito contida nos argumentos da TMT pareceu insuficiente para tratar a complexidade da relação entre taxa de juros paga pelo governo, equilíbrio fiscal e crescimento econômico.

6. Comentários finais

O governo é, na maioria dos países do globo, um ator importante na dinâmica econômica e nas escolhas dos caminhos seguidos pelas nações. Para o bem ou para o mal, o século XX “dobrou a aposta” e exigiu que os homens no poder assumissem novas responsabilidades diante de um tempo que Eric Hobsbawm chamou “de extremos”. Naturalmente, a mudança não agradou a todos. Tão logo os problemas econômicos da década de 1970 fragilizaram a legitimidade do governo indutor e protetor, a macroeconomia se reformulou, ganhando cada vez mais espaço as teses liberais até atingir o radicalismo apregoado pelos novos-clássicos.

A TMT que passou a dominar a literatura se mostrou, no entanto, uma “faca de dois gumes”: se, por um lado, reclamava o uso eficiente e eficaz dos recursos públicos, por outro aguilhoou a política fiscal e gerou dificuldades para a execução de políticas industriais e redistributivas de renda. Isso foi feito a fim de gerar, talvez inconscientemente, segurança para o capital, marcadamente o financeiro.

Os eventos ocorridos em todo o mundo, a partir de 2008 e mais recentemente a pandemia de Covid-19, porém, revelaram que não é possível conciliar corte de gastos, juros elevados pagos pelo governo, baixo crescimento e orçamento público equilibrado. A insuficiência da tese sugerida pela TMT chama, assim, a atenção, segundo Vargas (2012), porque a solvabilidade

da dívida pública é um dos critérios mais importantes dos economistas *mainstream* para aferir o comportamento adequado do governo.

Diante disso, o sinal enviado, a médio prazo, ao mercado financeiro, fruto da política econômica defendida pelo próprio mercado financeiro, é bastante inadequado. O resultado dessa contradição, consequentemente, levará a dificuldades de financiamento público, piorando as avaliações de “risco país” e, quiçá, obrigando o governo a elevar mais a taxa de juros, colocando em risco os demais gastos, representados por G . A tendência, nesse caso, é a piora na concentração de renda, ao invés de estabilidade, de crescimento e de bem-estar social. O círculo vicioso que pode se instalar, no caso de insistência sobre esse modelo, tende a produzir impactos sobre a qualidade dos serviços públicos entregues no futuro, criando um problema moral importante, pois não são os beneficiados pelos juros altos dos títulos do governo os usuários característicos daqueles serviços.

Referências

- ALDRED, Jonathan. *The skeptical economist: revealing the ethics inside economics*. London ; Sterling, VA: Earthscan, 2009.
- ARANTES, Flávio; LOPREATO, Francisco Luiz. O novo consenso em macroeconomia no Brasil: a política fiscal do Plano Real ao segundo Governo Lula. *Revista de Economia Contemporânea*, [s. l.], v. 21, n. 3, 2018.
- BIANCHI, Francesco; MELOSI, Leonardo. The dire effects of the lack of monetary and fiscal coordination. *Journal of Monetary Economics*, [s. l.], v. 104, p. 1–22, 2019.
- BLANCHARD, Olivier. Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*, [s. l.], v. 109, n. 4, p. 1197–1229, 2019.
- CARLIN, Wendy; SOSKICE, David W. *Macroeconomics: institutions, instability, and the financial system*. Oxford: Oxford Univ. Press, 2015.
- EAGLETON-PIERCE, Matthew. *Neoliberalism: the key concepts*. New York, NY: Routledge, Taylor & Francis Group, 2016. (Routledge key guides).
- FEIJÓ, Carmem; ARAÚJO, Eliane Cristina; BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Política monetária no Brasil em tempos de pandemia. *Brazilian Journal of Political Economy*, [s. l.], v. 42, n. 1, p. 150–171, 2022.
- HICKS, John. O Sr. Keynes e os “clássicos”: uma sugestão de interpretação. In: IPEA/INPES (org.). *Clássicos da literatura econômica*. 3. ed. Rio de Janeiro: IPEA, 2010. p. 456.
- KELTON, Stephanie. *The deficit myth: modern monetary theory and the birth of the people's economy*. First editioned. New York: PublicAffairs, 2020.
- MASON, J. W.; JAYADEV, Arjun. A comparison of monetary and fiscal policy interaction under ‘sound’ and ‘functional’ finance regimes. *Metroeconomica*, [s. l.], v. 69, n. 2, p. 488–508, 2018.
- RESENDE, André Lara. *Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática*. São Paulo, SP: Portfolio Penguin, 2020.
- RESENDE, Marco Flávio Da Cunha; TERRA, Fábio Henrique Bittes; FERRARI FILHO, Fernando. Conventions, Money Creation and Public Debt to Face the Covid-19 Crisis and its Aftermath: A Post-Keynesian View. *Brazilian Journal of Political Economy*, [s. l.], v. 41, n. 2, p. 254–270, 2021.
- SCOTTI, Bruno Geremias. *Avaliando os impactos da política fiscal sobre o investimento privado no Brasil através de um modelo DSGE estimado*. 2021. 58 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Ciências Econômicas/UFRGS, Porto Alegre, 2021.
- SUMMERS, Lawrence; FURMAN, Jason. *A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates*. Washington, D.C., 30 nov. 2020. Working Paper. Disponível em: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2020/11/furman-summers-fiscal-reconsideration-discussion-draft.pdf>. Acesso em: 8 maio 2023.
- TEIXEIRA, Anderson Mutter; MISSIO, Fabrício José. O “novo” consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa. *Economia e Sociedade*, [s. l.], v. 20, n. 2, p. 273–297, 2011.
- VARGAS, Neide César. Finanças públicas e evolução recente da noção de disciplina fiscal. *Economia e Sociedade*, [s. l.], v. 21, n. 3, p. 643–666, 2012.