

O mito da insustentabilidade do endividamento do governo brasileiro*

*e de outros governos centrais monetariamente soberanos

Daniel Negreiros Conceição

GPDES/IPPUR

O Diagnóstico dos economistas do governo: O Brasil enfrenta uma crise fiscal apocalíptica

“Se nada for feito para equilibrar as contas públicas, a dívida pública passará de 100% do PIB nos próximos anos, aumentando o risco do não pagamento e acelerando a inflação. Isso levará ao baixo crescimento, à falta de recursos para financiar os serviços públicos, ao agravamento do desemprego, à pobreza e ao crescimento da desigualdade.”

***Marcos Mendes**, chefe da assessoria do ministro da Fazenda, Henrique Meirelles*

A solução: Congelar os gastos públicos primários reais

“Com vistas a aprimorar as instituições fiscais brasileiras, propomos a criação de um limite para o crescimento das despesas primária total do governo central. (...) O Novo Regime Fiscal, válido para União, terá duração de vinte anos. (...) Fixa-se, para o exercício de 2017, limite equivalente à despesa realizada em 2016, corrigida pela inflação observada em 2016. A partir do segundo exercício, o limite para a despesa primária será naturalmente incorporado ao processo de elaboração da lei de diretrizes orçamentárias e da lei orçamentária anual, e consistirá no valor do limite do exercício anterior, corrigido pela inflação do exercício anterior.”

***Henrique Meirelles**, Ministro da Fazenda*

***Dyogo Henrique de Oliveira**, Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão*

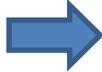
Não existe crise fiscal!

WORLD ▾		Last ↓↑	
Japan	229.20	Dec/15	▲
Greece	176.90	Dec/15	▼
Lebanon	139.00	Dec/15	▲
Italy	132.70	Dec/15	▲
Portugal	129.00	Dec/15	▼
Jamaica	128.40	Dec/15	▼
Cape Verde	123.00	Dec/15	▲
Cyprus	108.90	Dec/15	▲
Belgium	106.00	Dec/15	▼
Singapore	104.70	Dec/15	▲
United States	104.17	Dec/15	▲
Spain	99.20	Dec/15	▼
Bhutan	98.90	Dec/15	▼
France	96.10	Dec/15	▲
Ireland	93.80	Dec/15	▼
Canada	91.50	Dec/15	▲

Country List Government Debt to GDP

<http://www.tradingeconomics.com/country-list/government-debt-to-gdp>

Euro Area	90.70	Dec/15	▼
Egypt	90.50	Dec/14	▲
United Kingdom	89.20	Dec/15	▲
Jordan	89.00	Dec/14	▲
Croatia	86.70	Dec/15	▲
Austria	86.20	Dec/15	▲
European Union	85.20	Dec/15	▼
Slovenia	83.20	Dec/15	▲
Sudan	79.00	Dec/14	▲
Ukraine	79.00	Dec/15	▲
Mongolia	77.40	Dec/15	▲
Zimbabwe	77.00	Dec/14	▲
Bahamas	76.30	Dec/15	▲
Sri Lanka	76.00	Dec/15	▲
Hungary	75.30	Dec/15	▼
Serbia	73.40	Dec/15	▲

Albania	72.13	Dec/15	▲
Germany	71.20	Dec/15	▼
Iceland	68.50	Dec/15	▼
Belize	68.30	Dec/15	▲
Sao Tome and Principe	68.23	Dec/14	▼
Ghana	67.60	Dec/14	▲
India	67.20	Dec/15	▲
Mauritania	66.90	Dec/14	▲
 Brazil	66.23	Dec/15	▲
Netherlands	65.10	Dec/15	▼
Israel	64.80	Dec/15	▼
Pakistan	64.80	Dec/15	▼
El Salvador	64.16	Dec/15	▲
Malta	63.90	Dec/15	▼
Morocco	63.89	Dec/14	▲
Finland	63.10	Dec/15	▲
Costa Rica	62.11	Dec/15	▲

Ademais...



Cerca de 42% da dívida bruta do governo brasileiro resultou do programa de compra de dólares pelo Banco Central (cerca de 28%) e da transferência de recursos a bancos públicos (cerca de 12%), sem perdas patrimoniais para o governo central....

...de modo que a dívida bruta gerada por um suposto descontrole fiscal não chegaria a muito mais do que 40% do PIB.



FAQ: Reinhart, Rogoff, and the Excel Error That Changed History

by Peter Coy

 petercoy

from **BloombergBusinessweek**

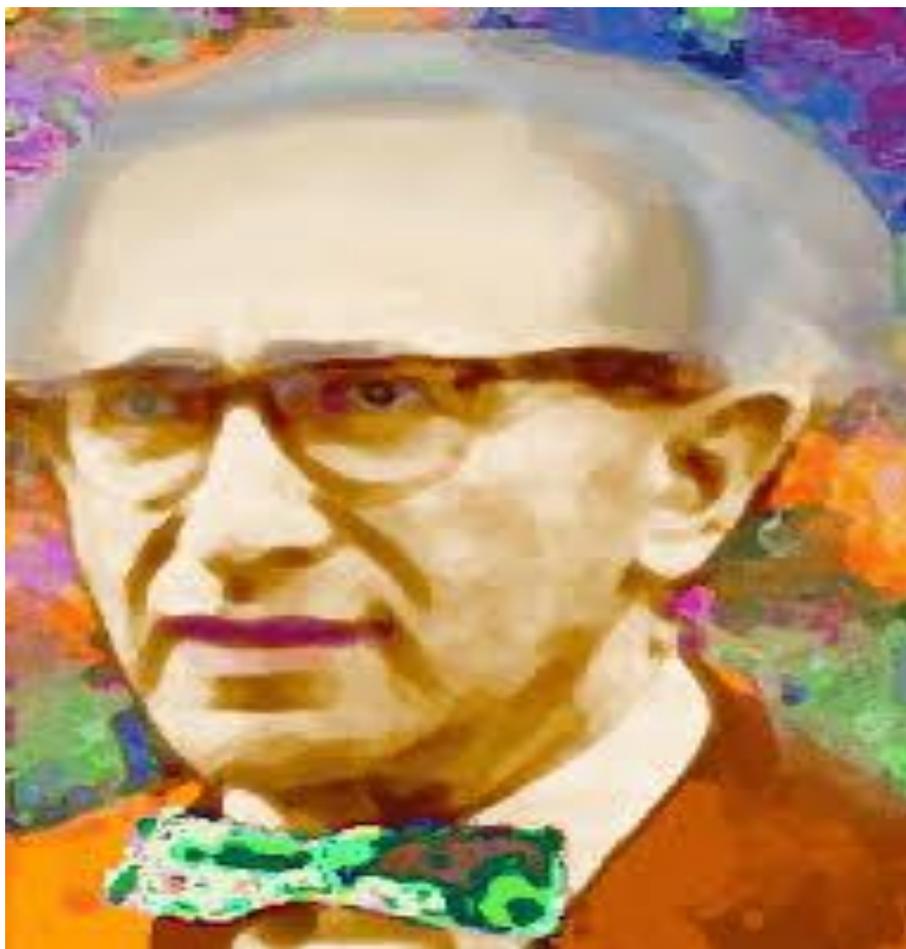
[Subscribe](#) | [Reprints](#)

April 18, 2013 – 7:31 AM BRT



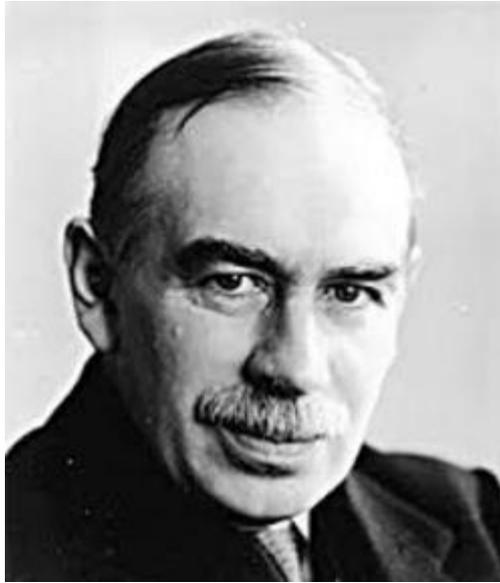
**Crises fiscais inventadas
também podem ser
destrutivas!**

- Mudanças nas **expectativas** dos agentes econômicos **têm consequências** bastante **reais**.
- Infelizmente, a crença no risco de **insolvência estatal**, nos **efeitos inflacionário** e **desestimulador do investimento privado** do endividamento público produz comportamentos que tendem a **confirmar os mitos**.
- Neste caso, o **problema é a disseminação alarmista do mito** que associa o endividamento público a toda sorte de mazelas econômicas e não o endividamento.



**Abba P. Lerner e a proposta
das finanças funcionais**

- Abba Lerner propôs que ao invés de praticar a responsabilidade fiscal (controlar o endividamento estatal), **Estados monetariamente soberanos deveriam praticar finanças funcionais** e escolher suas políticas fiscais e monetárias exclusivamente em função do mérito das suas consequências sócio-econômicas.
- **O gasto deveria ser aumentado ou reduzido não porque a dívida estatal estivesse aceitável ou grande demais, mas porque a economia estivesse carecendo de estímulos** para que os empresários voltassem a contratar ou investir **ou porque a economia estivesse perigosamente aquecida.**
- **Títulos públicos seriam comprados e vendidos** não porque o Estado estivesse carente de financiamento, mas para que os agentes econômicos pudessem ajustar a composição ideal de suas carteiras **de modo que fosse mantida estável a taxa de juros referencial.**



**O Estado brasileiro não
opera como uma família
ou uma empresa!**

- O Estado brasileiro é o **emissor do real** e, portanto, não precisa enfrentar restrição orçamentária como os demais participantes da economia.
- **O real é uma dívida estatal** (um crédito contra o Banco Central). Ninguém, além do Banco Central pode introduzir reais na economia.*
- Isso significa que, enquanto nós precisamos receber reais para depois gasta-los, **o Estado deve inevitavelmente introduzir os reais na economia para depois recebê-los!****
- Enquanto houver reais na economia haverá dívida de alguma instituição do Estado Brasileiro!
- Obviamente, a coisa muda de figura quando a dívida pública é exigível em uma moeda estrangeira.

**O governo central brasileiro
já pratica o
autofinanciamento!***

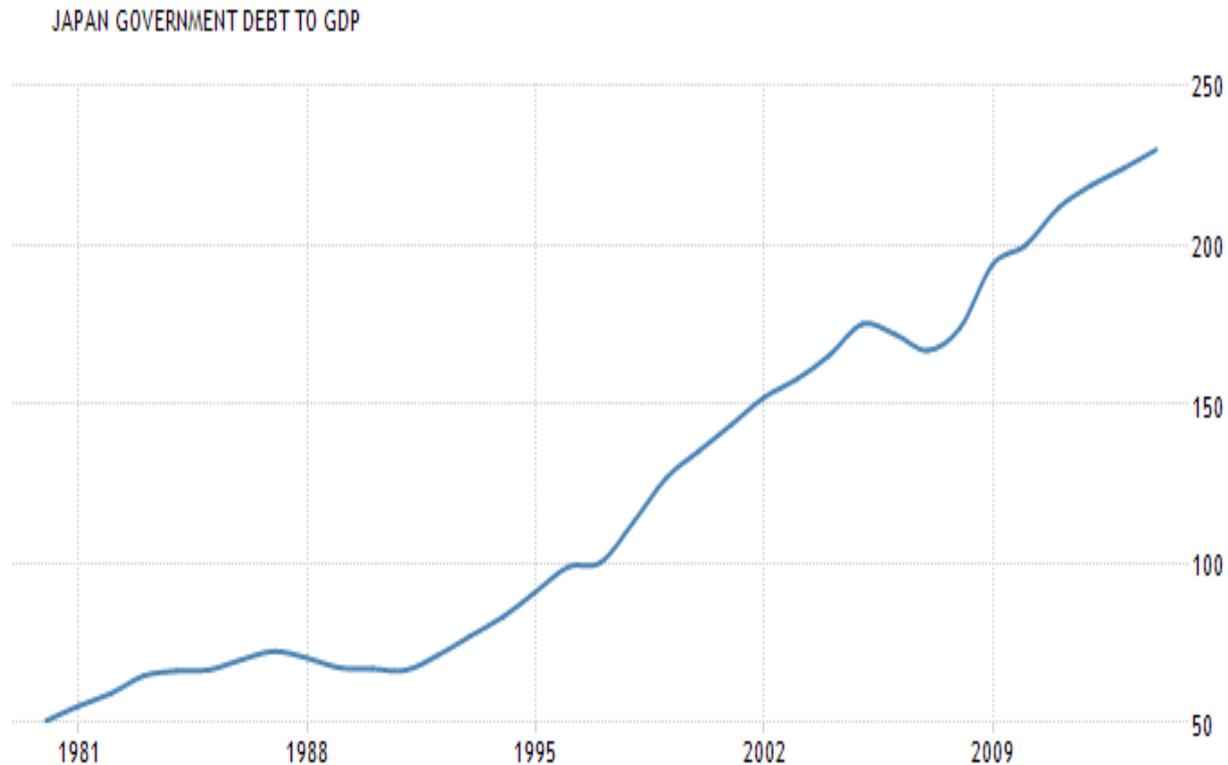
- Todo **gasto** público é operacionalizado através da **criação de moeda**.
- Toda cobrança de **imposto** ou taxa pelo governo central é operacionalizada através da **destruição de moeda**.
- **A venda de títulos públicos** não financia o déficit estatal, mas **remove reservas bancárias injetadas no sistema financeiro em consequência do déficit estatal** de modo a restabelecer o equilíbrio entre oferta e demanda por reservas bancárias sem variação na taxa de juros referencial.
- **Não há risco de insolvência** (exceto auto-imposto por governos que não compreendem este fato) **para um governo que gasta na sua própria moeda**.

**O governo central
brasileiro já se financia
emitindo moeda!***

**O Banco Central do Brasil já
cumpre o papel de comprador de
última instância dos títulos de
dívidas do Tesouro!***

- A taxa de juros referencial (**Selic**) **não reflete o risco de insolvência do governo central**, mas a taxa supostamente compatível com a meta inflacionária do Banco Central.
- Embora os juros não administrados pelo Bacen, pagos sobre títulos públicos de maiores prazos, possam refletir algum medo generalizado de que o aumento da dívida pública possa levar o Estado à situação de insolvência, **bastaria que o Bacen decidisse administrar também esses juros para que os preços destes ativos deixassem de flutuar**, como deixou claro o Fed americano com sua política de relaxamento quantitativo após 2008.

Quanto mais endividado o governo, maiores serão as taxas de juros?



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | MINISTRY OF FINANCE JAPAN

Japão

Japan Short and Long Term Rates 1989-Present



Quem acha que há risco de insolvência para o Estado brasileiro?

Standard and Poor's Credit Rating Agency Charged With Fraud in Sub-Prime Mortgage Ratings

By [Barry Grey](#)

Global Research, February 06, 2013
[World Socialist Web Site](#)

BUSINESS

Credit Rating Agencies Triggered Financial Crisis, U.S. Congressional Report Finds

04/13/2011 07:57 pm ET | Updated Jun 13, 2011

Rachelle Younglai and Sarah N. Lynch

 **ESTADÃO** ECONOMIA & NEGÓCIOS

Economia & Negócios

    ENTRAR

[Últimas](#) [Broadcast](#) [Fatos Relevantes](#) [Ferramentas](#) [Governança](#) [Indicadores](#) [Negócios](#) [Seu Imóvel](#) [Sua Carreira](#) [Suas Contas](#) [Colunas](#) [Blogs](#) [Discute](#)

PUBLICIDADE



ECONOMIA | EUA

EUA: Justiça investiga Moody's sobre atuação antes da crise de 2008

O Departamento de Justiça dos Estados Unidos abriu uma investigação sobre a atuação da Moody's Investors Service no período que antecedeu a crise de 2008, afirmaram fontes próximas ao caso.

**O gasto público deficitário não é
necessariamente mais
inflacionário que outros gastos!**

- **Inflação de demanda** acontece quando o gasto total é maior do que o produto da economia a preços correntes. Tanto o gasto privado quanto o público contribuem da mesma maneira para o gasto total.
- Ainda que monetaristas estivessem corretos sobre o efeito inflacionário de variações na oferta monetária, **deveriam se preocupar igualmente com os efeitos inflacionários de gastos públicos e privados deficitários**. Em ambos os casos, embora via processos diferentes, haveria aumento na oferta monetária.*
- **Monetaristas estão errados!** não é o aumento no estoque de moeda que produz inflação, mas o gasto total em excesso ao produto que gera inflação **E** faz crescer a oferta de moeda.

- **A gestão fiscal funcional** deveria não somente evitar que o gasto total da economia fosse **insuficiente** (desemprego), mas também que fosse excessivo (**inflação de demanda**).
- Isso nada tem a ver com o tamanho da dívida, mas com o tamanho do déficits públicos de cada período (impostos afetam o gasto total, pois afetam a renda dos consumidores).
- **Gastos públicos deficitários podem ser até mesmo desinflacionários** no médio prazo se tiverem efeito negativo sobre custos de produção em mercados competitivos ou regulados. (Ex. Ferrovias, portos e energia)

**O Brasil não está trilhando
o caminho da Grécia!**

- Para efeito de análise, a **Grécia é um país onde se usa uma moeda estrangeira.**
- A **taxa referencial praticada pelo BCE para fins de política monetária não se refere a juros pagos a portadores de títulos governamentais**, mas à taxa de refinanciamento das instituições financeiras. Assim, são os preços de instrumentos de refinanciamento para provisão de liquidez que são administrados pelo Banco Central e não títulos de governos centrais.
- **Significa que governos de países em que o euro é adotado devem vender suas dívidas a agentes privados sem que haja um comprador de última instância** como no Brasil, EUA ou Japão. Nestes casos, há realmente um risco de insolvência estatal, refletido nas taxas de juros. **O limite** para a sustentabilidade da dívida destes governos é o **ponto em que compradores potenciais se recusam a comprar títulos do governo superendividado** a quaisquer juros.
- **A situação da Grécia e outros países da zona do Euro é análoga à situação de estados brasileiros, onde o risco de insolvência existe e o conflito distributivo entre vários governos com capacidade de autofinanciamento em uma mesma moeda seria quase inevitavelmente hiperinflacionário.**

**Ainda que a dívida pública fosse
um problema, a PEC seria o
remédio equivocado!**

- Existe uma tirania contábil responsável pelo que podemos chamar paradoxo da arrecadação pública:

$$T = (I - S) + (X - M) + G \quad (T - G) = (I - S) + (X - M)$$

- A contração o congelamento do gasto primário real no patamar atua muito provavelmente preservaria a tendência contracionista para a economia, deteriorando ainda mais as contas públicas, uma vez que o gasto seria preservado enquanto a arrecadação continuaria também estagnada ou em queda juntamente com a renda.
- Finalmente, a PEC 241 traz de volta pra nossa economia um dos elementos mais destrutivos ao longo de nossa história: **a correção monetária automática.**

**Austeridade fiscal não fomenta o
crescimento!**

- **Empresário contrata e investe quando acha que vai vender mais!** A PEC congela uma das mais importantes fontes de demanda pelo que os empresários buscam vender!
- **O governo brasileiro já vinha praticando um esforço fiscal mais agressivamente conservador do que o proposto pela PEC sem resultados:** a dívida pública continuou subindo, apesar dos cortes de gastos e a fada da confiança não encantou os empresários para que investissem mais.



The long read

The case for cuts was a lie.
Why does Britain still believe it?

The austerity delusion
by Paul Krugman

Greece is clearest example that austerity doesn't work

Published: July 14, 2015 1:03 p.m. ET



Aa [font size icon]



Austerity policies do more harm than good, IMF study concludes

Economists give strong critique of neoliberal doctrine ushered in by Ronald Reagan and Margaret Thatcher in the 1980s



George Osborne announced austerity plans for the UK when he took over at the Treasury in 2010. Photograph: Matt Cardy/AFP/Getty Images

Na verdade...

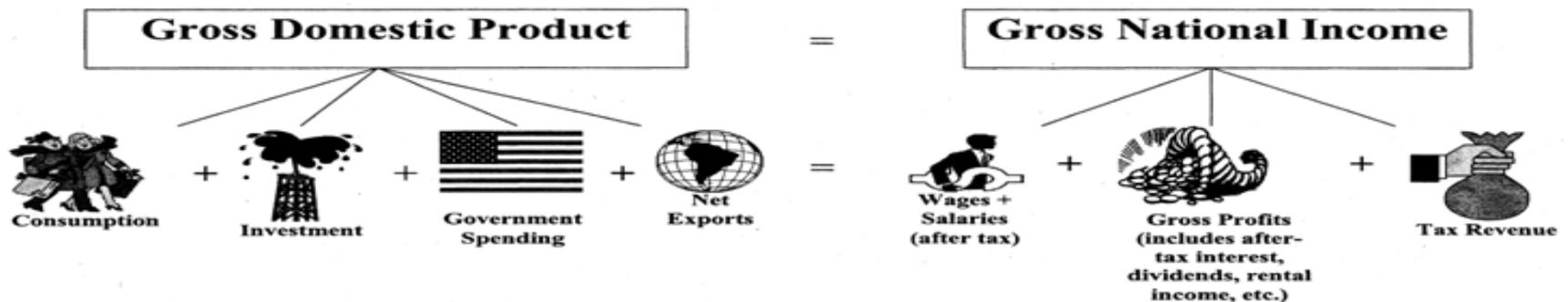
- *Crowding in*: Na ausência de operações monetárias esterilizadoras **o déficit público** aumenta as reservas no sistema financeiro e, *ceteris paribus*, **reduz os juros**.
- Muitos economistas imaginam (ou alegam) que déficits públicos “roubam” recursos do setor privado.
- No entanto, **deficits públicos enriquecem o setor não governamental**.
- A dívida pública é um ativo do setor não governamental. **Quanto maior a dívida pública, mais ricos estarão os demais participantes da economia**.
- **Um enorme problema em uma economia capitalista é o endividamento líquido do setor privado**, que aumenta quando o governo tenta reduzir a sua própria dívida.

Déficits públicos e o lucro dos capitalistas



DERIVING THE PROFITS EQUATION

We begin with the simplest national identity:



After some manipulation, we obtain:



Which can be reduced to the fundamental profits equation:



* More technically, this term is saving out of wages less consumption out of profit income.

A equação dos lucros de Kalecki

Table 1
Kalecki's simplified profits model

Income	Spending
+ Gross profits	+ Gross investment
+ Wages and salaries	+ Capitalists' consumption
	+ Workers' consumption
= Gross national product	= Gross national product

Source: Kalecki (1969)

Table 2
Kalecki's "general case" profit equation

Gross profits	=	+ Gross investment
net of taxes		+ Export surplus
		+ Budget deficit
		– Workers' saving
		+ Capitalists consumption

Source: Kalecki (1969)

**Irresponsabilidade econômica é
não praticar uma política fiscal
contracíclica pra garantir o pleno
emprego e evitar a inflação de
demanda!**

A restrição não é
fiscal; é política!

- As razões para a **oposição** dos “líderes industriais” ao pleno emprego alcançado via gastos do governo podem ser subdivididos em três categorias: (i) não gostam da interferência do governo no problema do emprego como tal; (ii) não gostam da direção dos gastos do governo (o investimento público e o consumo subsidiado); (iii) não gostam das mudanças sociais e políticas resultantes da manutenção do pleno emprego.
- a manutenção do pleno emprego causaria mudanças sociais e políticas que dariam um novo impulso para a oposição dos líderes empresariais. Com efeito, sob um regime de pleno emprego permanente, a demissão deixaria de desempenhar o seu papel enquanto “medida disciplinar”. A posição social do patrão seria prejudicada (...)

Conclusão

- A moeda é uma dívida pública!
- Dívidas públicas são uma inevitabilidade de economias monetárias!
- Dívidas públicas são resíduos contábeis de fluxos financeiros desiguais entre o Estado e o resto da sociedade. Não são um problema quando denominadas na moeda nacional!*
- Déficits públicos podem ser grandes demais quando houver risco de inflação de demanda.
- A composição do gasto não pode ser ignorada.
- Transparência, eficiência material e previsibilidade são características desejáveis de qualquer política!

**Stop this bickering already!
You are both wrong!!!!**

Stop spending
my children's
money !!!

O que aconteceria se um Banco Central, suponhamos o Fed americano, introduzisse 30 trilhões de dólares na economia americana?

Economistas ainda não compreendem bem a relação entre agregados monetários e a inflação!

NETNET

The Size of the Bank Bailout: \$29 Trillion

John Carney | @carney
Wednesday, 14 Dec 2011 | 5:29 PM ET



So this guy from (let's say) Morgan Stanley walks into a bar.

He orders drink after drink. Downs a dozen or so high-quality glasses of Scotch. Does a few shots of tequila. Maybe grabs a beer at the end of the night.



Working Paper No. 698

**\$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Bailout by Funding Facility
and Recipient**

by

James Felkerson
University of Missouri-Kansas City

December 2011

As três fontes de poupança para a sociedade

$$Y \equiv C + I + G + (X - M)$$

$$Y \equiv C + S + T - Tr_G - NTr_{CAB} + \cancel{Dep}$$

$$S = I + \text{Déficit Público} + \text{Superávit em CC}$$

Lerner's laws for functional finance went beyond the policies advocated by Keynes in his *The General Theory*. In fact, Keynes initially objected to parts of Lerner's line of reasoning. In this regard, Lerner wrote:

[A]t a lecture to the Federal Reserve in Washington in 1944, [Keynes] showed concern that there might be "too much saving" after the war. When I pointed out that the government [by increasing its spending or reducing taxes] could always induce enough spending by incurring deficits to increase incomes, he at first objected that this would only cause "even more saving" and then denounced as "humbug" my suggestion that the deficits required to induce enough total spending could always be financed by increasing the national debt. (I must add here that Evsey Domar, at my side, whispered: "He ought to read the *General Theory*" and that a month later Keynes withdrew his denunciation.)[†]

As stated by Colander, "What eventually became known as textbook Keynesian policies were in many ways Lerner's interpretations of Keynes's policies...."[‡]

Endividamento Público e Resistência Financeira: o legado de Hyman Minsky

U.S Debt and Economic Growth
(1930-2010)



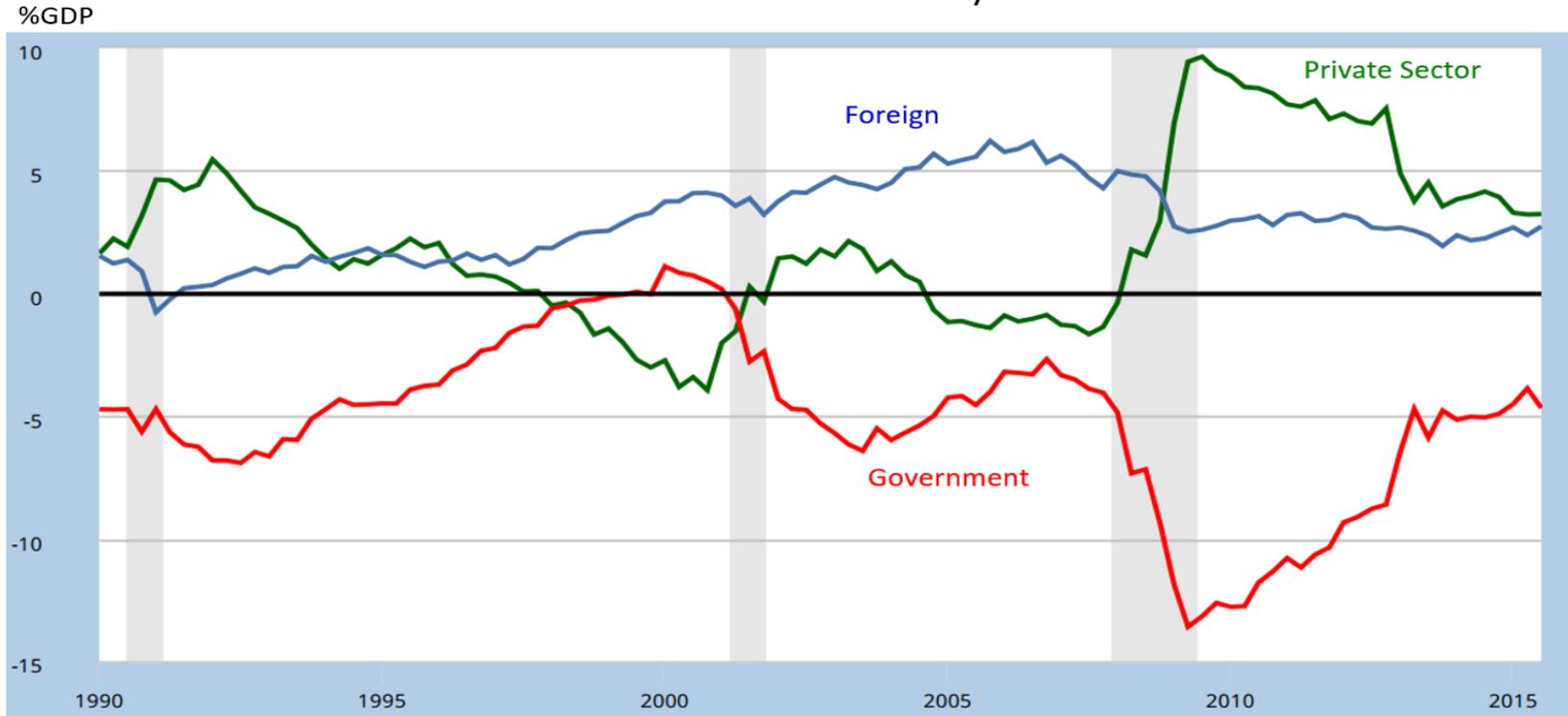
Finanças funcionais: o paradoxo da arrecadação pública e do resultado fiscal do governo

$$T = (I - S) + (X - M) + G$$

$$(T - G) = (I - S) + (X - M)$$

Os balanços setoriais: um jogo financeiro de soma zero

Sectoral Balances in U.S. Economy 1990-2015

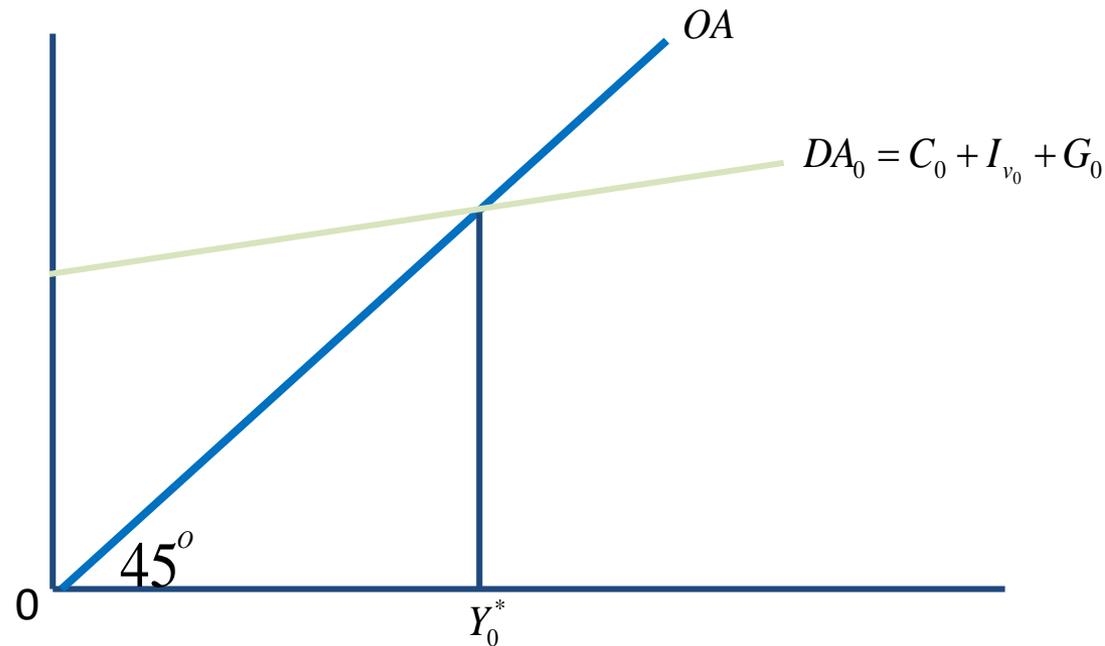


Source Data: FRED Database

Foreign represents -1*Current Account Balance (i.e., a positive is a trade deficit or capital surplus)

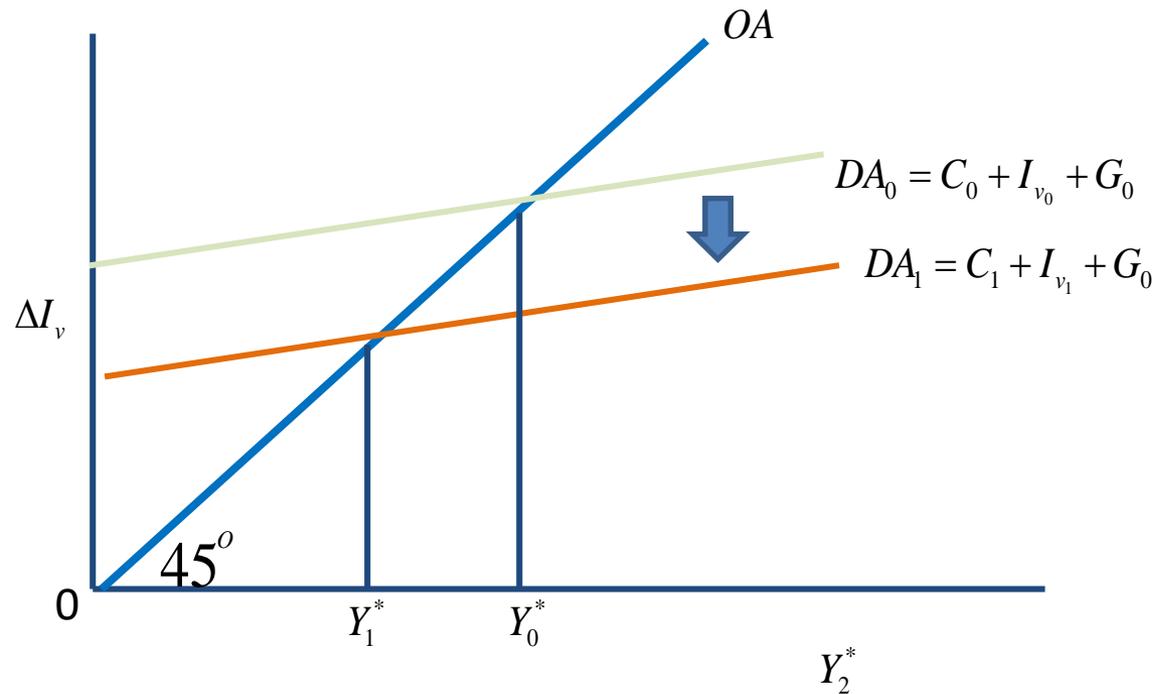
$$(S - I) = (G - T) + (X - M)$$

Estabilização econômica via déficits contracíclicos: renda desejável



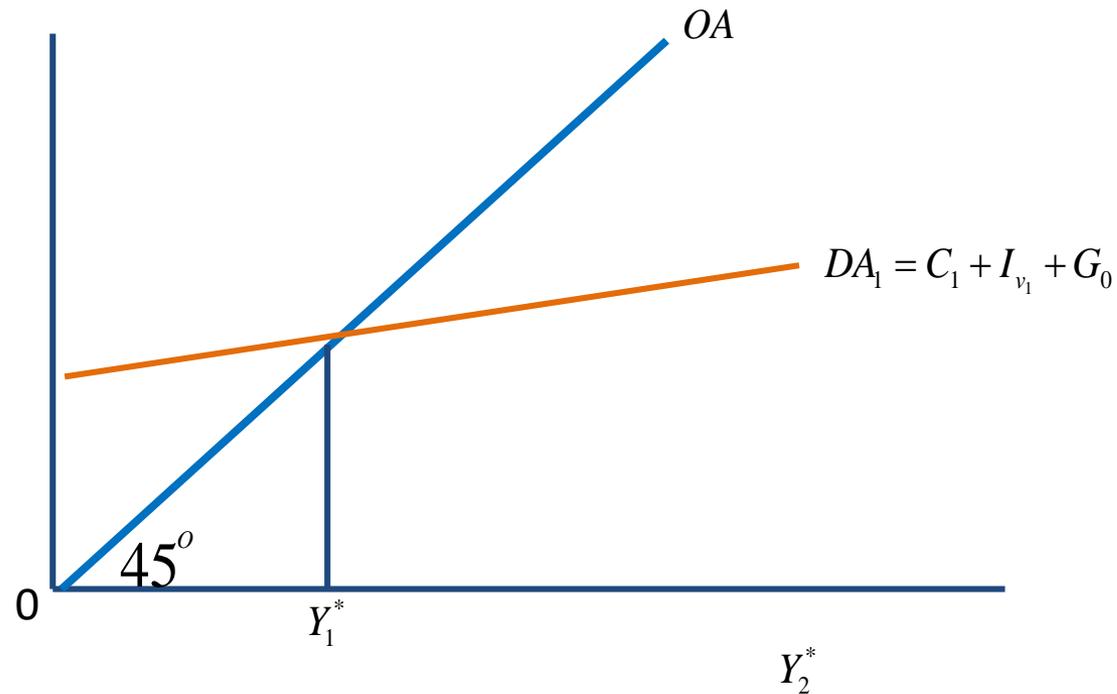
Onde
$$Y^* = DA = \frac{1}{1-b}(a + I_v + G - bT)$$

Estabilização econômica via déficits contracíclicos: queda no investimento



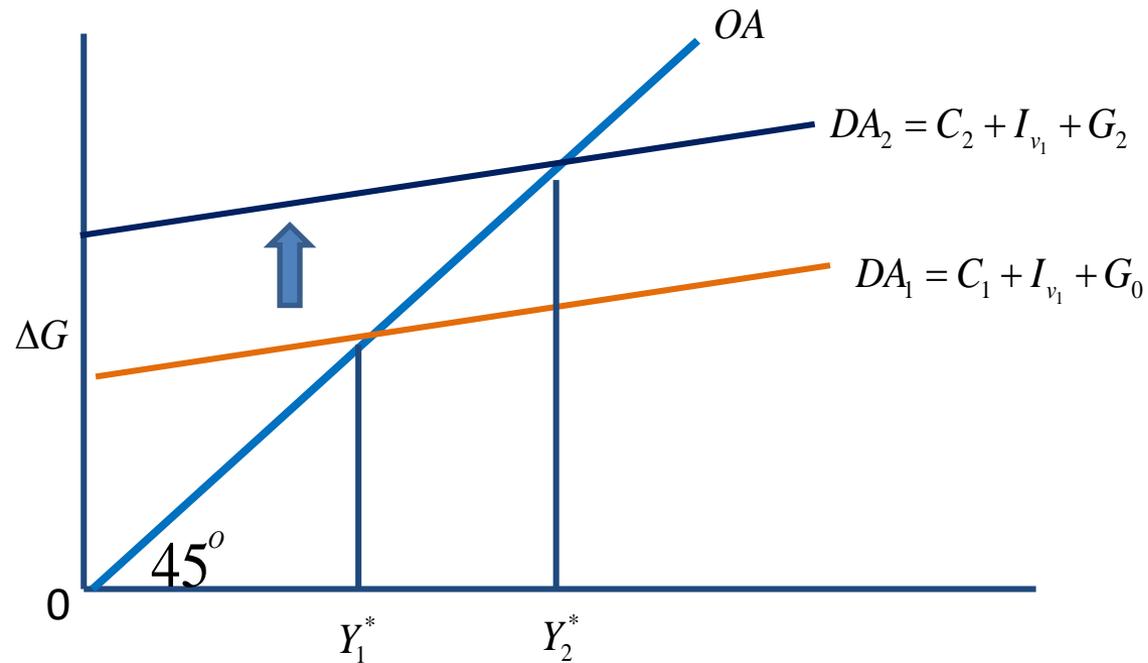
Onde
$$Y^* = DA = \frac{1}{1-b}(a + I_v + G - bT)$$

Estabilização econômica via déficits contracíclicos: nível de renda indesejável



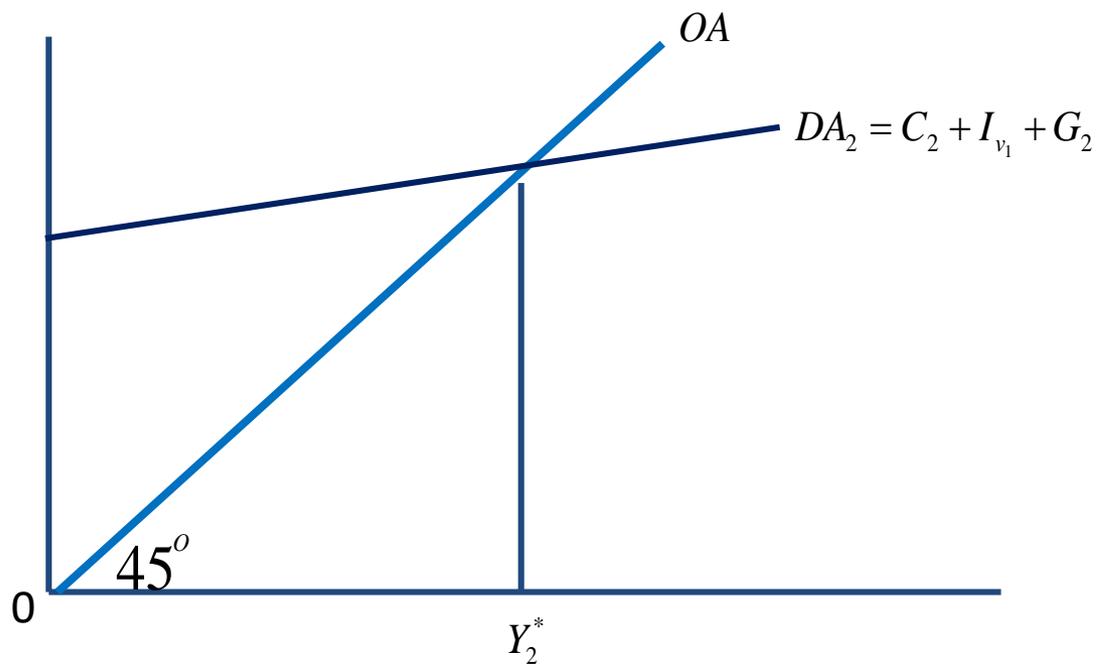
Onde
$$Y^* = DA = \frac{1}{1-b}(a + I_v + G - bT)$$

Estabilização econômica via déficits contracíclicos: estímulo fiscal



Onde
$$Y^* = DA = \frac{1}{1-b}(a + I_v + G - bT)$$

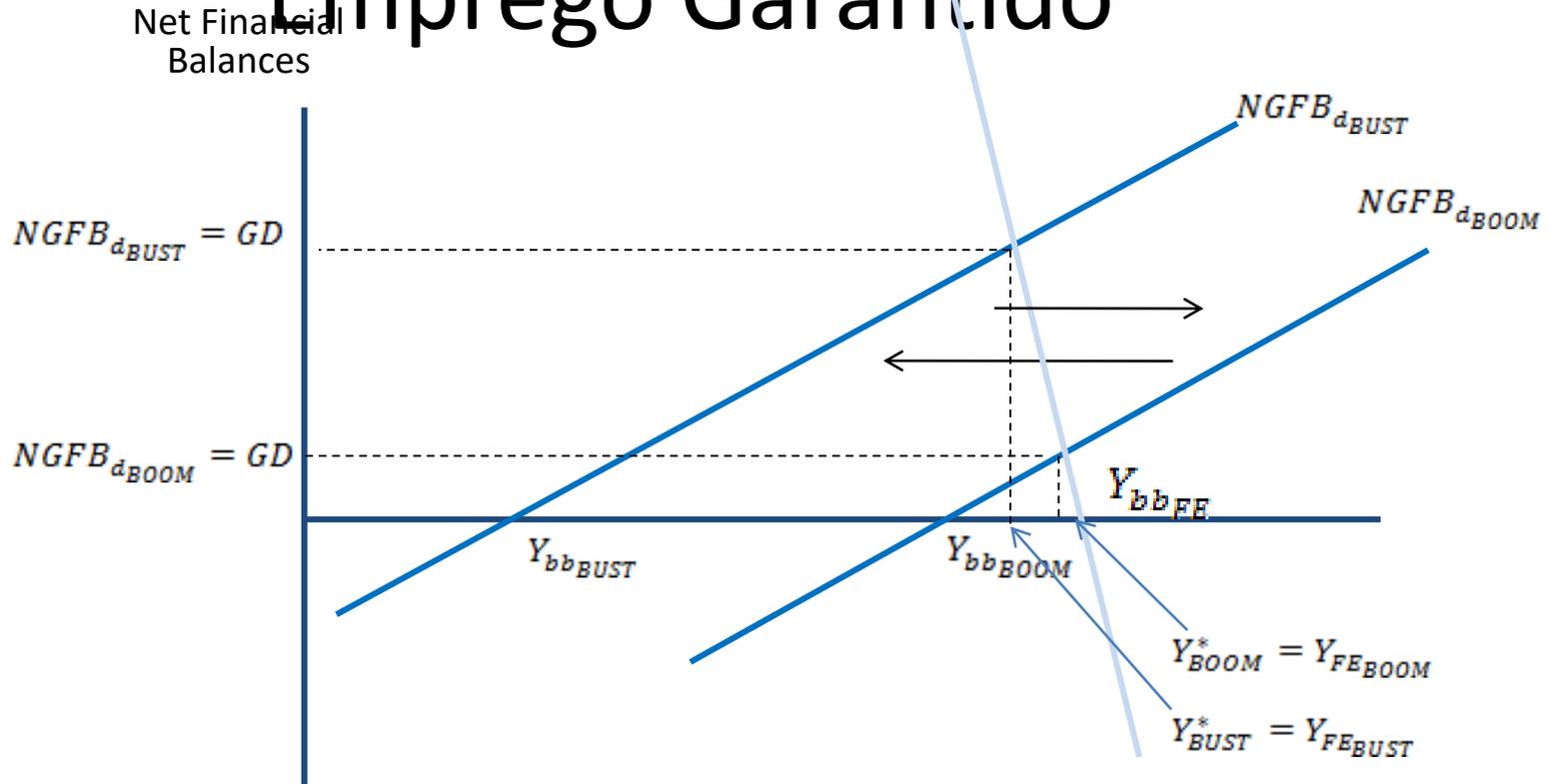
Estabilização econômica via déficits contracíclicos: nível de renda desejável



Onde
$$Y^* = DA = \frac{1}{1-b}(a + I_v + G - bT)$$

Obrigado!

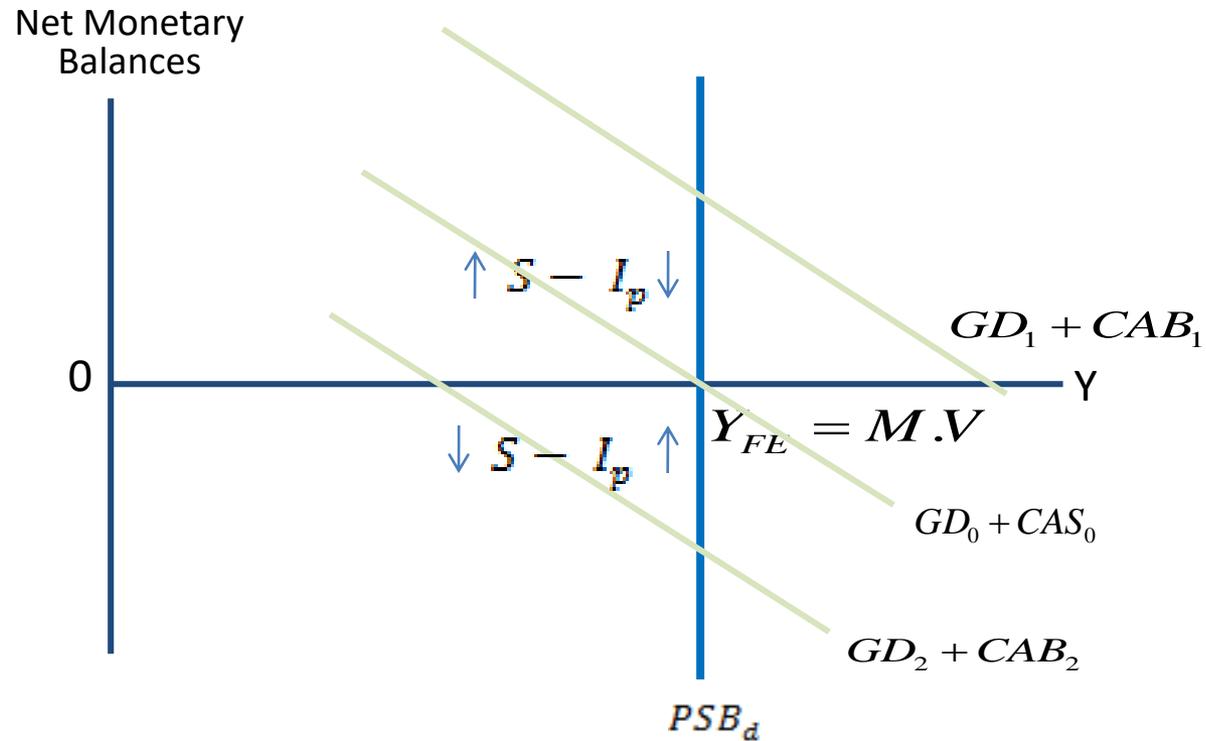
Estabilização Macroeconômica via déficits contra-cíclicos: o caso do Emprego Garantido



$$GD = G - T = \left(g - \frac{W_{min}}{W_{av}} \cdot Y \right) - (t + \lambda \cdot Y)$$

In order for slope to be independent of W_{av} , we may chose to set $W_{min} = \varphi W_{av}$

A hipótese neoclássica do crowding out total



Where $(S - I_p) = (G + Tr_G - T) + (X - M - NTr_{CAB})$

Nem tanto à terra,
nem tanto ao mar...

The highest on this list is Zimbabwe with 97.8% of GDP.

Amongst developed countries, the highest levels of government spending include Iceland (57%), Sweden (52%) and France (52.8%)

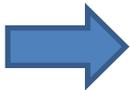
China's government spending accounts for only 20% of GDP

Zimbabwe	97.8
Cuba	78.1
Maldives	63.1
Micronesia	62.3
Iceland	57.8
France	52.8
Sweden	52.5
Denmark	51.8
Lesotho	51.2
Bosnia and Herzegovina	50.3
Belgium	50
Belarus	49.6
Finland	49.5
Hungary	49.2
Austria	49

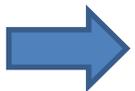
<http://www.economicshelp.org/blog/3963/economics/list-of-government-spending-as-of-gdp/>

Italy	48.8
Montenegro	48.8
Guyana	48.6
Eritrea	47.8
Solomon Islands	47.3
Ukraine	47.3
United Kingdom	47.3
Greece	46.8
Portugal	46.1
The Netherlands	45.9
Malta	44.8
Slovenia	44.3
Serbia	44
Germany	43.7
Poland	43.3
Libya	43
Yemen	43
Czech Republic	42.9
Israel	42.9
Cyprus	42.6
Dominica	42.5

Ghana	42.4
Ireland	42
Angola	41.6
Moldova	41.6
Barbados	41.3
New Zealand	41.1
Spain	41.1
Brazil	41
Mongolia	41
Ecuador	40.8
Croatia	40.7
Djibouti	40.6
Botswana	40.2
Norway	40.2
Burundi	40
Estonia	39.9
Canada	39.7
United States	38.9
Guinea-Bissau	38.8
Latvia	38.5



Malawi	38
Romania	37.6
Lithuania	37.4
Bulgaria	37.3
Luxembourg	37.2
Japan	37.1
Georgia	36.4
Jordan	36.1
Algeria	35.4
Papua New Guinea	35
Bolivia	34.8
Slovakia	34.8
Bhutan	34.6
Macedonia	34.5
Australia	34.3
Jamaica	34.3
Lebanon	34.2
Russia	34.1
Egypt	34
Venezuela	34
Swaziland	33.7



Liberia	33.4
Samoa	32.7
Oman	32.6
Albania	32.3
Switzerland	32
Kuwait	31.8
Azerbaijan	31.1
Cape Verde	31.1
Uzbekistan	31.1
Kenya	30.1
Nigeria	30
South Korea	30
Tonga	29.9
Mauritania	29.5
Kyrgyz Republic	29.3
Morocco	29.1
Saudi Arabia	29.1
Namibia	29
Vietnam	28.8
Trinidad and Tobago	28.4

Iran	28.3
Belize	28.2
Mozambique	28
Uruguay	28
Tajikistan	27.5
South Africa	27.4
Tunisia	27.3
Comoros	27.2
India	27.2
Qatar	27
Kazakhstan	26.8
Rwanda	26.7
Senegal	26.6
Colombia	26.5
United Arab Emirates	26.4
Vanuatu	26.4
Malaysia	26.3
Republic of Congo	26
The Gambia	26
Mauritius	25.8
Bahrain	25.7
Equatorial Guinea	25.5

Tanzania	25.5
Fiji	25
Nicaragua	25
Argentina	24.7
Zambia	24.6
Niger	23.8
Mexico	23.7
Turkey	23.4
Benin	23
Democratic Republic of Congo	22.7
Sri Lanka	22.6
Chad	22.1
Syria	22.1
Armenia	21.8
Honduras	21.8
Burkina Faso	21.6
Mali	21.2
Chile	21.1
Sierra Leone	21
Costa Rica	20.9
The Bahamas	20.9
★ China	20.8

Gabon	20.1
El Salvador	20
Cote d'Ivoire	19.7
Nepal	19.7
Panama	19.5
Togo	19.5
Ethiopia	19.4
Pakistan	19.3
Indonesia	19.2
Dominican Republic	19.1
Hong Kong	18.6
Cameroon	18.5
Madagascar	18.5
Taiwan	18.5
Haiti	18.2
Laos	18.2
Uganda	17.8
Thailand	17.7
Guinea	17.4
Peru	17.3
The Philippines	17.3
Singapore	17

Bangladesh	15.9
Central African Republic	15.5
Macau	14.9
Paraguay	14.8
Cambodia	13.9
Guatemala	13.7
Turkmenistan	12.3
Burma	8