

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

KEILA CORRÊA BITTENCOURT

CAPTURA, FINANÇAS FUNCIONAIS E A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA (1995 - 2008)

MARINGÁ  
2010

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

KEILA CORRÊA BITTENCOURT

CAPTURA, FINANÇAS FUNCIONAIS E A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA (1995 - 2008)

Dissertação apresentada à Universidade Estadual de Maringá, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Joaquim Miguel Couto.

MARINGÁ  
2010

Dados internacionais de catalogação na publicação  
Bibliotecária responsável: Mara Rejane Vicente Teixeira  
CRB 9 - 775

Bittencourt, Keila Corrêa.  
Captura, finanças funcionais e a dívida pública interna  
(1995-2008) / Keila Corrêa Bittencourt. - 2010.  
86 f. ; 29 cm.

Orientador: Joaquim Miguel Couto.  
Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de  
Maringá – Maringá, 2010.  
Bibliografia: 82-86.

I. Dívida pública – Brasil. I. Couto, Joaquim Miguel.  
II. Título.

CDD  
336.343381

KEILA CORRÊA BITTENCOURT

CAPTURA, FINANÇAS FUNCIONAIS E A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA (1995 - 2008)

Dissertação apresentada à Universidade Estadual de Maringá, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Aprovado em \_\_\_\_\_

BANCA EXAMINADORA

---

Prof<sup>ª</sup>. Dra. Maria de Fátima Garcia  
Universidade Estadual de Maringá

---

Prof. Dr. Jucélio Kretzer  
Universidade Estadual de Maringá

---

Prof. Dr. Joaquim Miguel Couto (Orientador)

Dedico este trabalho

A Deus por ser a fonte da vida, à minha mãe por sempre acreditar em sonhos e a mim que superei obstáculos para chegar ao mérito desta dissertação.

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus pela capacitação recebida.

À minha mãe, Marli Teresinha Corrêa Bittencourt, por suprir minhas necessidades em tudo aquilo que estava em seu alcance.

Ao professor Joaquim Miguel Couto por acreditar neste trabalho e por isso ser meu orientador.

Ao amigo Júnior Garcia que sempre esteve com sua mão estendida para ajudar no desenvolvimento deste trabalho.

E a todos que direta ou indiretamente contribuíam para o sucesso desta dissertação.

Se a educação sozinha não transforma a  
sociedade, sem ela, tampouco, a sociedade  
muda.  
(Paulo Freire)



## RESUMO

A Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) é uma das questões de grande relevância das finanças públicas no Brasil, pois sua trajetória apresentou grande oscilação após 1994, quando já efetivado o então Plano Real, ou seja, de pouco mais de R\$ 61 bilhões em 1994 ela subiu para mais de R\$ 1 trilhão em 2008. Muitas foram as tentativas de explicação, entre as quais se destacam o déficit público e taxa de juros como as principais variáveis apontadas pelos estudiosos. Assim, o objetivo deste trabalho é demonstrar que a ascensão da DPMFi possui explicação por parte de variáveis econômicas, mas uma pequena parte, pois a outra parte cogitada pelos estudiosos não possui justificativa plausível, uma vez que envolve análise de política e visão teórica das políticas implantadas. Para tanto, utilizo neste trabalho a teoria da Captura Regulatória e das Finanças Funcionais, como argumentação teórica, pois ambas apresentam pressupostos que explicam o comportamento do endividamento público brasileiro de 1994 a 2008. A primeira teoria une o comportamento econômico com o político ao demonstrar que falhas de mercado e regulação não estavam altamente correlacionadas, apresentando então a captura do legislador pelo órgão regulado; a segunda teoria trata das finanças públicas de forma não equilibrada contrariando a teoria do orçamento equilibrado ou ortodoxo. Logo, as finanças funcionais conseguem demonstrar que as políticas adotadas se baseiam em fundamentos que possuem outro enfoque e que por isso mudaria a trajetória das políticas adotadas. Alguns pontos divergentes entre as teorias são: função da DPMFi; emissão de moeda e relação Dívida/PIB. A partir destas teorias o estudo pode evidenciar que o aumento da DPMFi é causado em grande parte pelo Banco Central do Brasil (Bacen), este movido pelas instituições reguladas e por motivos políticos onde as ações do poder público, favorecem o setor financeiro. Para tanto, o trabalho possui um capítulo para cada indicador de aumento da DPMFi, um resumo dos determinantes e a conclusão geral.

**Palavras-chave:** Dívida Pública Mobiliária Federal interna; Captura; Finanças Funcionais.

## ABSTRACT

The Federal Internal Public Debt (FIPD) is one of very important issues of public finances in Brazil. Because its trajectory showed great fluctuation after 1994, when already realized the Plano Real, between 1994-2008 the FIPD increased from R\$ 61 billion to R\$ 1 trillion, respectively. Many were the attempts to explain presented, such as public deficit and interest rate showed by scholars. However, the main goal this research is just to demonstrate that the ascent of the FIPD is explained by public deficit and interest rate, but a small share, because the other share has not plausible justification, since it involves policy analysis and theoretical vision of implemented policies. For this, it uses in the research the Theory of Regulation Capture and of Functional Finance, because both have assumptions that explain the behavior of the Brazilian public debt from 1994 to 2008. The first theory links economic behavior and politic to demonstrate that market failures and regulation were not highly correlated, thus showing the capture of the legislature controlled by regulated institution. The second theory consider that the public finance is not balanced contradicting the theory of balanced budget or orthodox. Therefore, the Functional Finance can demonstrate that the policies are based on facts that it has another approach to and therefore will change the trajectory of the policies. Some divergences among the theories are: function of FIPD; issuing currency; and debt / GDP. From these theories, the research may show that the increased of FIPD is explain by the Central Bank (Banco Central do Brasil), moved by this regulated institutions and political grounds that the policies favor the financial sector. Thus, the research has a chapter for each indicator of increased of FIDP, a summary for each indicator and the general conclusion.

**Key words:** Federal Internal Public Debt; Capture Theory; Functional Finance Theory.

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1	Teoria Convencional X Teoria das Finanças Funcionais.....	51
QUADRO 2	Resultado nominal, operacional, primário e juros nominais.....	55
QUADRO 3	Presidentes do Banco Central do Brasil (1995 – 2008).....	63
QUADRO 4	Participação nominal e percentual dos determinantes do crescimento da DPMFi entre 1995 e 2008.....	78

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (Títulos fora do BC) - Final de período – (1994-2008).....	53
TABELA 2	Resultado primário e crescimento nominal da DPMFi \ Governo Central - final do período (1995 – 2008) R\$ milhões.....	57
TABELA 3	Juros nominais internos não cobertos pelo superávit primário – final do período – (1995-2008) R\$ milhões.....	59
TABELA 4	Taxa de juros (%) - (1995-2008).....	62
TABELA 5	Ajuste patrimonial sem Petrobras – (1995-2008) em R\$ milhões.....	67
TABELA 6	Ajuste cambial sem Petrobras - (1995-2008) em R\$ milhões.....	68
TABELA 7	Reservas Internacionais e Expansão Monetária (fim de período): 1994-2008.....	71
TABELA 8	Expansão monetária e esterilização monetária: 1995-2008.....	72
TABELA 9	Determinantes do crescimento da DPMFi (%) - (1995-2008).....	74
TABELA 10	Ajuste de liquidez (1995-2008) em R\$ milhões.....	75
TABELA 11	Determinantes do crescimento da DPMFi (1995-2008) em R\$ milhões.....	77

## SUMÁRIO

	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	01
<b>1</b>	<b>A TEORIA DA CAPTURA</b> .....	03
1.1	Introdução.....	03
1.2	Stigler e a Teoria da Regulação Econômica.....	06
1.3	Peltzman e a Teoria Geral da Regulação.....	11
1.4	Conclusão.....	19
<b>2</b>	<b>A TEORIA DAS FINANÇAS FUNCIONAIS</b> .....	21
2.1	Introdução.....	21
2.2	Lerner e a Teoria das Finanças Funcionais.....	23
2.3	Wray e as formas de financiamento dos encargos do governo.....	42
2.4	Conclusão.....	51
<b>3</b>	<b>DETERMINANTES DO CRESCIMENTO DA DPMFi NO BRASIL (1995 – 2008)</b> .....	53
3.1	Introdução.....	53
3.2	Déficit primário.....	54
3.3	Juros nominais.....	58
3.4	Ajuste patrimonial.....	65
3.5	Ajuste cambial.....	68
3.6	Esterilização Monetária.....	70
3.7	Ajuste de liquidez.....	73
3.8	Resumo dos determinantes.....	76
<b>4</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	80
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	82

## INTRODUÇÃO

O curso da Dívida Pública Interna é uma das questões mais relevantes para os estudiosos da economia brasileira. Ela obteve elevação abrupta com a implantação do Plano Real, o que por si só já gerou questionamentos sobre suas causas e consequências. Considerando o assunto do trabalho: Dívida Mobiliária, o tema a ser explanado é os determinantes do crescimento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna no que se refere ao período de 1995 a 2008 no contexto da Teoria da Captura e da Teoria das Finanças Funcionais.

A partir deste tema, podemos analisar a problemática em questão. As justificativas apresentadas pelos condutores de política econômica para o aumento da DPMFi tais como: déficit público e juros elevados, sendo estes dois de caráter quantitativo não explicam as causas fundamentais do crescimento da DPMFi. Logo, faz-se necessário aprofundar os estudos teóricos que permitam chegar a tal explicação.

A razão deste trabalho se justifica pela necessidade de demonstrar que existem explicações além das quantitativas para explicar o comportamento crescente da DPMFi, considerando as políticas adotadas pelo Bacen, ou seja, existem justificativas quantitativas e qualitativas. E para tanto se fez uso de duas bases teóricas: teoria da Captura (Stigler e Peltzman) e teoria das Finanças Funcionais (Lerner e Wray), além de dados estatísticos.

O objetivo geral do estudo é especificar os determinantes do crescimento da DPMFi para o período de 1995 a 2008 e seus objetivos específicos são: utilizar a Teoria da Captura e das Finanças Funcionais para compreender as razões do crescimento da DPMFi. Sendo a primeira teoria para demonstrar a cooptação do Banco Central pelos agentes regulados e a segunda teoria para explicar os fatores quantitativos do crescimento da mesma. Sendo que as duas teorias estão interligadas caracterizando o comportamento do Bacen.

Levando em consideração o exposto, podem-se considerar as seguintes hipóteses para a construção do trabalho: o aumento da DPMFI não advém do déficit primário do Governo

Federal; a taxa de juros exorbitantes pagas aos detentores dos títulos públicos que formam a DPMFi explicam uma parte do crescimento da Dívida interna; existem outras variáveis que contribuem de forma quantitativa, e o Banco Central é o principal responsável pelo crescimento da DPMFi, considerando sua função de regulador do sistema financeiro devido as políticas serem pré-determinadas para aquele setor, e não o Tesouro Nacional.

Dado o objetivo da pesquisa e considerando diversas tipologias de pesquisa: exploratória, descritiva e explicativa, o presente trabalho se enquadra nesta última, uma vez que visa explicar os fatores condicionantes do crescimento da DPMFi. Para a elaboração deste estudo foram utilizadas teses, dissertações, artigos sobre a Teoria da Captura Regulatória e da Teoria das Finanças Funcionais e séries históricas de dados disponíveis no site do Banco Central e do Ipeadata.

O trabalho é dividido em três capítulos. No primeiro trataremos da Teoria da Captura que foi embasada na Teoria da Regulação Econômica e posteriormente aprimorada, resultando na Teoria da Captura Regulatória (corrente teórica). Está exposta principalmente nas obras de George Stigler e Sam Peltzman, base para compreender o aumento da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna. Seu curso é definido não somente por interesse de cunho econômico que visa um quadro econômico estável no país, mas também por interesses de grupos que possuem determinado poder na economia. Sendo este poder de cunho econômico, dominando o poder político.

No segundo capítulo é analisada a Teoria das Finanças Funcionais, tendo por base os trabalhos de Abba Lerner e L. R. Wray. Desta maneira, pode-se compreender que as operações de mercado aberto (títulos públicos) são utilizadas para drenar o excesso de reservas a fim de manter positiva a taxa de juros, ou seja, a política adotada demonstra a satisfação de determinado nicho da população, evidenciando o interesse particular. E no terceiro capítulo serão identificadas as principais variáveis que explicam o crescimento da DPMFi entre 1995 e 2008, e o peso que cada uma das variáveis têm no crescimento da mesma. Por fim, apresenta-se a conclusão do trabalho.

# 1 A TEORIA DA CAPTURA

## 1.1 Introdução

A teoria da Regulação teve como um de seus precursores M. Aglietta, que em sua obra *Régulation et crises du capitalisme* demonstrou a regulação como consequência da intermediação do Estado na economia. Desencadeando a partir da década de 1980 uma série de obras que estudariam a regulação.

Entende-se por regulação econômica a instituição, por parte do Estado, de regras e leis que discipline a atividade econômica. Nas palavras de Fiani (1998, p. 1), a regulação econômica é “[...] definida como a ação do Estado que tem por finalidade a limitação dos graus de liberdade que os agentes econômicos possuem no seu processo de tomada de decisões”. Ou seja, a regulação econômica é uma forma de intervenção do Estado na economia.

A vantagem da regulação segundo Boyer (1990), é que ela considera as flutuações econômicas e o modo de regulação vigente no período, o que explica o desenvolvimento de crises/flutuações econômicas para diferentes localidades em diferentes períodos. Contudo a teoria da regulação ainda precisa de um modelo macroeconômico consistente para melhor fundamentar suas bases teóricas.

Para Fiani (1998), a atividade regulatória foi estabelecida entre o final do século XIX e o início do século XX, apresentando uma aceleração a partir de 1930. Nesta década da Grande Depressão a partir da crise de 1929, aumentou a intervenção do Estado no âmbito econômico. Um exemplo disso foram as políticas adotadas pelos Estados Unidos que criaram vários órgãos de regulamentação para diferentes áreas. Este período seria uma primeira fase da regulação.



Numa segunda fase que vai do término da Segunda Guerra Mundial (1945) ao final da década de 1970, tem-se o aprimoramento dos órgãos regulatórios, bem como a difusão de suas práticas regulatórias. Nos Estados Unidos, a regulação dava privilégios à eficiência alocativa e para a equidade distributiva, com o objetivo de obter maior diversificação de bens e serviços com menores custos. Já na Europa Ocidental e Japão, focaram-se na obtenção do desenvolvimento tecnológico e econômico, independente de custos ou grau de concorrência nos setores. No caso dos países em desenvolvimento, a visualização da regulação orientou-se por objetivos desenvolvimentistas, dando vantagem para a industrialização com investimentos efetuados ou regulados pelo Estado, utilizando-se de empresas estatais e investimento do setor público através de programas de desenvolvimento. Tem-se como característica destes países a veemente atividade regulatória ligada ao comércio exterior, almejando a proteção das novas indústrias e estímulo do desenvolvimento nacional de tecnologia (FIANI, 1998).

Ainda na década de 1970, vários países foram afetados pela crise econômica favorecida pelo choque do petróleo - o que suscitou uma revisão teórica -, pois a intervenção do Estado passou a ser questionada, despertando a ideia da “desregulamentação econômica” na década de 1980 (FIANI, 1998).

Os princípios em que se fundamentou a regulação econômica até a década de 1970 estão baseados na Teoria do Bem-estar ou *Welfare State*, onde o Estado é o provedor das políticas sociais e econômicas da nação. A partir desta, a teoria econômica conseguiu de modo formalizado tratar a intervenção Estatal na economia. Estabeleceu-se como obra inicial na análise do bem-estar o livro do economista inglês, Arthur Cecil Pigou (1877-1959), intitulado *Economics of Welfare*, de 1920. Após esta obra, outras deram continuidade ao desenvolvimento teórico que ampliaram as condições da análise da regulação econômica, como também outras formas do exercício econômico do Estado, tais como a tributação e oferta de bens públicos. Logo, torna-se necessário rever no que consistia o teorema fundamental do bem-estar social: a) existência suficiente de um número de mercados; e b) comportamento competitivo entre produtores e consumidores (FIANI, 1998). Estas questões são necessárias para entender o que justificou a regulação.

A primeira diz respeito à questão das externalidades. Existe externalidade quando uma atividade gera um custo ou benefício, sendo que o agente responsável não cubra os custos ou não receba pelo benefício. As externalidades surgem devido à falta de um mercado que dite a alocação deste custo ou benefício. Ocorrido isso, a minimização/maximização de custos/benefícios deixaria de acontecer, demonstrando que há uma falha de mercado por não gerar um “ótimo de Pareto” (situação a qual não se pode melhorar). A resolução deste caso estaria na intervenção do Estado na economia, utilizando-se de impostos, regulação de quantidades, por exemplo, para gerar maior bem-estar na sociedade (FIANI, 1998).

Por outro lado, a segunda se refere à competição entre os agentes, sendo a sua maior expressão os monopólios, mais precisamente o monopólio natural. Dado a existência de retornos crescentes de escala em toda a demanda ou sua maioria, o mercado pode ser suprido por um único ofertante, a um preço acima do custo de oportunidade. Esta falha de mercado exige a regulação por parte do Estado (FIANI, 1998).

É a partir da Teoria da Regulação que surge a Teoria da Captura, a qual é uma das bases teóricas para este trabalho, sendo a outra a Teoria das Finanças Funcionais. Podemos considerar a Teoria da Captura como uma corrente teórica da Teoria da Regulação. Assim, o trabalho não se aprofunda na Teoria da Regulação, mas sim em sua corrente teórica.

Segundo Bregman (2006), antes do célebre artigo de George Stigler de 1971 (*The Theory of Economic Regulation*), duas correntes prevaleciam na abordagem do desempenho do agente regulador: a *Normative Analysis as a Positive Theory* (NPT) e a Teoria da Captura. A NPT tratava a regulação de forma particular, pois os pontos normativos (como o regulador deveria se comportar) não estavam separados da parte positiva (comportamento efetivo do agente regulador) nas análises teóricas. As falhas de mercado eram as principais causas da regulação da atividade/indústria. Porém, as críticas a esta abordagem estavam na ausência da explicação do mecanismo de andamento da regulação (pois a teoria assume que as falhas de mercado são corrigidas pela regulação, mas não deixa claro em sua conclusão) e na evidência (as atividades reguladas não são somente monopólios naturais). Ou seja, a teoria não assume que ela foi criada simplesmente para regularizar as falhas de mercado e, além disso, não comprova a existência de somente monopólios como falhas de mercado.

Já a Teoria da Captura (corrente teórica da Teoria da Regulação) surgiu diante da constatação de que falhas de mercado e regulação não tinham alta correlação. Com isto, existiria a captura do legislador quando este atende aos interesses da atividade regulada e não a demanda de regulação. Contudo, esta teoria não explica de que maneira a indústria domina a regulação, simplesmente apoia-se no princípio de que o produtor é sempre beneficiado pela regulação em detrimento dos consumidores em suas políticas praticadas (BREGMAN, 2006).

Outro texto importante da teoria da regulação foi publicado em 1983, por Gary Becker (*A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence*). Neste trabalho, o autor diz que o regulador responde unicamente às pressões efetuadas pelos grupos de interesse, e que estas pressões variam diretamente com os recursos e inversamente com seu tamanho. Ele diz também que é mais provável existir regulação nas atividades que têm falhas de mercado, adquirindo desta maneira maiores benefícios. Esta conclusão é próxima ao da NTP e segue em direção ao modelo de Peltzman. E mais, quando existisse regulação ineficiente, esta seria reprimida pelos próprios grupos de interesse. O Estado, no entanto, tentaria elevar a eficiência do sistema, mesmo com grupos de interesse (BREGMAN, 2006).

## **1.2 Stigler e a Teoria da Regulação Econômica**

George Joseph Stigler (1911-1991), economista norte-americano, ganhador do prêmio Nobel de Economia em 1982, notabilizou-se pelos estudos sobre o funcionamento dos mercados, estruturas industriais e nas causas e efeitos das regulamentações governamentais. Em sua análise do intervencionismo estatal procurou demonstrar que o excesso de regulamentações governamentais não protege o público, como se pretende, mas sim as empresas (SANDRONI, 1996). Foi com a publicação do artigo *The theory of economic regulation*, no *Bell Journal of Economic and Management Science* em 1971, que Stigler popularizou a chamada Teoria da Regulação Econômica, na qual aparece a ideia da Captura.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Esta seção está baseada em Stigler (2004).

O texto de Stigler (*The Theory of Economic Regulation*) foi um marco divisório, pois significou uma inovação no estudo sobre o comportamento do agente regulador ao inserir a questão política na análise econômica, ou seja, sua inovação foi ligar a economia com o comportamento político. Para o autor os grupos políticos não procuram fazer o bem à sociedade, mas sim maximizar sua utilidade, considerando o cargo ocupado. Além disso, a influência dos grupos de interesses vinha na forma financeira ou de apoio político. E as falhas de governo também são incorporadas na análise com o propósito de melhorar a ação do regulador (autonomia) como também de escolher quem deve ser regulado.

Stigler evidencia as maneiras pelas quais o Estado pode beneficiar determinada indústria/atividade e busca saber o que determina o beneficiário. Para isto, ele propôs uma teoria da oferta e demanda por regulação. Normalmente, a atividade que precisa de regulação tem que procurar um partido político. A organização deste último resulta em custos, o que já é um motivo para demandar recurso financeiro de uma indústria/atividade. Seu trabalho não é aprofundado, mas ele alega que quanto maior a indústria/atividade maior serão os custos de protegê-la com a regulação, porque os grupos afetados pela regulação farão maior pressão sobre aqueles não afetados.

Em seu artigo, Stigler (2004, p.23) esclarece que “As tarefas centrais da teoria da regulação econômica são justificar quem receberá os benefícios ou quem arcará com os ônus da regulação, qual forma a regulação tomará e quais os efeitos desta sobre a alocação de recursos”. A tese central é que tanto as normas como a regulação são capturadas por determinada atividade regulada visando seus próprios benefícios.

Logo, a regulação pode ser imposta ou até mesmo desejada por uma indústria/atividade, sendo duas as maneiras de encarar a regulação da atividade. A primeira, é que a regulação é um instituto que visa proteger a sociedade ou parte dela. A segunda maneira mostra “[...] que o processo político carece de uma explicação racional” (Ibid., p. 24). Stigler entende que o processo político é uma mistura de várias origens, constante e imprevisível, ora utilizando-se de atos honrosos, como a libertação dos escravos (décadas passadas), ora com atos individuais de interesse próprio.

Em sua análise, o Estado conta com algo de suma importância que é seu poder de coagir. Ele toma posse do dinheiro da população por meio da tributação e ainda pode determinar a movimentação dos recursos e as decisões econômicas das famílias e empresas, sem a aprovação de ambas. Isso cria a possibilidade de uma indústria utilizar o Estado para aumentar sua lucratividade. A indústria/atividade pode adquirir políticas regulatórias de quatro maneiras do Estado:

- Primeiro: uma atividade com forte representatividade pode utilizar o governo para obter uma “subvenção” em dinheiro. Um dos meios mais utilizados são os chamados subsídios;
- Segundo: o recurso mais procurado pela atividade é a restrição a entrada de novas concorrentes. Para tal restrição existe a possibilidade de algumas políticas de preço se firmarem para reduzir a entrada de novas concorrentes, estas políticas são: limitação de preços, integração vertical e outras estratégias que venham a surgir. A ideia central aqui é que sempre a atividade ou setor que tem força política suficiente utiliza o Estado para controlar a entrada de novas concorrentes. Outra maneira de restringir a entrada é a proteção tarifária, porém os benefícios advindos desta poderiam ser dispersos com a entrada de novos produtos nacionais, caso a concorrência anterior fosse externa;
- Terceiro: grupos que afetam produtos substitutos e complementares. Como por exemplo, os produtores de carne bovina desejam restringir a produção da carne de frango e aumentar a produção de acompanhamentos para o primeiro;
- Quarto: no que se refere à fixação de preços, os setores que já possuem controle de entrada irão utilizar-se do controle de preços pela agência regulatória, principalmente quando a quantidade de empresas no setor é grande. E na presença de deseconomias de escala o controle de preço favorece o setor, uma vez que este pode alcançar maiores taxas de retorno.

A atividade não obtém os benefícios políticos na única forma de maximização de lucro. Existem algumas limitações em relação ao cartel que o processo político coloca que são de três tipos:

- Primeiro: a distribuição do controle da atividade entre as firmas é alterada. Em atividades não reguladas, o peso de cada firma no preço e na produção (quantidade) é de acordo com sua parcela de mercado (*market-share*). Algumas pequenas firmas possuem tal representatividade em seu setor na presença de regulação recebendo mais benefícios, por exemplo, uma quota maior de determinado insumo para a produção;
- Segundo: os processos públicos são caros. Por exemplo, o preço do gás vendido no comércio entre-estados (EUA) é de 5% a 6% maior que o comércio intraestado, devido aos custos administrativos;
- Terceiro: o processo político aceita forças externas nas agências regulatórias. Os canais de televisão são utilizados não para maximizar rendimentos, mas para servir como meio de pressão entre os locais (em qualquer país pode-se verificar).

As limitações apresentadas são previsíveis e podem entrar para o cálculo de lucro da atividade regulada. Uma ilustração de regulação pode ser dada, a partir do setor de transporte rodoviário dos Estados Unidos. Este setor operou até 1925 quase que somente dentro das cidades devido à falta de caminhões de grande porte e de rodovias capacitadas para receber fretes longos. Com as melhorias no transporte rodoviário, o transporte ferroviário utilizou-se da regulação para barrá-lo. Por isso, este exemplo é uma amostra da utilização da regulação como forma de interesse particular.

A citação a seguir reforça a ideia do autor: “O representante e seu partido político são recompensados pela descoberta e pela realização dos desejos políticos dos seus constituintes; a recompensa é o sucesso na eleição e as eventuais rendas de gabinete” (STIGLER, 2004, p. 35). Se o voto fosse destinado a uma política econômica que causaria malefícios à sociedade e garantisse a reeleição, sem dúvidas que o representante votaria nesta alternativa. Os

“representantes” consistem nas atividades reguladas que possuem grande peso no apoio político.

O setor que deseja poder político deve dirigir-se aos seus representantes. O processo político tem custos em todo o decorrer de tempo, uma parte destes custos é sustentada pelo setor público ao cobrir a folha de pagamento de parte dos trabalhadores. Neste momento o setor ajuda financeiramente os representantes políticos em prol de regulação a seu favor.

A atividade que necessita de regulação deve estar ciente que deve de duas maneiras atender as necessidades dos partidos: votos e recursos (financeiros). O primeiro pode ser através de ajuda nas campanhas (eleitores). Os recursos poderiam ser providos por contribuições nas campanhas e outros serviços, além de empregos de trabalhadores no partido.

Os custos da regulação aumentam com o tamanho do setor que o necessita. Estes programas normalmente custam mais a sociedade e aumentam a oposição. O tamanho do mercado político (partidos) por ser fixo faz o custo da regulação aumentar em proporção menor que o tamanho da atividade. As atividades menores são excluídas do processo político, exceto quando possuem alguma vantagem particular, como por exemplo, localização geográfica estratégica para seu produto/serviço.

Por exemplo, “o licenciamento de profissões é um possível uso do processo político para melhorar as condições econômicas de um grupo. A licença é uma efetiva barreira à entrada porque a prática profissional sem licença é uma prática delituosa” (Ibid., p. 38).

Tomemos o exemplo do licenciamento de profissões nos EUA, pois podem influenciar o processo político de acordo com Stigler (2004) levando em consideração: (1) o tamanho da profissão; (2) a renda per capita da profissão, que é um índice do provável retorno da ação política; (3) a concentração da profissão em grandes cidades e; (4) a presença de oposição ao licenciamento, “se uma profissão lida com o público em geral, os custos que o licenciamento impõe a qualquer consumidor ou indústria serão baixos e não será economicamente racional aquele consumidor ou aquela indústria combater a pressão pelo licenciamento” (Ibid., p. 38).

Stigler conclui em seu estudo sobre transporte e licenciamento que “O único caminho para conseguir uma agência [regulatória] diferente [não capturada] seria mudar o seu suporte político e remunerar os reguladores em uma base que não seja relacionada aos serviços prestados [...]” (Ibid., p. 42). Desta forma, a agência reguladora teria condições de beneficiar o público e não ser capturada pelas empresas reguladas.

### **1.3 Peltzman e a Teoria Geral da Regulação**

A Teoria da Regulação formulada por Stigler em 1971, foi retomada em 1976, pelo professor Sam Peltzman, da Universidade de Chicago. No artigo *Toward a More General Theory of Regulation* publicado originalmente no *Journal of Law and Economics*, Peltzman aprimorou a chamada Teoria da Captura.<sup>2</sup> Ele elaborou um modelo demonstrando que o regulador deseja obter o máximo de apoio político pelos grupos de interesses para continuar em seu cargo. O preço regulado ficaria distante do preço de concorrência perfeita e de monopólio, caso contrário, os consumidores e produtores estariam insatisfeitos e não haveria o máximo de apoio político.

Peltzman inicia seu trabalho enfatizando que as agências regulatórias não servem exclusivamente a um único interesse econômico. As forças regulatórias podem influenciar a distribuição da riqueza tão bem como a eficiência alocativa. O que se destaca nesta teoria é a abordagem do comportamento político utilizando-se de parâmetros econômicos. Um dos fundamentos da teoria é que os produtores ao restringir a concorrência tendem a dominar o sistema político.

E a conclusão geral da teoria é a de que a regulação tende a beneficiar sempre o produtor. O incentivo para a regulação se dá quando o preço fica próximo ao de monopólio ou concorrência perfeita. Uma vez que o preço está próximo ao que maximiza o apoio político, existem poucos incentivos para implementar a regulação, porque os benefícios adicionais

---

<sup>2</sup> Nesta seção faz-se um resumo teórico de Peltzman (2008).



seriam insuficientes para sobressair os custos. Vale salientar que a presença de assimetria de informação satisfaz a maximização do agente regulador.

Para ele, o modelo de mercado existente é suficiente para gerar demanda por regulação. A *commodity* transacionada no mercado político é a transferência de riqueza, com o consumidor no lado da demanda e representantes políticos no lado da oferta. A “proteção do produtor” representa a dominância de pequenos grupos sobre os grandes grupos (consumidores) com maior difusão de interesses. A questão central da teoria veio a explicar a regulação de pequenos grupos dominantes no processo regulatório (e geralmente no processo político). Em seu modelo existe um leilão político com um maior número de licitantes do lado do tributo da riqueza; sua teoria ainda procura discernir porque o licitante bem sucedido é um grupo compacto. A resposta está essencialmente na relação do número de grupos para os custos do uso do processo político.

Em síntese, podemos dizer que o número de grupos dominantes é limitado em primeira instância pela ausência de um “mercado de dinheiro” na votação política. Um segundo maior limite no efetivo número de grupos, surge nos custos de organização. Ou seja, significa não apenas a mobilização do próprio voto, mas a contribuição de recursos para o apoio da apropriação do partido político ou política: para financiar campanhas, para convergir outros votos para opor-se ou no mínimo não se opor à política ou candidato e talvez até suborno.

Segundo Stigler há uma lei de retornos decrescentes para o número de grupos políticos. Ele mesmo não formaliza um modelo, e a primeira tarefa de Peltzman é fazer isso. A versão formal desse modelo produz um resultado para o qual Stigler contribui pouco, a saber, que os custos do uso do processo político são limitados não somente pelo número de grupos dominantes, mas também de seus ganhadores. Isso dá importante implicação para entrar na regulação, e para o preço de oferta da estrutura que emerge na regulação.

Então, Peltzman inicia seu trabalho com um pressuposto de que no processo regulatório a transferência de riqueza é um jogo. A transferência para Stigler é raramente dinheiro, mas muito em forma de preço regulado, restrição de entrada etc. Peltzman ignora

este ponto aqui, e o modelo resultante se aplica para uma distribuição de riqueza política. Ele trata o relevante processo político como se controla uma relevante força “tributária” (beneficiados com a regulação) em apoiar no direito de voto. Muito particularmente ele procura maximizar o peso dos votos ou majoritariamente em favor deles. Não existe a pressuposição de que a utilidade marginal do majoritário (maior grupo) desapareça. A decisão é que o regulador pode obter neste modelo é numericamente o número de grupos de favorecidos, e então implicitamente o número de grupos que ele “tributará” (não favorecidos). Nesta etapa, ele retém a pressuposição de Stigler que a agência contemplada beneficia um único grupo vitorioso, e o essencial propósito do modelo é elaborar o limite no número de grupos (atividades beneficiadas).

Para colocar seu modelo formalmente, o regulador tenderá a maximizar o grupo majoritário (M), quando:

$$\text{por: } M = n * f - (N - n) * h \quad (1)$$

n = número de potenciais eleitores no grupo beneficiado.

f = (peso) probabilidade que o beneficiado apoiará o subsídio.

N = total de números de potenciais eleitores.

h = (peso) probabilidade de quem é tributado opor-se.

Neste modelo Peltzman assumiu que ganhadores e perdedores são iguais dentro do grupo. Se o beneficiário, por exemplo, não sabe o suficiente para votar no seu beneficiador, a decisão de voto dele é não viesada. M será (alguma) diferença de votos a favor e votos contra. Com a não participação por ignorância f (ou h) é simplesmente a probabilidade que o beneficiário (ou perdedor) vote, enquanto o voto aleatório por ignorância f é a diferença entre a probabilidade do voto favorável ou não favorável pelo beneficiário. Assim, tem-se:

$$g = \frac{T - K - C(n)}{n} \quad (2)$$

Onde, g é o peso do benefício *per capita*:

T = total do montante de dinheiro transferido para o grupo beneficiado

K = Gasto em dinheiro pelos beneficiários nos fundos de campanha, *lobby* etc., para reduzir oposição.

C (n) = custo de organização de apoio direto de beneficiadores e esforço para aliviar oposição.

n = número de potenciais eleitores no grupo beneficiado.

Esses custos de organização aumentam com n, mas não restringe na forma da curva de custo marginal.

Assume-se que (3) é assegurado por algum subconjunto eleitorado, com alguma coalizão do número (n) de faces de custos de organização e tem membros com alguma responsabilidade para os benefícios. Então, o número de votos em apoio depende do n em duas maneiras de compensações: maior n provém maior base de apoio, porém dilui o peso de conseguir membros e a probabilidade de apoiar membros.

Logo, assumiu-se ainda que as escolhas dos reguladores são caracterizadas por K e T (grupos). O processo poderia ser modelado com o grupo beneficiado. A transferência é assumida em geral por um tributo t na riqueza (B) de cada membro do grupo beneficiado, então:

$$T = t * B(N - n), \text{ ou, } t = \frac{T}{B(N - n)} \quad (3)$$

Para simplificar o problema da regulação, B pode dar a ideia típica de um excedente do consumidor e t o preço regulado se produtores são beneficiados, ou B pode ser um excedente do produtor e t a diferença entre um preço de maximização extra e o preço regulado, onde consumidores são beneficiados. Peltzman trata simplesmente B como uma função negativa de t.

No processo político, o detentor ou candidato para substituir pode selecionar o número (n) de grupos a serem beneficiados; a quantidade K eles chamarão para reduzir a oposição e a quantidade (T) eles transferem para seu grupo (beneficiado).

Doravante temos um primeiro princípio da regulação: o único interesse econômico é obter todos os benefícios da regulação. Esse princípio é independente da organização ou dos custos de campanha.

Portanto, o problema da escolha do regulador não é limitado em selecionar o número de apropriados do grupo interessado para beneficiar ou tributar; ele inclui seleção de estrutura apropriada de benefícios e custos. A identificação da regulação como o não único interesse econômico pode ser mantido como preposição geral. Assim, tem-se um resumo do resultado da formalização do modelo de Stigler:

- Com poucas ambiguidades, a inserção de informação imperfeita acerca dos ganhadores e perdedores das decisões regulatórias e custos de organização para favores políticos são para restringir o número de vencedores do grupo;
- O vencedor não obtém o bruto do ganho da ação política para si; e
- Além disso, até se os grupos organizam acordos para interesse econômico (produtores/consumidores), o empreendedorismo político produzirá uma coalizão com o número de membros admitidos do grupo perdedor dentro do círculo.

Peltzman estuda um exemplo da regulação do preço de entrada. A generalização do modelo de Stigler de transferência política apenas discute uma função de objetivo político como:

$$M = M(W_1, W_2), \quad (4)$$

Onde,  $W_i$  = riqueza do grupo  $i$ , e onde  $M_i > 0$ , onde nós assumimos independência entre os grupos.

A riqueza de um grupo pode aumentar apenas pelo decréscimo do outro. Vamos supor agora que dois grupos, para alcançar os benefícios ou suavizar os perdedores do processo político são consumidores e produtores, e que o processo é restringido para prover esses

ganhos e custos por entre o local da maximização ou preço mínimo junto ao controle de entrada. Neste caso, nós podemos especializar a função maioria (maior grupo) como:

$$M = M(p, \pi), \quad (5)$$

Onde,

P = preço do bem;

$\Pi$  = riqueza dos produtores;

O que está implícito aqui, é que as forças do Estado são suficientes, de um lado, para fazer cumprir a competição, então algum  $\pi > 0$  traduz no apoio político. A restrição relevante aqui é dada por custos e condições de demanda, resumida por uma função lucro:

$$\Pi = f(p, c), \quad (6)$$

Onde  $c = c(Q)$  = custo de produção como uma função da quantidade. O problema formal para o sucesso do regulador então é para maximizar o Lagrangiano,

$$L = M(p, \pi) + \lambda(\pi - f(p, c)) \quad (7)$$

Existe também a conexão entre regulação, produtividade e crescimento. Redução de custos ou crescimento da demanda aumenta o superávit total sobre o qual o regulador deve ter controle.

Nós podemos resumir a interação entre custo e mudança de demanda e maximização, como segue: definidas as variáveis  $\pi'$  e  $p'$  como a diferença entre regulação e maximização de lucro e preço respectivamente. A quantidade de implicações empíricas destas forças políticas seria:

- Regulação tende a ser mais pesada para a "proteção do produtor" nas depressões e rumo à "proteção dos consumidores" na expansão. Como por exemplo, no caso de tarifas: maior no livre comércio quando crescimento da demanda ou decréscimo de custos etc.;

- A intervenção governamental e a regulação apresentam-se como bens normais. Embora essa generalização tenha exceções, a diferença entre a não regulação, curva iso-maioria e equilíbrio regulatório (isto é, o incentivo para regular) cresce com o nível de demanda. Com maior generalização, a elasticidade renda de proteção do produtor deveria ser menor do que a proteção do consumidor. Isso segue um efeito-riqueza negativo do crescimento da demanda no preço de equilíbrio, o qual faz aumentar a parcela do consumidor no excedente total como no aumento da demanda (renda);
- A tendência da regulação é raramente mudar preços;
- Alguma reexaminação de estudos, tal como Stigler e Friedland<sup>7</sup>, os quais mostram a regulação sendo ineficaz. Em primeiro lugar, o resultado deveria ser sensível para a dinâmica de oferta e demanda. Crescimento, progresso industrial tecnológico, proteção do produtor para render a proteção do consumidor sobre o tempo até, se na média, não existe efeito. Em segundo lugar, desvio acerca de zero, pode significar efeito sistemático: alto custo, baixo mercado de demanda podendo reduzir preço. Finalmente, entrada da regulação não é exógena. Poderia ocorrer primeiro: baixo custo e alto mercado de demanda. Aspecto estático e dinâmico do modelo: se a entrada da regulação em qualquer mercado aumenta ou diminui preços, depende se o mercado foi inicialmente competitivo ou monopolístico;
- Se a regulação é avaliada como sendo contra um lucro-zero, pode-se tentar concluir que o lucro positivo insinua uma “captura” regulatória e deste modo espera uma correlação positiva entre preço e lucratividade. De fato, a correlação observada deveria ser negativa. Tudo que ela (regulação) causa – aumento de demanda ou redução de custos – um aumento do lucro gera um incentivo político para mover rumo uma combinação envolvendo altos lucros e baixos preços. Então, muito além de qualquer incentivo de maximização de lucro privado rumo a esta configuração, há maior lucratividade das firmas reguladas para ter menor preço;

- O modelo também de rendimentos, prediz o viés da regulação. Brevemente, a demanda elástica e economias de escala criam um viés favorável aos consumidores. A razão é que este tipo de demanda e condições de custo realça o excedente do consumidor adquirido enquanto pelo lado do produtor o excedente foi perdido pela redução de preço; e
- A regulação poderia reduzir riscos como: alteração de demanda, custos e variabilidade de lucro.

Peltzman argumentou que o regulador racional não tributa com um imposto uniforme e nem distribui igualmente os benefícios. Porém, ele procura uma estrutura de custos e benefícios que maximize os retornos políticos. Assim, o avanço político conduz o regulador a ocultar forças econômicas e benefícios que poderiam afetar a estrutura de preço. Por exemplo, o custo da porção de um grupo de consumidores ou sua elasticidade de demanda, tem um impacto menor na regulação.

O aspecto do equilíbrio do modelo releva algumas implicações para entrar – ambos, reguladores e firmas reguladas. Primeiro, existe um claro incentivo para os reguladores limitarem a entrada (ou procurar força para então) para considerar o interesse do produtor. No outro lado, nós podemos esperar que o regulador seja mais tolerante a entrada, o qual amortece o entusiasmo dos produtores para a demanda – base da discriminação de preço. O regulador tenta suprimir o efeito total de diferenças na elasticidade de demanda, ele poderia facilitar a entrada nos segmentos do mercado com baixa elasticidade. Este último argumento que tem mais força nas indústrias, bancos, onde o regulador primário está controlando a entrada ao invés de preço. Nesses casos, o regulador usa o controle de entrada para produzir indiretamente o desejo de estrutura de preço. Uma testável implicação pode ser a maior entrada permitida em bancos, com a maior diferença entre taxa de juros nos pequenos e grandes empréstimos.

Peltzman chega a conclusão que seu trabalho da teoria da regulação focou as relações de força política: quais grupos têm poder para extrair ganhos do processo regulatório. No seu modelo geral, sempre identificou o grupo que contém ganhadores e perdedores, e até onde

todos os vencedores estão em um grupo após sua mudança. Este tipo de resultado pode quase não iluminar a natureza oculta das relações, mas que existe deficiência está verificado. A tão conhecida teoria da oferta-demanda pode-se converter em uma restrição no comportamento regulatório. Uma vez que isso é consumado, a conhecida análise da oferta-demanda muda a rentabilidade das implicações de confiança, sobre o grande comportamento regulatório: quando a regulação ocorre, como ela irá modificar a estrutura de preço não regulado, até como ela irá mudar a divisão de ganhos sobre o tempo (com a mudança relativa nas forças políticas).

#### **1.4 Conclusão**

Por meio da teoria apresentada por Stigler e, posteriormente, aperfeiçoada por Peltzman, podemos compreender que a regulação de uma atividade econômica realizada pelo governo nem sempre beneficia a sociedade como um todo. Muitas vezes, o agente regulador é cooptado pela atividade regulada. Quando isto acontece, a atividade regulada (ou uma empresa, em especial) utiliza a regulação estatal em seu próprio benefício, seja pelo não cumprimento de normas, seja para inviabilizar a entrada de novos concorrentes, ou até mesmo para elevar o preço do produto acima do ótimo social (representado pelas forças da interação entre oferta e demanda).

A captura do regulador pelo regulado, quando é bem executada, leva a opinião pública a pensar que o que está sendo feito é o correto, não enxergando que o “correto” é justamente o objetivo da regulação. Neste caso, é construída toda uma argumentação lógica para demonstrar que o que está sendo realizado, através da regulação, é o melhor para a sociedade.

Neste sentido, o presente estudo visa mostrar que a atividade reguladora do sistema financeiro, Banco Central do Brasil, foi capturada pelos mesmos. Somente com a hipótese da captura é possível entender várias decisões de política monetária executadas no país nos últimos 15 anos, desde a implantação do Plano Real, principalmente na fixação da taxa básica de juros da economia como nos ajustes de liquidez efetuados pelo Banco Central no sistema



bancário. Tais procedimentos do Banco Central resultaram na explosão da Dívida Pública Mobiliária Federal interna no período de dezembro de 1994 a dezembro de 2008.

## **2 A TEORIA DAS FINANÇAS FUNCIONAIS**

### **2.1 Introdução**

Grande parte das teorias apresentadas até hoje na economia focam as finanças públicas de modo ortodoxo, ou seja, parte-se do pressuposto que as finanças públicas estão baseadas em uma equidade financeira, pois todo o dispêndio governamental é sustentado pela receita tributária. Isso demonstra que o dispêndio governamental deve ser mantido até seu nível de arrecadação levando a uma situação de equilíbrio financeiro. Além disso, as teorias convencionais vêem a emissão de moeda – uma vez que criação primária de moeda é do Banco Central – como uma variável endógena na economia.

A Teoria das Finanças Funcionais ou Teoria Heterodoxa das Finanças parte do pressuposto que as finanças públicas não necessariamente precisam estar em equilíbrio financeiro. As políticas adotadas pelo Estado têm condições de serem trabalhadas de forma a não estarem paralisadas pela equidade orçamentária.

Segundo Rodrigues (2004), para entender a ideia de Finanças Funcionais podemos iniciar o estudo com o conceito de demanda efetiva, visto que a economia não opera em seu nível potencial e logo a demanda guia a oferta e o gasto autônomo do governo influencia a demanda e a produção. Desta maneira o governo pode afetar a demanda de duas maneiras: uma através de seus gastos e outra com interferência no consumo, ou seja, ele pode aumentar seus gastos em bens de consumo e/ou bens de capital e por meio da redução de tributos/aumento de transferências ou diminuir seus gastos e transferências e aumentar tributação. Isso faz com que a demanda seja afetada direta e indiretamente.

Por conseguinte, a utilização da moeda serve para orientar seu fluxo na economia, ou seja, o governo não depende estritamente da tributação para se financiar, ele pode simplesmente emitir moeda. A tributação orienta o fluxo de moeda, uma vez que a impressão

dela é fácil e só gera inflação se não estiver em equilíbrio com a tributação. O governo imprime papel-moeda e depois a regula com tributação ou venda de títulos.

A moeda possui outro enfoque nas Finanças Funcionais. Ela é demandada pelo público porque o governo precisa de bens e serviços (para a sociedade) e para que estes sejam produzidos, o público deve ter alguma obrigação com o representante da sociedade. O papel-moeda é o único meio de se fazer o pagamento de tributos e outras obrigações com o governo. E quando o governo faz uma compra de um bem ou serviço, ele pode emitir uma ordem de pagamento que pode ser trocada na boca do caixa pelo papel-moeda resultando no aumento da quantidade de moeda em circulação sem aumento de arrecadação tributária e reduzindo as reservas dos bancos ou; se o indivíduo preferir depositar em sua conta haverá aumento da quantidade de moeda bancária e aumento das obrigações do banco.

A conclusão é que o pagamento de tributos não financia o dispêndio do governo, o que ocorre é simplesmente um aumento das reservas do governo. O governo solicita a transferência para sua conta e reajusta as reservas bancárias. Logo, os gastos do governo aumentam a quantidade de moeda; os tributos só podem ser pagos por moeda estatal e considerando a sugestão de Keynes "o público retém papel-moeda pelo motivo especulação e/ou precaução, o governo pode gastar mais do que arrecada em tributos, deixando um saldo líquido com o setor privado para tais fins" (RODRIGUES, 2004, p. 18).

Na Teoria das Finanças Funcionais - desenvolvida por Lerner e estudada por Wray - a moeda é exógena, sendo o governo o determinante da quantidade de reservas que satisfaz a taxa de juros da economia. Se o nível de reservas estiver adequado para a taxa de juros desejável, não haverá compra nem venda de títulos; caso o nível de reservas não esteja superior ao nível desejado serão vendidos títulos e vice-versa, quantidade de reservas baixa implica em compra de títulos.

E no crescimento econômico, principalmente se advindo de recessão, o dispêndio do governo se reduz e a tributação aumenta, uma vez que ambas são função da renda. "Logo, um indicador de medida da política fiscal estimado em nível efetivo será pouco eficiente, pois o déficit público é endógeno. Desta forma, medir esta solvência através de uma medida ao nível

efetivo prejudica ainda mais esta argumentação” (Ibid., p. 20). Verifica-se então que a relação dívida/PIB, emissão de moeda, emissão de títulos e taxa de juros são enfocadas de outra maneira e serão estudadas nas próximas seções.

Para tal análise fez-se uso da Teoria das Finanças Funcionais através do artigo de Lerner: *Functional Finance and the Federal Debt* e do livro de Wray: Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços separadamente, os quais serão explanados posteriormente; fez-se uso também da dissertação de Rodrigues: O Déficit Público de Alto Emprego: uma Aplicação para o Caso Brasileiro; sobre déficit de pleno emprego, o qual utiliza a Teoria das Finanças Funcionais para justificar seu estudo sobre pleno emprego, além do trabalho de revisão sobre a teoria das Finanças Funcionais de Santos: Releitura da Teoria das Finanças Funcionais. Segundo Lerner esta teoria é aplicável em qualquer economia que tenha entendimento da mesma, pois o gasto deficitário é benéfico e a sua má utilização é que geraria malefícios à sociedade.

## **2.2 Lerner e a Teoria das Finanças Funcionais**

O objetivo principal desta seção é apresentar a Teoria das Finanças Funcionais, que propõe pleno emprego com estabilidade de preços através de políticas expansionistas para orientar a demanda doméstica. Além disso, também serão demonstradas algumas limitações dos estudos de Lerner.

A Teoria das Finanças Funcionais se popularizou com o artigo de Abba P. Lerner de 1943, intitulado *Functional Finance and the Federal Debt*. Lerner foi um economista russo-americano que recebeu influências de Friedrich Hayek, John Maynard Keynes e Paul Samuelson na sua construção teórica.

É necessário voltar às influências das Finanças Funcionais e por isso vale a pena explanar a teoria econômica heterodoxa formulada por Keynes em sua obra: Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, de 1936. Segundo Lerner este tipo de teoria seria necessária na economia para superar as teorias até então aceitas (ortodoxa), ou seja, uma nova teoria na

velha estrutura teórica existente. A nova teoria seria uma importante descoberta e simples em sua demonstração.

Esta teoria abandona a ideia central da política fiscal do governo de gastar e taxar, ou seja, a teoria clássica - orçamento equilibrado - diz que os gastos do governo são sustentados pela receita do governo, e, logo, este só pode gastar até o montante de sua receita. Lerner (2002, p. 298) afirma: “o princípio de julgar a mensuração fiscal pela maneira que ela trabalha ou funciona na economia, nós podemos chamar de *Functional Finance*” e ainda ressalta a seguir:

A primeira responsabilidade do governo (desde que ninguém mais possa se comprometer com tal responsabilidade) é manter a taxa total de gastos no país em bens e serviços nem maior nem menor com que a taxa que os preços correntes poderiam comprar todos os bens e serviços que é possível produzir. Se o total de gasto é possibilitado acima disso (taxa) haverá inflação, e se ela ficar abaixo daquela (taxa) haverá desemprego (LERNER, 2002, p. 298).

Haveria um nível de preços ótimo, em que preços acima daquele patamar causariam inflação, na situação de a demanda ser maior que a oferta; e preços abaixo daquele patamar gerariam desemprego, sendo a oferta maior que a demanda. O governo pode simplesmente gastar mais ou até tributar menos para que se gaste mais; pode fazer o inverso que é tributar mais para que se gaste menos. O nível de preços deve ser tal que todos os trabalhadores devam conseguir comprar os bens que necessitam.

Assim, a solução para o então desemprego que era cobrada dos economistas ganha outra resposta, pois os economistas ortodoxos propunham a “disciplina fiscal”, porém como a redução de renda era uma situação difícil (época em que a teoria de Keynes se disseminou), a economia sempre voltaria ao equilíbrio e se isso não acontecesse era culpa do governo que teve disciplina fiscal ou não esperou tempo suficiente para que a política surtisse efeito.

A resposta para o desemprego vem em 1936 com Keynes, para o qual o desemprego seria combatido com políticas monetárias ou fiscais expansionistas. A questão era: como gastar mais, uma vez que se arrecadava menos em época de depressão? A resposta vem com os estudos de Abba Lerner, que tal qual como Keynes, demonstrou “que não existiria qualquer empecilho de ordem fiscal, contábil-fiscal ou de grau de endividamento público que

pucesse impedir a economia de alcançar o pleno emprego. Ele chamou essa teoria de Finanças Funcionais” (SANTOS, 2005, p. 8). A partir daí, as políticas que sustentaram a “era de ouro do capitalismo” e até países como o Brasil a ter taxas de crescimento consideráveis se baseava no expansionismo Keynesiano.

Lerner ainda chamou a doutrina predominante de Finanças Saudáveis (ortodoxa), a qual visava um equilíbrio orçamentário, além de uma restrição de endividamento. Esta teoria era contrária aos pressupostos keynesianos que diziam quando, como e quanto gastar para a economia sair da recessão e do desemprego. O que se entende é que o objetivo principal de Lerner com sua teoria era demonstrar as reais limitações do nível de gasto e endividamento público. Esse objetivo está relacionado à escolha do nome dessa teoria. O nome de sua teoria é uma crítica as Finanças Saudáveis, mas também uma crítica aos que acreditavam no orçamento equilibrado juntamente com desemprego estável.

O que se chama de finanças saudáveis poderia ser funcional se as premissas ortodoxas de propensão automática e rápida ao nível de pleno emprego fossem testificadas. Mas com desemprego, isso é irracional. O desemprego como premissa de finanças públicas, tornou coerente a teoria com base keynesiana. As Finanças Funcionais seriam apenas o keynesianismo ao extremo segundo os estudiosos, isso porque ela abandona qualquer equilíbrio postulado anteriormente.

As finanças saudáveis, que são baseadas na teoria do orçamento equilibrado (ortodoxo), acreditam que a economia sempre estaria em pleno emprego ou tenderia automaticamente a ele. Logo, a elevação dos gastos públicos só poderia ser através da redução do gasto privado, ou seja, os fatores de produção seriam utilizados para produzir bens e serviços ao setor público. Os gastos privados se reduziriam independente do aumento da tributação pública, uma vez que esta última não fosse a forma de financiamento, os gastos privados seriam reduzidos com aumento da taxa de juros ou senhoriagem (imposto inflacionário). Desta maneira, não é possível para o governo elevar o nível de renda de longo prazo, reduzir a taxa de juros real e a relação dívida pública/base monetária. Se a economia está sempre em pleno emprego, a elevação de gastos de um lado, significa redução de outro.

Considerando a primeira Lei da Teoria das Finanças Funcionais, o papel do déficit do governo pode ser demonstrado de duas maneiras: primeira, o governo poderia gastar mais e arrecadar menos ou o inverso, gastar menos e arrecadar mais. O restante ele poderia entesourar ou pagar déficits que apresentasse, pois anteriormente o governo poderia adquirir moeda emprestando ou até imprimindo dada sua necessidade, porque o papel dos impostos só entra após os gastos do governo, podendo significar duas situações, uma onde o público possui mais moeda e o governo menos moeda e a segunda, utilizando-se da impressão de moeda como algo mais fácil para suas políticas. E a tributação seria desejável para não gerar inflação apenas.

A segunda lei demonstra que o governo poderia “emprestar dinheiro” apenas se é desejável que o público tenha menos moeda e mais títulos do governo, desta maneira bastaria o governo emitir títulos. Caso haja redução gradativa da taxa de juros e com maior disponibilidade de recursos aumentar-se-iam os investimentos. O excesso de moeda reduz o poder de compra da mesma, esta situação pode ser gerada quando não se conhece a quantidade de moeda existente e se imprime moeda gerando um excesso de receita. Caracterizado este excesso, pode-se destruir ou estocar moeda para o futuro. A ideia de impressão de moeda e inflação é superada pela primeira lei das Finanças Funcionais (relacionando inflação e desemprego), porque a impressão não afeta a quantidade gasta.

Enquanto ao equilíbrio orçamentário, as Finanças Funcionais rejeitam e por isso ressaltam: em primeiro lugar, que o ajustamento do gasto total público elimine desemprego e inflação utilizando o gasto público quando o nível de gastos é baixo ou a tributação quando é alta; segundo, o ajustamento do dinheiro e dos títulos públicos alcança um nível desejável de investimentos; e por último, criar e destruir moeda no sistema econômico é necessário. Antes se argumentava que a economia andava por si mesma e por isso não se verificavam os resultados tão facilmente, ou seja, deve-se considerar o longo prazo.

Portanto, o governo poderia gastar acima de seu orçamento. O déficit nacional pode ser mantido até o nível de demanda que opera no momento, com tendência de ajuste automático com o decorrer do tempo, ou seja, seu balanço estaria acima do orçamento, por isso não adianta análise de curto prazo.

E quando há um aumento dos gastos sem a indução do governo, isso faz com que não haja dispêndio maior ou déficit para estimular a economia. No texto de Lerner argumenta-se que a proporção entre renda nacional e déficit deve ser razoável e ressalta que os juros pagos por este déficit ajudam na renda nacional - quando destinado é claro para o setor produtivo. Este déficit em uma depressão, por exemplo, aumentaria a renda nacional várias vezes o montante que ele gastou (sujeito ao efeito multiplicador do gasto autônomo). O governo pode aumentar seu déficit até para conseguir pleno emprego, além de alto nível de renda.

Para manter a renda nacional em nível alto é necessário que o governo estimule a economia, uma vez que o setor privado não dá conta por si só. Desta maneira pode-se chegar ao nível próximo de pleno emprego ou próprio pleno emprego utilizando a teoria das Finanças Funcionais.

No que se refere ao aumento dos impostos, a renda nacional sofre uma redução e isso faz com que o próprio mecanismo de venda de títulos públicos seja menos eficiente, porque as pessoas vão comprar menos títulos já que uma parte da sua renda é destinada para pagamento de tributos. A válvula de escape é mais uma vez o governo gastando mais para manter aquecida a economia e aumentar os encargos do setor privado para que este direcione seus recursos em grande parte para o setor produtivo.

Lerner (2002) diz que existem quatro argumentos errôneos para não se aumentar o déficit do governo. Primeiro: quanto maior o imposto de renda, menor é a renda líquida disponível para investir e menor a rentabilidade a ser adquirida, porém o indivíduo não investiria somente se toda sua renda fosse tributada e dependendo da taxa de retorno e do risco. Isto significa que o montante arrecadado pelo governo em impostos seria mais um recurso que simplesmente pagaria os juros dos títulos públicos. E ainda, os impostos reduzem o nível de renda disponível para a compra de títulos públicos, porém esta compra não é adiada em 100%, porque a tributação não é de 100%, assim, sempre há interessados em investir.

Em segundo lugar, argumenta-se que o gasto deficitário em uma depressão pode levar a uma maior decadência da economia. Porém, o maior gasto do governo aquece a economia.



E o lado inverso é o pagamento dos juros dos títulos públicos, uma vez que se utilizou destes como instrumento de política. Em terceiro, há a “receita tributária” para financiar os gastos, contudo entendemos que se a tributação é insuficiente, aí se utiliza maior déficit ou impressão de moeda para atingir tal objetivo pelo governo; pois se ele deseja chegar a um nível de pleno emprego ou perto, deve aumentar seu déficit.

Um exemplo citado por Lerner é que um déficit de \$10 trilhões, por exemplo, com pagamento de juros (títulos) de \$300 bilhões e com uma produção na economia de \$150 bilhões, a renda nacional - grosso modo - seria de \$450 bilhões. Isso relata que o pagamento de juros é o dobro em bens e serviços da economia e que uma parte foi produzida com emprego e outra não.

Segundo Lerner (2002), para se chegar ao pleno emprego o governo sempre deveria aumentar seu déficit, para isso apresenta cinco argumentos das Finanças Funcionais:

- O pleno emprego pode vir/ser mantido através da impressão de moeda, sem aumentar o déficit total. O déficit e a emissão de moeda podem aumentar juntos (equilíbrio);
- Com medo de depressão, o setor privado aumentaria o nível de investimento, reduzindo o déficit público e contribuindo para o pleno emprego (sabe-se que esta alternativa não foi utilizada na crise de 1929);
- O déficit do governo, ao aumentar a renda privada através de pagamento de juros sobre títulos públicos, induz o investimento privado, aquela será cada vez mais rentável devido à taxa de juros apresentada. Este pagamento da taxa de juros não representa redução dos gastos dos contribuintes;
- O déficit do governo aumenta até chegar ao equilíbrio desejável e diminui se chegar até um nível de crescimento desejável. Isso aumenta a riqueza privada e logo o governo pode dizer que tem um credor privado. O resultado é que com o aumento do gasto do setor privado, o governo necessita comprometer-se menos através do

financiamento do déficit público para manter o nível de pleno emprego, ou seja, o setor privado é induzido a investir;

- Se o governo não deseja que o setor privado simplesmente aumente seu nível de riqueza sem retornar para o setor privado, ele pode aumentar o tributo sobre os portadores de maiores rendas, reduzindo desta maneira seus gastos. Isso não reduz os gastos dos mais ricos na economia significativamente, só diminui sua rentabilidade, uma vez que o aumento de rentabilidade é benéfico somente quando volta ao setor produtivo e neste caso de nada adiante acumular riquezas;

Pode-se concluir que: 1) o déficit nacional não precisa aumentar necessariamente; 2) mesmo que o déficit aumente a taxa de juros não precisa aumentar; 3) se a taxa de juros aumenta, ela interfere em uma fração dos gastos do governo, assim transferindo a renda do contribuinte para o detentor de títulos; e 4) o aumento da tributação da renda não diminui necessariamente o investimento privado, mas diminui alguma proporção da renda do investidor.

Percebemos que as Finanças Funcionais defendem a empresa privada como forma de ajudar no crescimento da economia, para que o governo não precise sempre suportar tudo. Assim, o déficit do governo não precisa necessariamente estar sempre elevado para que ocorra o investimento. Lerner (2002), ainda conclui que os instrumentos do governo devem ser utilizados por pessoas sábias e quem não acredita na teoria das Finanças Funcionais está indo a direção contrária às teorias que estão por vir.

Passando para um arcabouço mais completo da teoria das Finanças Funcionais, vamos verificar suas principais propostas e limitações através do trabalho de revisão das Finanças Funcionais de Santos (2005). Segundo a teoria das Finanças Funcionais, o governo pode chegar ao pleno emprego mantendo baixas taxas de inflação, utilizando-se de política monetária ou fiscal expansionista juntamente com câmbio flutuante. As limitações deste modelo, bem como os instrumentos que fariam com que esta política pudesse ser adotada em países com restrição externa não serão expostas neste trabalho, somente sua teoria e a aplicação da mesma para com o propósito deste estudo.

Contudo, as Finanças Funcionais não estão voltadas às dificuldades no balanço de pagamentos, ou mais precisamente a países subdesenvolvidos, ou seja, restrições a determinadas políticas e inflação. Isso está relacionado muitas vezes com restrição externa. Como esta não é o objeto de estudo deste trabalho, não será explanada.

Desta maneira, as Finanças Funcionais obtém seis instrumentos: 1) políticas que orientam a demanda interna; 2) políticas de competitividade externa e industrial; “3) políticas de administração do movimento de capitais e de indução de financiamento externo, 4) política de infraestrutura, 5) política anti-inflacionária, 6) política social” (SANTOS, 2005, p. 5).

A teoria das Finanças Funcionais proposta por Abba Lerner discute questões sobre o desemprego com inflação estável, e para entender sua teoria é necessário rever a base teórica sobre a qual se verifica a moeda nesta teoria ou mais precisamente “as consequências da liberdade e do monopólio estatal de emissão de moeda” (Ibid., p. 17). Não existe referência de economia ocidental que possua emissão de moeda de forma livre. Mas se qualquer um pudesse produzir moeda com seu trabalho não haveria desemprego, porém isso não acontece, porque a mesma é monopolizada pelo governo. O volume de emprego depende do volume de gastos, e este último depende do setor público.

O déficit público seria necessário não somente para adquirir moeda para transacionar ou entesourar, mas para gerar renda, pois os desempregados também precisam de moeda, mas eles mesmos não podem gerar empregos. A demanda agregada deve ser estimulada pelo governo.

Existiria um nível de gastos que levaria ao pleno emprego segundo a ortodoxia, mas não há garantia que se chegue a este nível de forma automática ou natural. Pois o setor privado ao ter consciência da necessidade de pleno emprego, sozinho não conseguiria chegar a este nível, ou seja, o interesse individual que assegura esta linha de pensamento não dá conta de manter a economia em nível satisfatório com pleno emprego e estabilidade de preços sem a ação pública.

Para tanto, segundo as Finanças Funcionais, chega-se ao pleno emprego através de um nível de gastos pelo governo que mantém a estabilidade de preços. A variável principal desta teoria é o gasto agregado. Segundo Lerner (1951 apud SANTOS, 2005), o governo possui alguns instrumentos para o nível de gasto agregado, dividido em três pares:

- 1) Comprar e vender bens;
- 2) Pagar transferências e tributar dinheiro dos cidadãos; e
- 3) Emprestar e tomar emprestado dinheiro.

O governo pode utilizar estes instrumentos para compensar ou influenciar o nível de gastos, sempre chegando ao pleno emprego com estabilidade de preços. Nesta situação há a presença de baixo pleno emprego e alto pleno emprego. Estes conceitos são necessários para entender a relação entre inflação, emprego e nível de gastos. No alto pleno emprego, há somente a presença de desemprego friccional (desemprego temporário, ou seja, transição de um emprego para outro). Já no baixo pleno emprego, causaria inflação de salários e preços com o aumento da demanda por trabalho. Mas, segundo Lerner, há a possibilidade de se ultrapassar este nível sem espiral inflacionária, obtendo um teto de emprego com somente estes instrumentos internos.

Verificando-se os seis instrumentos citados anteriormente, as Finanças Funcionais mostram que o déficit público “não é nem necessário e nem suficiente para combater a inflação” (Ibid., p. 21), e ainda esclarece que:

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 dispêndio total (por todos na economia, incluindo o governo) a fim de eliminar tanto o desemprego quanto a inflação, usando o dispêndio governamental quando o dispêndio total é muito baixo e a tributação quando o dispêndio 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 (WRAY citado por SANTOS, 2005, p. 21).

Existem alguns argumentos que asseguram a utilização das Finanças Funcionais. Estes argumentos Forstater (1999 apud SANTOS, 2005, p. 22-42) chamou de “Lições de Lerner

para as finanças públicas e política econômica”. Estas consistem em 15 lições e serão listadas - de forma fiel - a seguir e posteriormente suas limitações:

1) Pleno emprego, estabilidade de preços e um padrão de vida decente para todos são metas macroeconômicas fundamentais e é responsabilidade do Estado promover sua obtenção.

O pleno emprego, segundo Lerner, deve ter mais atenção, porque não assegura somente a produção de bens e serviços, como também reduz custos sociais como criminalidade, doenças etc. O pleno emprego eleva a eficiência econômica na medida em que os trabalhadores aumentam sua confiança ao procurar um emprego que possa melhor utilizar seus conhecimentos. Ou seja, os empregos com menor produtividade dão lugar aos empregos com maior produtividade. Entende-se que os ganhos sociais são mais importantes que os ganhos econômicos.

2) As políticas devem ser julgadas pela sua habilidade em alcançar os objetivos para que elas foram projetadas e não qualquer noção sobre se elas são ‘saudáveis’ ou se estão em conformidade com os dogmas da economia tradicional.

Significa que a impressão de moeda, emissão de dívida e déficit são mecanismos para se chegar ao pleno emprego e estabilidade de preços sem julgar se são bons ou ruins. Devem-se verificar os seus resultados e não se os meios para que se cheguem aos resultados são conflitantes com as teorias convencionais.

3) Dinheiro é uma Criatura do Estado.

Dado que a emissão de moeda não gera inflação, o governo pode gastar mais do que arrecada. Mas, então, a teoria clássica poderia perguntar qual a razão da tributação? “o governo cobra impostos das pessoas para definir o que é moeda e criar a razão primária para que as pessoas a demandem” (Ibid., p. 24). Desta forma, qualquer coisa que o governo passe a denominar como moeda terá valor, mesmo que não tenha valor de uso. Já a moeda antiga irá perder valor com o decorrer do tempo, e se esta tiver valor de uso, o seu valor será definido “pelo custo de produção mais a margem de seus produtores” (Ibid., p. 25).

O Estado define o que pode ser unidade de conta para liquidar pagamentos e o nome que terá. Ele pode gastar mais do que arrecada ou utilizar o recurso antes da arrecadação.

4) Tributação não é uma operação de financiamento.

É uma forma de remover renda excessiva da economia. O Estado não precisa recolher moeda para pagamentos já que é ele quem a emite. Os impostos são necessários então para: (1) definir unidade de conta; (2) definir o que é dinheiro (representação física); (3) criar razão primária para a demanda por moeda; e (4) sustentar a razão pela demanda por moeda através de dívida (pública). A emissão de moeda antecipa os gastos.

O déficit público serve para financiar os gastos, quando o nível de atividade não é suficiente. Além disso, serve também para liquidez e solvência para o setor privado. Sabemos que existe a inviabilidade de se trabalhar com superávits permanentes, pelo menos em países que não possuem superávits externos significativos. Ou seja, podemos explicar a seguir a necessidade deste déficit:

As empresas, bancos e famílias não podem aumentar indefinidamente seus dispêndios via redução dos seus níveis de solvência ou liquidez financeira. Se a liquidez atinge níveis críticos, o agente autorrestringe seus gastos e investimentos ou é compelido a fazê-lo pelos credores. Se parte significativa dos agentes se vê nessa situação, a economia entrará certamente em recessão. A menos que existam outras fontes de expansão da demanda agregada (SANTOS, 2005, p. 29).

O Estado estará fornecendo liquidez para bancos e famílias, uma vez que o setor privado não pode criar ativos sem criar passivos.

Porém, a política monetária não cumpre este papel. O que ocorre nestas políticas é somente troca de ativos líquidos, não alterando as condições do setor privado de solvência e liquidez. Para alterar este último, a relação entre ativos líquidos e passivos dos agentes deve aumentar, ou seja, aumenta-se a renda de determinados indivíduos mantendo constante a liquidez dos demais, quem pode fazer isso é “apenas o déficit público, o superávit externo e uma aquisição líquida de ativos privados pelos bancos” (Ibid., p. 31). Para este último, caso os bancos assim o façam sem o déficit público aumentar o saldo em conta corrente, seus

indicadores de solvências estariam piorando, haveria deterioração do indicador: ativo/patrimônio líquido e ativo/títulos públicos.

A redução de emissão de títulos pode significar redução de vendas, investimento, desemprego e redução do produto nacional. A solução disso é parcialmente compensada pela elevação do valor de ativos. Não sendo a solução para tudo.

5) Emissão de dívida pública não é uma operação de financiamento.

É uma alternativa de oferecer um ativo remunerado ao público, isso possibilita o governo a interferir no financiamento do tipo de aplicação de capital, logo interferindo no seu consumo e investimento.

6) O propósito primário da tributação é influenciar o comportamento do público.

Em primeiro lugar vimos que ela mantém a demanda por moeda. Outra forma é a alteração dos gastos privados com a redução da acumulação de riquezas. Isso faz com que se reduza a demanda agregada sem reduzir o gasto público em valores indesejáveis; até para distribuir renda a tributação poder ser utilizada, ao induzir mudança no comportamento privado.

7) O propósito primário da venda de títulos de dívida pelo governo é regular a taxa de juros *overnight*.

Os bancos mantêm uma quantia de moeda em forma de reservas para não ter problema com sanções efetuadas pelo Banco Central ou desconfiança do público. Isso faria com que houvesse fuga de capitais ou quebra dos bancos. Como a quantidade de reservas não necessariamente é igual a oferta e como os bancos não emitem moeda estatal, há dependência com o Banco Central. O principal instrumento deste é a taxa de juros para controlar o nível de atividade, inflação e risco de crise bancária. Ele pode emitir moeda ou títulos próprios/tesouro no montante que quiser, podendo assim fixar a taxa de juros.

Assim, ele estabelece uma meta de taxa de juros para cumprir diariamente. Na falta de moeda os bancos tentam emprestar no mercado interbancário, elevando assim a taxa de juros, em contrapartida o Banco Central compra títulos públicos até o montante de reservas ser satisfeito e acabando com a pressão sobre os juros e vice-versa. Desta maneira o Banco Central chega a sua meta de curto prazo. Os títulos públicos servem para ditar a manutenção e fixação da taxa de juros, controlando o gasto privado e crises de liquidez.

Uma questão também relevante é a independência do Banco Central, que é explicada por seus defensores em acreditar que a emissão de moeda e o déficit por conta desta são inflacionários. Segundo eles é que “o Tesouro seja impedido de emitir e o governo seja impedido de pressionar o Banco Central a comprar esses títulos diretamente do Tesouro, pois se houvesse déficit público essa medida seria supostamente inflacionária” (Ibid., p. 36).

Desta maneira, sem a complementaridade do Banco Central para com as operações do Tesouro, não teria meta de taxa de juros e logo esta teria valores oscilantes. “Ou seja, é impossível a um Banco Central ‘independente’ se abster de acomodar as operações do Tesouro” (Ibid., p. 37).

8) A venda de títulos segue, ao invés de preceder, os gastos do governo.

Havendo necessidade de gasto, o governo simplesmente emite moeda, a consequência é a elevação da reserva de caixa dos bancos e pressão para a redução dos juros, então para manter fixa a taxa de juros, o governo vende títulos ao setor privado.

9) O ato de ‘imprimir dinheiro’ em si mesmo não tem absolutamente nenhum impacto na economia.

A impressão de moeda é apenas o resultado dos instrumentos adotados para o governo atingir suas metas. Logo, a criação de moeda só tem efeito na economia quando esta entra em circulação na economia, levando em consideração o montante tributado.

10) Sem uma política de pleno emprego, a sociedade não pode se beneficiar do avanço de tecnologias poupadoras de trabalho, o que é eficiente se torna ineficiente. Com uma política



de pleno emprego técnicas poupadoras de trabalho tornam-se verdadeiramente benéficas para a sociedade.

Na presença de pleno emprego contínuo, quando um meio de produção é sofisticado a população ganha, já na presença de desemprego isso não acontece, Forstater diz que Lerner coloca a possibilidade de ao invés de se produzir uma quantidade constante com menos trabalhadores, se poderia produzir mais com uma quantidade maior de trabalhadores (1999 apud SANTOS, 2005).

Lerner ainda argumenta que as técnicas que são menos intensivas em mão-de-obra não aumentam a demanda para sanar toda a oferta adicional, podendo gerar a mesma quantidade de produção com menos trabalhadores. Isso resulta em desemprego e logo em ineficiência da mão-de-obra existente.

11) Sem uma política de pleno emprego, um país pode ser prejudicado pelos resultados do seu saldo comercial. Com uma política de pleno emprego não há necessidade de preocupação por se estar importando muito relativamente às exportações.

Esta afirmação é válida para países que são credores internacionais ou atingem com facilidade saldos comerciais positivos com reduzidas desvalorizações cambiais, na presença de pleno emprego. Caso haja restrição externa, esta teoria tem que receber ajustes.

12) São contra-produtivas as tentativas de argumentar que o déficit e a dívida pública não são tão grandes quanto parecem, ou que se nós os medirmos de forma diferente ou se mantivermos uma conta de capital (no orçamento público), ver-se-ia que os montantes dessas variáveis não são realmente tão ruins.

Para as Finanças Funcionais a contabilidade para calcular o déficit do governamental é equivocada<sup>3</sup>, e, além disso, é pior quando aqueles que acreditam na teoria das Finanças Funcionais, mas por não terem confiabilidade e entendimento sustentável da mesma não as defendem, fazendo com que ela não se manifeste.

---

<sup>3</sup> A teoria apresentada possui argumentos para justificar a interpretação da relação déficit/PIB.

13) Quando há desemprego, postos de trabalho e moeda – e não recursos e bens – são escassos.

O que está em falta é o dinheiro e não quem o possa recebê-lo com trabalho. A procura por trabalho, mais que para satisfazer em lazer, dá liberdade ao indivíduo que possui privações.

14) Finanças Funcionais não é uma política, mas um arcabouço dentro do qual todo um conjunto de políticas pode ser conduzido.

As Finanças Funcionais se preocupam com os efeitos das políticas, pois as políticas são simplesmente os meios para se chegar ao resultado desejável.

15) Para alcançar o (mais alto nível de) pleno emprego, gastos do governo podem ter que incluir criação de trabalho direto.

Lerner utiliza dois conceitos de pleno emprego, um sendo o baixo pleno emprego que é o nível máximo de emprego que não acelera a inflação e o outro alto pleno emprego que só existe desemprego friccional, com o número de postos de trabalho igual ao número de desempregados no momento. Logo, o governo deve criar postos de trabalho, passando pelo nível de baixo pleno emprego sem inflação.

Apesar da teoria de Lerner demonstrar que não há restrições contábil-fiscais para limitar o tamanho do endividamento público e ainda completar ensinamentos de Keynes, o qual sustentou a era de ouro do capitalismo, sua teoria possui limitações. Vejamos a seguir, de acordo com Santos (2005), algumas limitações da teoria de Lerner que não foram desenvolvidas pelo mesmo:

- Primeira: está no fato de que as políticas de incentivo a demanda interna não seriam viáveis em alguns países subdesenvolvidos devido à restrição externa;

- Segundo: as Finanças Funcionais não estavam resolvendo problemas inflacionários com suas políticas. Lerner até falou sobre esta situação, “mais especificamente nos países centrais, que altas inflações poderiam conviver com desemprego acentuado. Nos países periféricos, essa proposição sempre foi trivial, em decorrência da dificuldade em manter um câmbio estável” (Ibid., p. 53);
- Terceiro: as políticas de estímulo à demanda interna não eram suficientes para os países menos dinâmicos com o sistema Bretton Woods e a sugestão foi a adoção de câmbio flutuante. Porém, percebeu-se que esta não era a solução para engajar o crescimento dos países;
- Quarto: o câmbio não é somente restrição à política econômica. Assim, o chamado ponto de baixo pleno emprego pode ser ultrapassado sem obrigatoriamente gerar inflação, porque o câmbio assegura o repasse “dos custos trabalhistas sobre o preço” (Ibid., p. 54), colocando um teto para este último e até forçando o setor privado a reduzir seus lucros, mesmo que por um curto período de tempo, para não haver repasse aos preços;

Parte das limitações enfrentadas pela teoria das Finanças Funcionais é por não levar em conta a relação entre câmbio e inflação. Isso obscurece a visão do câmbio flutuante para mover a situação em que se encontra a restrição externa e da utilização dele como instrumento para combater a inflação.

- Quinto: não leva em consideração que as margens de lucro também são uma função da taxa de juros real, dependendo então da reação do Banco Central. Incurrendo, por exemplo, em redução da taxa de juros, os capitalistas podem adquirir parte dos aumentos dos custos salariais; e
- Sexto: o ponto de baixo pleno emprego não rígido como afirma Lerner. Este ponto é instável, dependente das instituições e arcabouço político, além das expectativas dos trabalhadores e seu poder de barganha.

Passado os seis principais pontos de gargalo da teoria de Lerner, vamos destacar a inflação como importante fator a ser discutido. Lerner em seu livro *Flation* (1972 apud SANTOS, 2005, p. 56), coloca a possível existência de três tipos de inflação: “1) inflação de compradores; 2) inflação de vendedores; e 3) inflação de expectativas”.

A análise da inflação é muito relacionada entre os estudiosos com a taxa de desemprego ou mais precisamente “taxa de desemprego não aceleradora da inflação, conhecida como NAIRU (*non accelerating inflation rate of unemployment*)” (Ibid., p. 57). Wray (1998 apud SANTOS, 2005) ressalta que o pleno emprego é na verdade um nível de desemprego com uma taxa de inflação constante, a chamada NAIRU. Existem outras relações de pleno emprego (taxa natural de desemprego, desemprego friccional etc.) com outras variáveis que não são objetos de estudo principais deste trabalho e por isso não serão aprofundadas. A questão principal é demonstrar a teoria de Lerner como base na hipótese deste trabalho, bem como seus pontos fracos que impedem a teoria de ter um maior êxito.

É bom lembrar que existem dois pontos de pleno emprego: o baixo pleno emprego e o alto pleno emprego. O baixo pleno emprego é parecido com a NAIRU, estes pontos são mais bem exemplificados como sucede:

Para o autor, acima do nível de baixo pleno emprego, haveria “excessivo” poder de barganha dos trabalhadores. Se o nível de atividade ultrapassar aquele definido pelo nível de baixo pleno emprego “a pressão por maiores salários pelos trabalhadores seria maior do que a resistência aos aumentos de salários pelos empregadores, e os salários tenderiam a subir mais rapidamente do que o crescimento da produtividade do trabalho. Os empregadores prefeririam evitar interrupções na produção, porque os negócios estariam muito bem. Não seria tão fácil conseguir novos trabalhadores. Os empregadores poderiam até fazer ofertas salariais superiores na tentativa de expandir rapidamente e tirar vantagem dos bons negócios. E os salários subiriam” (LERNER, 1951 apud SANTOS, 2005, p. 60).

O alto pleno emprego é dado quando existe somente desemprego friccional, ou desemprego deflacionário como conceitua Lerner. Já a inflação de compradores é a conhecida inflação de demanda e segundo ele, a possibilidade dela ocorrer é mínima. Ela ocorreria quando os consumidores desejassem comprar mais que do 100% do que é possível produzir com a força de trabalho operante. O que nós vemos é que há uma grande vantagem em capacidade instalada nas indústrias, que isso as leva a trabalhar com folga, mas caso haja

necessidade de maior quantidade de produto aí sim se recorre às importações ou redução das exportações para acomodar a demanda interna.

Ainda nesta linha, percebe-se que um aumento nos preços de insumos escassos levaria apenas a alteração relativa nos preços destes insumos até se chegar a um ajuste entre oferta e demanda, podendo ter redução na demanda ou elevação na oferta. Se o aumento de preços for generalizado não se pode chamar de inflação de demanda “porque, se os preços de outros insumos ou produtos que não utilizam tal insumo aumentam, não é devido a um excesso de demanda em seus mercados, mas a outras causas, como conflito distributivo” (Ibid., p. 63).

Através de algumas estatísticas, Santos (2005) demonstra taxas de alto crescimento com baixo nível de inflação - raro algumas exceções - e ressaltando que o ortodoxismo falaria que a oferta cresceu junto com a demanda. Ele diz: “Mas é exatamente isso que queremos dizer: se a oferta foi capaz de crescer na velocidade requerida até nessas situações limites, ela pode crescer no ritmo necessário com mais facilidade, se a taxa de crescimento da demanda não for tão elevada” (Ibid., p. 63).

No que se refere a inflação de vendedores ou administradas tem por característica principal quando as reivindicações para ter maior apropriação da renda é superior a demanda por produtos. Assim, este tipo de inflação só ocorreria quando os proprietários dos fatores de produção reclamam, com sua parcela na renda, remuneração que adicionariam “mais que 100% do valor do produto” (Ibid., p. 67).

Esse tipo de inflação se distinguiria dos outros tipos de inflação administrada por não ser “agressiva”. Na forma mais agressiva, as pretensões sobre as parcelas da renda dos diversos grupos sociais superam a renda total gerada, enquanto a inflação expectacional<sup>4</sup>, é defensiva, pois os grupos sociais se sentiriam satisfeitos com a parcela da renda que se apropriam.

Esses dois últimos tipos de inflação, que são os realmente destacados por Lerner, poderiam ser reunidos pelo conceito de inflação por conflito distributivo. O primeiro caso seria, como sugere Lerner, decorrente de uma posição ofensiva de um grupo

---

<sup>4</sup> [...] ocorre quando uma inflação decorrente de outras causas persiste a ponto de levar os agentes a esperar ou temer sua continuidade acordo com LERNER (1972 apud SANTOS, 2005).

social que deseja ou precisa aumentar sua parcela na renda, o que leva outros grupos a adotar uma posição defensiva, o que pode gerar espiral inflacionária crescente. No segundo caso, os diversos grupos sociais assumem uma posição defensiva frente à inflação esperada e buscam reajustar seus preços para que não percam sua participação na renda. (SANTOS, 2005, p. 67-68).

De acordo com Serrano (2002 apud SANTOS, 2005), se ocorrer uma elevação do preço de oferta por qualquer que seja o motivo, pode gerar inflação de custo devido à falta de compatibilidade distributiva entre salários, lucros etc., mas não por falta de produtos. O chamado conflito distributivo na luta pelo aumento ou manutenção na participação da renda, pode resultar em inflação aceleracionista ou inércia inflacionária. Segundo Lerner, se uma categoria quer ganhos reais enquanto a outra não admite perdas, aí sim se inicia uma aceleração da inflação.

Lerner e Colander (1980, 1982 apud SANTOS, 2005) demonstram um plano que pode eliminar a inflação gerada pelo conflito distributivo (administrada), sem a eliminação do mesmo. O aumento dos preços é visto como externalidade negativa em relação às elevações individuais dos preços. Os indivíduos que diminuem seus preços, o governo fornece títulos que podem ser utilizados na venda para os indivíduos que elevaram seus preços para serem oferecidos como pagamentos aos possíveis débitos para com o governo. A ideia é que a variação dos preços relativos não impactue o índice geral de preços.

No que se refere ao balanço de pagamentos ou mais precisamente a restrição externa diz respeito à restrição ao aumento do nível de emprego no curto prazo, devido a dificuldades apresentadas no balanço de pagamentos. A restrição externa é verificada quando se percebe que a dívida externa é uma forma de financiamento externo do país.

Lerner vê o aumento das exportações como forma de reduzir o desemprego advindo pela redução das vendas internas. Logo, governos e exportadores com desemprego acentuado ofereceriam crédito aos importadores. E no déficit em conta corrente, ele diz que a taxa de câmbio irá variar até as importações se igualarem às exportações, não tendo risco de depressão.

Então, o déficit comercial pode ser prolongado até ser eliminado. Para isso se faz necessária restrição às importações, recessão, deflação e depreciação da moeda. Somente a

emissão de moeda é aceitável. “A deflação não seria viável sem recessão. A recessão seria condenável pelo efeito sobre o emprego. E as restrições à importação seriam condenáveis pelo efeito negativo sobre o comércio e a cooperação internacional” (Ibid., p. 89). Restando somente a depreciação cambial para não chegar ao déficit comercial.

Assim, a desvalorização só tornará o governo capaz de controlar o câmbio quando (1) resultar em um efeito forte e rápido sobre o saldo comercial, ou seja, quando as elasticidades-câmbio das importações e exportações forem altas. Além disso, é necessário (2) que a indexação dos salários à inflação não seja muito alta e de preferência que (3) o nível de preços do país e o índice de inflação que é referência para as negociações salariais não sejam muito indexado ao câmbio (SANTOS, 2005, p. 91).

Ainda que haja eliminação do déficit em conta corrente com desvalorização, pode haver restrição externa quando a meta de inflação for tal que a desvalorização possa comprometê-la. Aí a restrição externa ocorreria porque o governo não poderia fazer mais desvalorizações.

### **2.3 Wray e as formas de financiamento dos encargos do governo**

L. Randall Wray é Diretor e professor de Teoria Economia do Centro pelo Pleno Emprego e Estabilidade de Preços - Universidade do Missouri, Kansas City (REVISTA OIKOS, 2007). Wray realizou um estudo sobre a política de pleno emprego, sustentando-se na teoria das Finanças Funcionais para elaborar um programa que permita o estado de pleno emprego na economia, considerando a economia norte-americana.

Neste trabalho, o foco são algumas questões que as Finanças Funcionais abordam de forma diferente da teoria ortodoxa, que são listadas a seguir:

- A primeira diz respeito ao déficit governamental, julga-se que este deve reduzir e a relação dívida/PIB também, porém o superávit deveria ser mantido por curto período de tempo para não resultar em deflação e que na realidade não existe limite para déficit e relação dívida/PIB;

- Em segundo, temos o valor da moeda que nas economias convencionais acredita-se que a política monetária é a responsável pelo valor interno da moeda, porém Wray diz que:

A política fiscal "prudente", portanto, reside não em "equilibrar o orçamento", mas em manter o valor da moeda retirando recursos do setor privado para serem usados no setor público. Isso poderá ser alcançado fazendo-se com que o dinheiro seja suficientemente difícil de obter de modo que o público forneça ao governo os bens e serviços de que ele necessita, a preços mais ou menos estáveis, para garantir a política pública. Nossa proposta é que o governo pode estabilizar o valor interno da moeda em termos do salário nominal que paga em um programa de "estoque regulador", como empregador de última instância (WRAY, 2003, p. 20);

- Terceiro: a política monetária, no que se refere à determinação da taxa de inflação através do controle da moeda, não é tarefa do Banco Central, ou seja, não se consegue controlar a quantidade de moeda por que esta é exógena e é suprida de acordo com a demanda;
- Quarto: a venda de títulos governamentais não é para garantir financiamento. Aquelas servem para drenar o excesso de reservas dos bancos para que o Banco Central alcance a taxa de juros desejável. Logo, as vendas de títulos são partes da política monetária e não simplesmente para financiamento de déficit; a taxa de juros dos títulos é qualquer taxa positiva escolhida pelo Banco Central e ainda a taxa de juros é determinada pelo Banco Central e não pelo mercado;
- Quinto: política de pleno emprego: No lugar de se procurar o pleno emprego, as economias investem em política. O objetivo do autor é demonstrar que há a possibilidade de criar uma política de pleno emprego com um governo que empregue em última instância;
- Sexto: precificação exógena: o governo hoje fixa a quantidade de recursos que ele deseja comprar e deixa os preços flutuarem, ou seja, os preços são direta ou indiretamente ditados pelos fornecedores. E se houver inflação, o setor privado é forçado a reduzir a pressão advinda do mercado sobre os preços, assim o resultado é desemprego e aumento da capacidade ociosa. A alternativa é então o governo deixar a



quantidade flutuar e fixar os preços de forma exógena, sendo preferível fixar um preço mais significativo que seria o preço do trabalho;

Para Wray (2003, p. 22), “[...] o pleno emprego torna-se um ‘subproduto’ da estabilidade dos preços, o que é o reverso da situação atual, na qual o desemprego é necessário para manter a estabilidade de preços”. A inflação é combatida com recessão pelo governo uma vez que os preços são determinados pelo mercado.

Sendo assim, existem duas razões para se escolher o trabalho como mercadoria principal em um programa de “estoque regulador de preços”. O primeiro é devido ao trabalho ser insumo quase indispensável na maioria das bases produtivas e segundo que a ociosidade gera desconforto para toda a sociedade.

A política de empregador de última instância (ELR) é realmente um esquema de "estoque regulador" que ajuda a ancorar os preços e também contribui para o pleno emprego. O governo anunciaria um preço fixo para trabalho, concordando em "comprar" todo trabalho a um salário anunciado ou "vendê-lo" com uma ligeira margem sobre o salário anunciado. Qualquer um que não pudesse encontrar um trabalho nos setores privado e público poderia apresentar-se para o trabalho do ELR, recebendo o salário do ELR. O setor privado sempre poderia contratar trabalhadores fora do sistema do ELR pagando um salário suficientemente alto para tornar preferível o emprego no setor privado ao emprego do ELR (WRAY, 2003, p. 27).

Os trabalhadores do ELR são melhores como estoque regulador que os desempregados, porque aqueles estariam dispostos e aptos para exercer a função, dada sua preparação. E quando o setor privado estiver passando por depressão, os indivíduos demitidos irão para o sistema ELR, tendo como consequência maior gasto governamental e oferta de dinheiro mantendo o nível de consumo. Quando o setor privado se expande, absorverão trabalhadores do ELR reduzindo os gastos do governo.

Dado o resumo da visão das Finanças Funcionais na economia em relação a algumas variáveis, vejamos o que mais fortalece a Teoria das Finanças Funcionais e seus principais enfoques neste trabalho. Iniciaremos com o entendimento da moeda na economia, e posteriormente sua interpretação para os gastos do governo e relação dívida/PIB.

Na visão cartalista (demanda de moeda), o governo necessita de mão-de-obra e, para que isso ocorra, ele impõe uma moeda cujos tributos são cobrados nesta moeda e, para consegui-la, os agentes devem trabalhar para o Estado. O público demanda moeda, porque esta é a forma pela qual se pagam tributos, então, a existência destes estabelece a necessidade de se adquirir moeda do Estado para pagá-los. O tributo serve para estimular/orientar a circulação de moeda, bem como sua regulação para as políticas econômicas.

A visão convencional assume que os gastos do governo são sustentados (suprir receita tributária insuficiente) através das operações de mercado aberto (títulos públicos), diferentemente da visão de Wray, onde se admite que a venda de títulos é utilizada para drenar o excesso de reservas a fim de manter positiva a taxa de juros. Logo, quando o tesouro gasta antecipadamente, elevam-se as reservas dos bancos. Então, a receita tributária não financia o dispêndio do governo, apenas remove renda privada excessiva criando simplesmente demanda por dinheiro que impacta as reservas dos bancos, além dos títulos oferecerem uma moeda alternativa que rende juros. O resultado é que baseado na segunda lei das Finanças Funcionais o governo só recorrerá a empréstimos (demanda por títulos), quando for desejável que o público tenha menos moeda e mais títulos do governo, como objetivo de sua política monetária.

Dada uma das funções das operações de mercado aberto (títulos públicos), entende-se que o dispêndio governamental não é limitado pela quantidade de títulos que o mercado quer comprar. Aquele é limitado pelo setor privado pelo oferecimento de bens, serviços e ativos ao governo. Este gasta moeda fiduciária para comprar bens, serviços e ativos ou para realizar pagamentos de transferência quitando suas exigibilidades. Assim, a moeda volta para o governo em forma de tributo ou na forma de pagamento pelos títulos que o governo vende ao mercado aberto. Isso demonstra que o tributo é uma forma de simplesmente se demandar moeda, como verificado acima na visão cartalista; além disso, os tributos apresentam outras funções em uma economia, como por exemplo, reduzir demanda por um bem que traz malefícios à saúde, quando este possui um nível de tributação elevado.

Na venda de títulos uma parte do dinheiro volta para o governo, uma vez que determinada parcela do déficit está sob a forma de títulos. Podendo então vender títulos até o

montante de seu déficit. Mas os títulos não são para financiar o déficit do governo, pois ele primeiro gasta, para depois disponibilizar os títulos. Quanto maior a taxa de juros, mais as famílias serão induzidas a obter mais títulos. Porém, o governo não necessita de títulos para se financiar, pois eles são somente uma alternativa para as famílias terem um ativo que rende juros. Então, o governo decide a taxa que pagará ou alternativamente o preço dos títulos governamentais na sua política monetária. Como verificado a seguir:

Como as receitas de juros das famílias são acrescentadas à renda que resulta das vendas de bens e serviços ao governo, o governo pode ter que aumentar as obrigações tributárias (ou baixar seu dispêndio não financeiro) no futuro para evitar depreciação do valor do dinheiro (uma vez que renda dos juros é uma alternativa ao fornecimento de bens e serviços ao governo como fonte de dólares para pagar tributos). Entretanto, a elevação das obrigações tributárias (ou os cortes orçamentários) não tem nada a ver com a “necessidade” de captar recursos para pagar juros; tributos crescentes podem ser exigidos para evitar a desvalorização do dinheiro que resultaria do aumento das rendas (permitindo, além disso, que as famílias reduzissem o esforço de trabalho necessário para a obtenção de renda para pagar tributos) (WRAY, 2003, p. 182).

Como afirma a teoria apresentada por Wray, o governo não pode tributar ou vender títulos antes de gastar; o dispêndio “financia” o pagamento de tributos e a venda de títulos, e não ao contrário. A teoria convencional é então questionada, pois os gastos ocorrem antes da tributação, e não ao contrário. Ou seja, para que se tribute e se venda títulos é preciso que haja moeda suficiente para que isso ocorra.

Desta maneira, a política fiscal é quem determina o montante de moeda nova criada no sistema pelo governo, sendo a política monetária responsável por operações do Tesouro com o Banco Central que adicionam ou drenam reservas, assim como outras operações que estabelecem a meta de taxa de juros *overnight*. Vejamos a seguir:

Para manter a taxa de *overnight*, o Tesouro poderia então vender títulos aos bancos ou ao público, provocando uma drenagem de reserva. Conforme fosse necessário (para a sintonia fina da taxa de juros, mas não para “financiar” o déficit governamental), o Banco Central poderia injetar ou subtrair reservas por meio de compras no mercado aberto ou de vendas de títulos no mercado secundário (WRAY, 2003, p. 188).

Quando a receita for inferior a obrigação tributária o público vende títulos e o governo é obrigado a comprar, independente do prazo. A demanda por títulos ocorre não simplesmente porque o governo demanda moeda, mas porque os agentes também querem uma alternativa à

renda extra que possuem. Isso demonstra que só poderia ter um devedor “eficiente” para bancar este tipo de mercado, pois somente o governo tem condições de ficar endividado a ponto de continuar neste efeito cíclico.

Ainda como sustentação no que se refere à emissão de moeda e a dívida pública, Rodrigues (2004) utiliza as Finanças Funcionais para discorrer sobre o déficit público de alto emprego, tendo como base Lerner e Wray. Seu trabalho também incrementa a visão heterodoxa da emissão de moeda e relação dívida/PIB, como a seguir.

No que diz respeito à emissão de moeda, Lerner (2002) afirma que o governo pode arrecadar mais do que gasta ou gastar mais do que arrecada. A sobra ele poderia entesourar ou pagar algum déficit. A impressão de moeda não afeta a quantidade de moeda gasta. E o risco de inflação ocorre somente quando o montante emitido é maior que o taxado. Podemos compreender melhor esta análise a partir de:

... surgem questionamentos de que o governo não terá recursos para financiar os aumentos, nem através da tributação nem do empréstimo (via venda de títulos), pois estará aumentando a dívida pública (interna) fazendo com que, com receio do futuro, os agentes desconfiem da solvência do governo, devido aos déficits constantes. Mas é justamente neste ponto que as Finanças Funcionais se diferenciam de forma mais clara das finanças saudáveis (ou orçamento equilibrado). O único modo de o governo realizar seus gastos é através do papel moeda. Seria totalmente ilógico acreditar que o governo, que detém o monopólio da emissão de papel moeda, tenha que captar esta mesma moeda para poder realizar seus gastos e mais ilógico ainda é acreditar que os outros agentes (que não o governo) tenham papel moeda sem o governo tê-la emitido. Então, com base na ideia de que o governo não precisa se “financiar” com tributos nem com emissão de dívidas, Lerner afirma que “a responsabilidade financeira do governo [...] 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 são possíveis produzir” e continua (WRAY, 2003 apud RODRIGUES, 2004, p. 15):

E ainda sobre este assunto ressalta: “a tributação nunca deve ser estabelecida apenas porque o governo precisa fazer pagamentos [...]. Tributação deveria, pois, ser imposta somente quando é desejável que os contribuintes tenham menos moeda para gastar” (Ibid., p. 15).

Contudo, há duas razões para que a elevação da base monetária tenha um limite devido às consequências no setor privado. “O primeiro é que o aumento contínuo do estoque

de dinheiro em poder do público, sem ser acompanhado por qualquer emissão de dívida, faria a liquidez crescer significativamente e as taxas de juros se aproximariam de zero” (SANTOS, 2005, p. 45) levando ao aumento do investimento e do consumo privado; segundo: mais ricas as pessoas gastariam mais e o pleno emprego poderia vir somente com os gastos privados.

No que tange a relação dívida/PIB, ela simplesmente demonstra uma capacidade de endividamento que não é uma restrição real de endividamento do país, pois vários países como a Itália (por exemplo) possuem uma dívida maior que seu PIB e mesmo assim continuam a gastar independente da taxa de juros vigente e do prazo de maturação dos títulos.

...com a teoria das Finanças Funcionais, o “mito” de que o governo não poderá incorrer em dívidas maiores do que uma dada relação dívida/produto cai por terra. Como dito, a única forma do governo se financiar é através do papel moeda, que por sua vez, é uma obrigação (dívida) do governo, que não tem conversibilidade. Ao vender títulos públicos no mercado o Estado estará recolhendo moeda anteriormente emitida, cuja finalidade já havia sido efetivada. Como o título é uma obrigação do governo com conversibilidade no papel moeda, ao realizar a operação da venda de títulos estará ocorrendo apenas uma troca de obrigação que rende nada, moeda, por outra que rende juros, o título. Sabendo que os agentes que demandam os títulos têm moeda em excesso, pois consumiram menos que sua renda, o governo estará oferecendo a estes agentes as opções de poupar moeda – que não rende juros – e/ou títulos – que rendem juros. Sendo assim, os agentes privados estarão trocando um ativo que não rende juros por um ativo que rende juros, por outro lado, o governo estará trocando uma obrigação que não lhe tinha custos por uma obrigação que lhe impõe custos (os juros).

Considerando que moeda trocada por títulos fique como reservas do Tesouro no Banco Central, então, quando os agentes privados vierem, no futuro, resgatar estes títulos, estarão fazendo o processo inverso, isto é, substituindo obrigações governamentais que rendem juros (títulos) por obrigações governamentais que não rendem juros (moeda). Com esta lógica torna-se sem sentido a argumentação de que a dívida não pode atingir determinados patamares do produto, pois ocorreria problema de solvência por parte do governo, visto que, a aceitação da dívida foi efetivada no momento que o governo realizou seus gastos. Estando uma economia funcionando normalmente, o retorno do papel moeda aos agentes privados poderá ser utilizada para consumir qualquer tipo de bem ou serviço produzido dentro do país, independente da relação dívida/produto (RODRIGUES, 2004, p. 19-20).

A importância de um indicador como a relação dívida/PIB, só tem relevância para os agentes que utilizam as operações de mercado aberto como uma forma de receita, uma vez que demonstra a despesa com pagamentos dos encargos dos títulos públicos e logo evidencia o direcionamento dos gastos do governo, ou seja, que peso ela está sendo para o governo e o que isto passa para os agentes ao perceberem que o sistema financeiro é fortemente sustentado pelo governo em detrimento de outros setores.

Em relação ao limite de estoque de dívida pública, esta possui limite apenas para a teoria convencional, pois as Finanças Funcionais já demonstraram que a função da dívida é manipular a taxa de juros e esta tem como função manipular o investimento privado e também seu consumo.

Não existe explicação teórica para se ter um limite de dívida pública e ainda se atingisse determinado nível não poderia emprestar mais, ou seja, conseguiria isto somente se chegarem a déficit público igual a zero. Para as Finanças Funcionais o limite para endividamento público significa dar menos importância para o pleno emprego e estabilidade de preços. E para impedir que o nível de pleno emprego ultrapassasse, aí sim se reduziria o déficit público.

Vale lembrar que o nível de gastos deve ser tal que permita o pleno emprego, se os gastos privados forem altos poderá ter necessidade de reduzi-lo e logo, eliminando o déficit público. Assim, dívidas muito grandes causariam duas supostas “desvantagens”. Em primeiro lugar, podem implicar na manutenção de gastos públicos em um nível menor do que o governo poderia desejar. Em segundo lugar, podem implicar alternativa ou complementarmente na necessidade de induzir o setor privado a manter gastos menores do que ele desejaria.

Porém, como Lerner faz questão de ressaltar, esses efeitos “negativos” do endividamento público são causados pela prosperidade econômica e só podem ser prevenidos evitando a própria prosperidade. *‘Não é útil culpar a dívida nacional por esses efeitos danosos’*. Porque o crescimento da dívida pública é consequência direta e inescapável do fato do setor privado desejar gastar menos do que a renda que a sociedade democrática considera que a economia deve atingir (1951, apud SANTOS, 2005, p. 47).

O nível de gastos na economia deve ser suficiente para manter o nível de pleno emprego na presença de gastos privados grandes, se deve reduzi-lo por meio de redução do déficit público. Existe a suposição de dívidas grandes causar desvantagens como nível de gastos inferior ao desejado pelo governo ou induzir o setor privado a gastar menos. “Porque o crescimento da dívida pública é consequência direta e inescapável do fato do setor privado desejar gastar menos do que a renda que a sociedade democrática considera que a economia deve atingir” (Ibid., p. 47). Toda ação tem sua reação, mas não necessariamente negativa, ou

seja, segundo Lerner isso é resultado da prosperidade econômica. Para as Finanças Funcionais não importa se a dívida é pública ou privada, mas sim seu resultado.

Se a acumulação de ativos financeiros é muito grande, com pleno emprego constante e ainda caso os agentes gastem mais do que ganhem, outros agentes deverão diminuir seus gastos para que a oferta não seja superada pela demanda por trabalho e aí sim o governo vê nas Finanças Funcionais um caso de superávit. Caso a situação fosse de desemprego o governo aumentaria sua demanda por mão-de-obra.

Esse não é o caso da dívida pública brasileira recente. Essa cresceu enormemente sem gerar sensível crescimento econômico. A partir de 1994, a dívida pública cresceu na sua maior parte não devido a grandes investimentos públicos ou gastos com fins sociais, mas cresceu principalmente para pagar juros inéditos a banqueiros e rentistas. Como esses agentes tendem a acumular a maior parte da renda que obtém, não houve crescimento do consumo e nem do investimento que acompanharia o crescimento do consumo. Os juros elevadíssimos além de prejudicar o investimento privado, a competitividade internacional e inibir o consumo, fizeram a dívida pública crescer exponencialmente sem gerar renda, pois foram transferências feitas a agentes que simplesmente a acumularam. A política econômica brasileira conseguiu fazer a quase inédita proeza de aumentar a dívida sem aumentar significativamente a renda da economia. Isso só é possível com juros absurdamente altos (SANTOS, 2005, p. 49).

Desta maneira não é culpa do endividamento público a má distribuição de renda. Tanto o endividamento público como privado são resultados da prosperidade econômica.

Isso acontece porque os ricos ganharam heranças que os permitiram aumentar seus estoques de riqueza e logo os juros recebidos são maiores a do que a dos pobres. Isso decorre de taxa de juros positivas, impostos progressivos e acumulações anteriores. A acumulação de riqueza não é culpa da má distribuição de renda, mas consequência. “Mesmo porque dadas as condições estruturais de distribuição da renda – que não tem relação com o tamanho da dívida – o tamanho da dívida só poderia ser evitado com a recusa em alcançar a prosperidade, ou seja, escolhendo o pior para todos” (Ibid., p. 50).

## 2.4 Conclusão

Através da teoria das Finanças Funcionais chega-se à conclusão de que a justificativa de utilização pelo governo das operações de mercado aberto como forma de financiamento; que existe um limite para emissão de moeda e que existe uma restrição à relação dívida/PIB (déficit público) são “mitos“, pois a teoria apresentada coloca argumentos para que as chamadas formas de financiamento dos encargos do governo e relação dívida/PIB ganhem outro enfoque. Vejamos o Quadro 1:

**QUADRO 01 - TEORIA CONVENCIONAL X TEORIA DAS FINANÇAS FUNCIONAIS**

	<b>Teoria Convencional (ortodoxa)</b>	<b>Teoria das Finanças Funcionais (heterodoxa)</b>
DPMFi (Dívida Pública Mobiliária Federal Interna)	- instrumento de política monetária; - sua demanda decorre da necessidade do financiamento dos gastos do governo;	- drenar excesso de reservas e manter positiva a taxa de juros; - público mantém menos moeda como objetivo de política monetária; - a demanda por títulos não ocorre simplesmente porque o governo demanda moeda, mas por que os agentes querem alternativa de rentabilidade extra. Uma vez que o governo primeiro gasta para depois emitir títulos;
Emissão de moeda	- geradora de inflação, se o sistema estiver com pouca capacidade ociosa;	- não gera inflação, pois não afeta a quantidade gasta; aquela só ocorreria se o montante emitido for superior ao tributado;
Relação Dívida/PIB	- demonstra a capacidade de endividamento do governo, ou seja, o quanto este pode honrar com suas obrigações;	- não importa esta relação, uma vez que a única forma de o governo se financiar é através de papel moeda (governo), que é uma obrigação do governo (dívida);

Fonte: Elaboração própria.

No Quadro 1 são apresentadas as divergências entre as duas principais teorias: das Finanças Funcionais e a teoria convencional, pois a teoria convencional determina que: 1) a DPMFi é uma das formas de financiamento dos gastos do governo, sendo objeto de política monetária; 2) a emissão de moeda é geradora de inflação, possuindo então limitação para que a mesma seja utilizada como forma de financiamento dos gastos do governo; e 3) a relação dívida/PIB demonstra a capacidade de endividamento do país. Já a Teoria das Finanças



Funcionais aborda que: 1) a DPMFi não é uma forma de financiamento dos gastos do governo, uma vez que este primeiro gasta para depois emitir títulos, além do que há uma simples troca de obrigações entre o governo e os agentes, uma vez que o governo detém títulos e o outro agente detém moeda, alternadamente; 2) no que tange a emissão de moeda, o governo possui monopólio, logo é desnecessário ele ter que recorrer a outros agentes para consegui-la, devido a seu monopólio de emissão; e 3) a relação dívida/PIB, não demonstra a capacidade de endividamento de um país, pois como já mencionado por Rodrigues (2004, p. 20), “Estado estará recolhendo moeda anteriormente emitida, cuja finalidade já havia sido efetivada”.

Considerando as variáveis em questão neste trabalho, vale ressaltar que a Teoria das Finanças Funcionais aprofundada por Wray possui seis pontos na economia com diferente enfoque em relação à teoria ortodoxa, são eles: déficit governamental, é benéfico e não possui limite; valor da moeda, é a política fiscal que dita seu valor e não monetária; política monetária: não é sua tarefa determinar a taxa de inflação; títulos públicos, objetivam drenar excesso de reservas e não ser fonte de financiamento; política de pleno emprego: as políticas devem ser voltadas ao pleno emprego e não ao assistencialismo; e precificação exógena: necessidade de deixar quantidade flutuar e determinar preço.

Desta maneira, as políticas adotadas não são necessariamente voltadas para os fins que elas supostamente apresentam, mas sim para outros fins que não beneficiam a sociedade como um todo. Estas políticas adotadas e a maneira com que elas são apresentadas devem ser revistas para que se obtenha uma possibilidade de enquadrar outro rumo à economia brasileira.

### 3 DETERMINANTES DO CRESCIMENTO DA DPMFi NO BRASIL (2005 – 2008)

#### 3.1 Introdução

O Plano Collor (1990) e o Plano Real em sua primeira fase (1993) possibilitaram a redução e o controle da DPMFi, bem como a obtenção de superávits primários expressivos<sup>5</sup>. Assim, ao final de 1994, o saldo da DPMFi era relativamente pequeno: R\$ 61,782 bilhões. No entanto, como pode ser observado na Tabela 1, a DPMFi cresceu de forma vertiginosa a partir de 1995, com exceção do ano 2002.

**TABELA 1: Dívida Pública Mobiliária Federal  
interna (Títulos fora do BC) -  
Final de período (1994 - 2008)**

Anos	DPMFi		
	(R\$ milhões)	Var. nominal	Var.%
1994	61.782	-	-
1995	108.486	46.704	75,59
1996	176.211	67.725	62,43
1997	255.509	79.298	45,00
1998	323.860	68.351	26,75
1999	414.901	91.041	28,11
2000	510.698	95.797	23,09
2001	624.084	113.386	22,20
2002	623.190	-894	-0,14
2003	731.858	108.668	17,44
2004	810.264	78.406	10,71
2005	979.662	169.398	20,91
2006	1.094.724	115.062	11,75
2007	1.228.834	134.110	12,25
2008	1.275.143	46.309	3,77
Total		1.213.361	

Fonte: IPEADATA (2009a).

<sup>5</sup>Conforme explica Lopreato (2002, p. 285), “A retenção do estoque de ativos e a desvalorização da riqueza financeira reduziram o custo de rolagem da dívida pública e abriram o caminho para o controle do déficit. Esse movimento completou-se com a adoção de medidas de caráter fiscal [...]”.

Tal crescimento da DPMFi deveu-se a uma série de determinantes, que serão analisados nos próximos subitens. Podemos destacar, porém, que o principal determinante para o crescimento da dívida interna foi pouco estudado até agora pela literatura que versa sobre o tema.

### **3.2 Déficit primário<sup>6</sup>**

Uma das hipóteses deste trabalho é que o aumento da DPMF não advém do déficit primário. Esta como outras variáveis que constituem o aumento da dívida pública serão estudadas separadamente a partir desta seção com o propósito de verificar os determinantes do crescimento da DPMFi. Baseada nas teorias apresentadas nos capítulos um e dois serão compreendidas outras justificativas do aumento da mesma.

No que se refere à gestão e controle da Dívida Pública Federal no Brasil, esses são de responsabilidade da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), independente da sua característica, ou seja, interna, externa, mobiliária ou imobiliária. Logo, o Banco Central como responsável pela política monetária atua em conjunto com a STN para utilizar as operações de mercado aberto como instrumento de política monetária, a fim de regular a taxa básica de juros e a oferta de moeda na economia.

Essencialmente, os títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional estão voltados para a execução da política fiscal do governo, antecipando receitas orçamentárias ou financiando déficits fiscais. Os títulos de emissão do Banco Central, de menor duração, têm por objetivo principal a implementação e execução da política monetária. Os títulos da dívida pública do Governo Federal – classificados pela natureza de suas emissões e por suas principais características de negociação – são apresentados a seguir: 1) Títulos do Tesouro Nacional: LTN (Letras do Tesouro Nacional), LFT (Letras Financeiras do Tesouro), NTN (Notas do Tesouro Nacional), CTN (Certificado do Tesouro Nacional) e CFT (Certificado

---

<sup>6</sup> A metodologia utilizada a seguir para calcular os determinantes do crescimento da DPMFi foi baseada em Couto, Couto & Custodio (2009). Para a elaboração de todos os cálculos, houve a instrução do prof. Joaquim Miguel Couto (orientador).

Financeiro do Tesouro); 2) Títulos do Banco Central: BBC (Bônus do Banco Central), LBC (Letras do Banco Central) e NBC (Notas do Banco Central) (ASSAF NETO, 2003).

Em relação aos indicadores fiscais, comecemos pelo resultado nominal, ele é o balanço entre receitas totais e as despesas totais e corresponde à necessidade de financiamento do setor público (NFSP). Sobre o resultado primário temos o método “acima da linha”, que significa a diferença entre as receitas e despesas não-financeiras do setor público e o método “abaixo da linha”, que é a própria variação da dívida líquida total interna ou externa excluindo os encargos financeiros (Bacen, 2006a). Através desta última, o resultado nominal equivale a variação total da dívida fiscal líquida do período.

O resultado operacional corresponde ao resultado nominal, excluída a parcela referente à atualização monetária da dívida líquida. Já o resultado primário corresponde ao resultado nominal, excluída a parcela referente aos juros nominais sobre a dívida líquida. Os juros nominais são os juros reais mais a atualização monetária. (Bacen, 2006b). O Quadro 2 ilustra a formação dos indicadores fiscais.

**QUADRO 2: Resultado nominal, operacional, primário e juros nominais**

	Onde:
$N = \Delta$ da dívida fiscal líquida	O = operacional
$O = N - AM$	JN = juros nominais
$P = N - JN = O - JR$	AM = atualização monetária
$N = JR + AM$	N = nominal
	P = primário
	JR = juros nominais
	$\Delta$ = variação

Fonte: Bacen (2009c).

De acordo com o Fórum Brasil do Orçamento (FOB, 2004), o governo pode gerar superávit de três formas;

1. Redução dos gastos públicos, uma vez que estes são controlados pelo governo. Os cortes dos gastos podem ser de duas categorias: despesas correntes (pensões, aposentadorias, transferências), ou despesa de capital (investimento destinado à

infraestrutura como transporte, energia elétrica etc.). Este tipo de redução de despesas reflete em menos benefícios para a população como, por exemplo, escolas;

2. A segunda alternativa é a elevação da carga tributária. Esta não é uma alternativa de toda a garantia, uma vez que os tributos são advindos de renda gerada da produção ou sobre transações que não são controlados de forma direta pelo governo;
3. A terceira opção se refere à elevação de produto e renda que resulta no aumento das receitas originadas para o governo com os impostos. Esta opção é menos levantada devido à necessidade em um primeiro momento de se aumentar suas despesas, ou seja, redução de superávit primário, para criar um círculo virtuoso que gera crescimento. Em um segundo momento o aumento da receita refletiria positivamente no superávit primário. Porém esta alternativa é oposta às políticas adotadas atualmente.

A Tabela 2 demonstra a variação nominal da dívida e o resultado primário do Governo Central (Governo Federal, INSS – Instituto Nacional do Seguro Social -, Banco Central). O primeiro ponto a ser analisado é o crescimento da DPMFi , pois houve ascensão dela em quase todo o período, ou seja, o único ano em que ela não se elevou foi em 2002 apresentando variação negativa. Também se observa que a ascensão tem períodos de elevação com taxas crescente e decrescente.

No que se refere ao resultado primário, percebe-se que a partir de 1995 até 2008, com exceção do ano de 1997, houve superávit primário. Isto significa que o governo possuía recursos em parte para o pagamento de juros da dívida. Logo, houve necessidade de emitir títulos em montante inferior ao total de juros. O elevado superávit primário a partir de 1999 decorreu da meta estabelecida entre o governo brasileiro e o FMI (Fundo Monetário Internacional), cujo objetivo era reduzir a dívida pública, e desta maneira o governo passou a ter como meta superávits primários cada vez maiores. O ano de 1997 é diferenciado por apresentar déficit primário de R\$ 2,375 bilhões. Como no ano de 1997 o crescimento da dívida foi de R\$ 79,298 bilhões, o déficit primário de R\$ 2,375 bilhões representou apenas 3% no crescimento da mesma. Em relação ao período de 1995 a 2008, o déficit primário foi responsável por apenas 0,20%, dado que a DPMFi neste período aumentou R\$ 1.231,361

bilhões. Desta forma, constata-se que não foi o déficit primário que fez crescer exclusivamente a dívida interna.

**TABELA 2: Resultado primário e crescimento nominal da DPMFi \ Governo Central - final do período (1995 - 2008) R\$ milhões**

Anos	Variacão nominal da DPMFi	Resultado primário <sup>1</sup>	(%) Déficit primário/Var. DPMFi
1995	46.704	3.336	-
1996	67.725	2.908	-
1997	79.298	-2.375	3,00
1998	68.351	5.042	-
1999	91.041	22.672	-
2000	95.797	20.431	-
2001	113.386	21.980	-
2002	-894	31.919	-
2003	108.668	38.744	-
2004	78.406	52.385	-
2005	169.398	55.741	-
2006	115.062	51.352	-
2007	134.110	59.439	-
2008	46.309	71.308	-
Total	1.213.361		0,20

Fonte: Elaboração própria; Bacen<sup>1</sup> (2009d).

Considerando o superávit primário ainda, o objetivo é arrecadar mais do que gasta, não considerando o montante de pagamento de juros da dívida, - se gera superávit independente do curso da dívida. E de acordo com o FOB (2004), o superávit primário se torna uma simples ferramenta contábil para a execução da política econômica, visando somente o pagamento de juros da dívida. Ou seja, o Governo Central arrecadou mais do que gastou e o superávit gerado foi destinado ao pagamento de juros da dívida em detrimento de benefícios à sociedade.

### **3.3 Juros nominais**

Esta seção trata dos juros nominais de forma desagregada para demonstrar sua participação no aumento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna. O que se chama de juros de nominais, equivale ao montante destinado aos detentores dos títulos da dívida pública gerado pelas transações com os mesmos. Os juros nominais representam a somatória dos juros nominais internos e externos. A expressão nominal significa a variação fiscal da dívida como visto na seção 3.2 . Os juros nominais externos são referentes aos juros da dívida externa e seu pagamento é feito em dólares (utilizando as reservas internacionais), enquanto o pagamento dos juros internos é feito em reais. O trabalho procura analisar os juros nominais internos, dada a sua representatividade para a DPMFi.

A Tabela 3 demonstra a desagregação dos montantes de juros nominais em internos e externos, além do resultado primário, os juros não cobertos pelo superávit primário e o percentual dos juros no crescimento da DPMFi. Nesta tabela é possível observar que o montante de juros nominais internos apresenta uma importante contribuição para o crescimento da dívida interna brasileira no período de 1995 a 2008.

**TABELA 3: Juros nominais internos não cobertos pelo superávit primário  
- final do período - (1995-2008) R\$ milhões**

Anos	Juros Nominais			Resultado primário (B)	Juros não cobertos pelo superávit primário (A - B)	Percentual dos Juros no cresc. da DPMFi (%)
	Total	Externo	Internos (A)			
1995	17.898	2.700	15.198	3.336	11.862	25,40
1996	22.080	2.570	19.510	2.908	16.602	24,51
1997	18.932	1.388	17.544	-2.375	17.544	22,12
1998	50.142	1.445	48.697	5.042	43.655	63,87
1999	49.008	7.079	41.929	22.672	19.257	21,15
2000	45.447	7.570	37.877	20.431	17.446	18,21
2001	47.253	11.792	35.461	21.980	13.481	11,89
2002	41.948	14.083	27.865	31.919	-	-
2003	100.896	16.251	84.645	38.744	45.901	42,24
2004	79.419	15.269	64.150	52.385	11.765	15,01
2005	129.025	12.771	116.255	55.741	60.514	35,72
2006	125.827	7.321	118.506	51.352	67.154	58,36
2007	119.046	-316	119.362	59.439	59.923	44,68
2008	96.199	-3.322	99.521	71.308	28.213	60,92
Total	943.120	96.601	846.520	434.882	413.317	34,06

Fonte: Bacen (2009e; 2009f; 2009g).

As principais características dos juros nominais internos são suas elevações em todo o período mesmo que não linearmente, as mudanças abruptas ocorreram em período pré-eleitoral/eleitoral, do governo Lula (Luís Inácio Lula da Silva), o que demonstram uma pequena insegurança por parte dos investidores, pois as operações de mercado aberto são uma opção de rentabilidade extra para os indivíduos.

Outro fator importante para o tema em questão é a sobrevalorização do Real (1994-1997) que gerou déficits na balança comercial e nas transações correntes brasileiras, e mais uma vez para atrair capital externo o Banco Central ofereceu altas taxas de juros, isso gerou mais sobrevalorização e conseqüentemente maior pagamento com juros da dívida interna. Ou seja, o aumento da taxa de juros para manter o câmbio elevou o pagamento dos juros.

No final de 1998 e início de 1999 houve uma retomada da taxa de inflação e dado o aparato estrutural montado para a política monetária a resposta foi elevar abruptamente a taxa de juros básica da economia, a qual também tinha por objetivo conter a saída de capital externo e estimular o ingresso de capitais estrangeiros. Cabe ressaltar que a partir de 1999 foi adotado o Regime Monetário de Metas de Inflação (RMMI), que conduz a política econômica



de modo a garantir determinada meta de inflação, utilizando a taxa de juros como instrumento básico de ajuste. Desta maneira a política de juros altos para atrair capital continuou aumentando a dívida e conseqüentemente os juros nominais internos se elevaram.

Em 2002, temos um ano com resultados diferentes, ou seja, neste ano a DPMFi não aumentou, o que possibilitou este não aumento foi o superávit primário ser superior aos juros nominais internos, resultando na não emissão de novos títulos de dívida pública. Por isso, a Tabela 4 demonstra que não há juros não cobertos pelo superávit primário naquele ano.

O outro fator relevante em termos do movimento ascendente da taxa de juros básica da economia ocorreu em 2003, o qual pode ser associado ao período pré-eleitoral. Desta forma, a eleição do Presidente Lula em 2002, criou um ambiente de incerteza e risco quanto ao fluxo de capitais, no sentido da saída abrupta de um grande volume de recursos financeiros do país, ambiente que levou o fazedor de política monetária (*policy maker*) a elevar a taxa de juros e, mais uma vez os juros nominais internos se elevaram bruscamente.

Através da Tabela 3 é possível perceber que o aumento do montante de juros nominais da dívida tem como um dos fatores explicativos à rápida elevação da taxa básica de juros da economia. Além de um superávit primário insuficiente para cobrir o montante de juros nominais internos, resultando nos juros não cobertos pelo superávit primário, ou seja, significa novas emissões de títulos públicos que, portanto, levam ao aumento da DPMFi.

Ainda analisando os dados da Tabela 3, percebe-se que o resultado primário é importante para demonstrar o quanto o governo brasileiro paga de juros nominais por ano e, o quanto ainda deve ser despendido na forma de emissão de novos títulos públicos. Percebemos que o governo conseguiu superávits primários crescentes ao longo de todo o período, com exceção de 1997, contribuindo assim para o pagamento de parte dos juros da dívida pública, e, portanto, buscando conter o aumento da dívida interna ao longo deste período (1995-2008). Todavia, há uma parcela do montante de juros nominais não cobertos pelo superávit primário. No período analisado observa-se que em um ano que não houve necessidade de emitir títulos, em 2002, nos demais anos houve necessidade de emissão de títulos públicos, o que totalizou um aumento de R\$ 413,317 bilhões da dívida interna no período.

A última coluna da Tabela 3 se refere à proporção dos juros no aumento da dívida para o respectivo ano, ou seja, quanto o montante de juros representou na variação do aumento da dívida. Os juros nominais internos representaram no máximo 63,87% (1998) no aumento da dívida e, em todo período os juros não cobertos pelo superávit primário representam 34,06% de seu aumento. Isto significa que o aumento da dívida possui outros determinantes e que esta variável em análise não pode ser considerada como a causa isolada da ascensão da dívida pública, mas uma das principais causas.

Todas as questões anteriores estão ligadas a alta taxa de juros básica da economia (Selic) adotada no Brasil. Seu elevado patamar tinha por objetivo conter a fuga de capitais, e garantir a política conservadora do Banco Central do Brasil, caracterizada pelo uso do RMMI que tem como principal instrumento de política altas taxas de juros como descrito anteriormente, uma vez que não se faz reduções bruscas na taxa de inflação sem reduções na taxa de juros de acordo com a política.

Temos na Tabela 4 a série da taxa selic (média dos juros que o Governo paga para os bancos) de 1995 a 2008. Nesta tabela se utilizou a média anual da taxa Selic com exceção de 1995, além de utilizar-se do IPCA acumulado no ano. Desta maneira o resultado é a taxa de juros real para o período em questão.

**TABELA 4: Taxa de juros (%) - (1995-2008)**

Anos	Taxa Selic - média anual <sup>1</sup>	IPCA (acumulado)	Taxa real de juros	Taxa de juros - fundos federais - EUA (média)
1995	40,25	20,41	19,84	5,84
1996	24,41	9,18	15,23	5,30
1997	22,76	5,11	17,65	5,46
1998	24,33	1,65	22,68	5,35
1999	24,76	8,60	16,16	4,97
2000	17,60	5,83	11,77	6,24
2001	17,46	7,42	10,04	3,89
2002	19,22	11,90	7,32	1,67
2003	23,51	8,95	14,56	1,13
2004	16,38	7,35	9,03	1,35
2005	19,14	5,55	13,59	3,21
2006	15,32	3,10	12,22	4,96
2007	12,03	4,37	7,66	5,02
2008	12,45	5,75	6,70	1,93

Fonte: Bacen (2009h); IPEADATA (2009b); IPEADATA (2009c).

Nota: (1) para o ano de 1995 utilizou-se a taxa selic de 29/12/1995.

A Tabela 5 pode justificar o montante gasto em juros nominais no período analisado. Pois através desta tabela percebe-se que a taxa de juros vigente no Brasil é alta se comparada com alguns países, como por exemplo, os Estados Unidos da América que teve pico em 2000 com 6,24% e mínima em 2003 com 1,13%, enquanto o pico no Brasil foi de 22,68% em 1998 com mínima de 6,7% em 2008. Um período de grande variação ocorreu de 2002 para 2003, onde a taxa sai de 7,32% e chega a 14,56%. Isto significa que a taxa de juros tem uma participação decisiva no aumento da DPMFi, uma vez que os títulos indexados a ela só tornam a aumentar o custo de rolagem da dívida. Os títulos indexados a Selic saíram de pouco mais de 35% em 2001 para mais de 60% em 2008, isso confirma o círculo vicioso entre dívida e taxa de juros.

Desta maneira podemos indagar o porquê de taxa de juros com característica ascendente no Brasil. Sabemos que a política monetária é conservadora e que uma parte da justificativa é esta, mas então quem está por trás da política monetária? Ou seja, que influência os presidentes de uma instituição reguladora do sistema financeiro possuem no controle da taxa de juros? É por meio do Quadro 3 que será analisada a trajetória dos presidentes do Banco Central do Brasil para também justificar a taxa de juros vigente na

economia brasileira no período analisado. No Quadro 3 consta o nome dos presidentes com seu período de vigência e respectivo mandato de presidência, sendo o FHC (Fernando Henrique Cardoso) e LULA (Luís Inácio Lula da Silva).

**QUADRO 3: Presidentes do Banco Central do Brasil (1995 – 2008)**

Presidente	Período	Governo
Pérsio Arida	11/01/1995 – 13/06/1995	FHC
Gustavo Jorge Laboissière Loyola	13/06/1995 – 20/08/1997	FHC
Gustavo Henrique de Barroso Franco	20/08/1997 – 04/03/1999	FHC
Armínio Fraga Neto	04/03/1999 – 01/01/2003	FHC
Henrique Meirelles	01/01/2003 – Atual	LULA

Fonte: Bacen (2009i).

O Quadro 3 demonstra os ex-presidentes e presidente atual do Banco Central com os respectivos presidentes da república brasileira. A seguir, se verifica o histórico destes presidentes com o sistema financeiro de forma a revelar alguma possível contribuição deste histórico no desenvolvimento de suas políticas (STN, 2009):

- 1 Pérsio Arida: criou o Banco Opportunity no Rio de Janeiro, sendo diretor da mesma em 1998 junto com Verônica Dantas e Daniel Dantas;
- 2 Gustavo Jorge Laboissière Loyola: Foi diretor operacional na Planibanc Corretora de Valores (Nov/1987 – jan/1989); Diretor adjunto do Banco de Investimentos Planibanc S. A. (Fev./Out. 1999); Sócio e diretor da MCM Consultores Associados (Ago. 1993 – Maio 1995); presidente do conselho fiscal do Banco Itaú Holding Financeira S.A. (Mar. 2003 – Abril 2006); diretor atual da Tendências Consultoria Integrada;
- 3 Gustavo Henrique de Barroso Franco: em 2000 fundou o Rio Bravo investimentos, empresa voltada para serviços financeiros, securitizações, investimentos, aquisições e fusões;
- 4 Armínio Fraga: Foi diretor gerente da Soros Fund Management, Salomon Brothers em Nova Iorque e do Banco de Investimentos Garantia (Brasil); atualmente é acionista da Gávea Investimentos e membro do conselho de administração do Unibanco;

5 Henrique Meirelles: trabalhou no BankBoston de 1974 – 2002, sendo presidente mundial deste banco.

Com as descrições enumeradas anteriormente, podemos entender que além da política conservadora do Banco Central do Brasil (Bacen) em “segurar a inflação”, podem existir influências na política de altas taxas de juros, ou seja, os ex-presidentes e o atual do presidente do Bacen sabem da necessidade de juros altos para atender o sistema financeiro nacional de modo a satisfazer o lado dos investidores. Vale lembrar que a decisão da taxa de juros não é ditada pelo presidente desta instituição e sim pelo Copom (Comitê de Política Monetária) e por isso a análise de captura deste órgão pelos regulados deve ser considerada como um todo, dada a estrutura organizacional.

Esta relação apresentada no parágrafo anterior é denominada por Sicsu (2009) como Mercadismo, que significa dizer que as previsões de inflação são realizadas por instituições financeiras, o que demonstra a relação do Banco Central com o mercado financeiro deixando os representantes do setor produtivo e comércio fora das decisões. Além disso, muitos dos profissionais de altos cargos no Bacen vieram do mercado financeiro e/ou foram para lá após saírem do Banco Central. A relação entre profissionais do Bacen e futuros banqueiros é grande e este círculo vicioso só tende a aumentar.

Mais uma evidência da ligação do sistema financeiro com as políticas adotadas está no fato de que o deputado Paulo Renato ao enviar um artigo ao Jornal Folha de São Paulo (2007) deixou no final de seu e-mail seus comentários para com o presidente do Bradesco em relação a incorporação do Besc (Banco de Santa Catarina) ao Banco do Brasil. Houve justificativa por parte de Paulo Renato em dizer que era opinião técnica. Mas isso deixa claro que muitas decisões políticas são tomadas com respaldo de grandes representantes do setor financeiro com o intuito de auferir benefícios particulares.

Também podemos falar em arbitragem jurisdicional, uma vez que o setor financeiro não é limitado geograficamente e por fim, é necessário evitar a captura regulatória que ocorre entre o agente regulado e o regulador para não ocorrer as falhas que ocorrem hoje. Isto é verificado com o processo de entradas e saídas dos quadros do governo para o setor privado, o chamado *revolvingdoor* (ROUBINII, 2009).

Na primeira parte deste trabalho foi demonstrado a Teoria da Captura, a qual estuda o comportamento das empresas/atividades/instituições em capturar a agência regulatória para atender seus próprios interesses. A agência regulada pode ganhar apoio político das atividades reguladas, bem como ajuda financeira para continuar o jogo de favorecimentos. Esta é uma explicação para o comportamento da taxa de juros no Brasil. Isto é, o Banco Central foi capturado pelo sistema financeiro em prol de benefícios particulares daquele setor.

Outra explicação vem com a Teoria das Finanças Funcionais. Esta última discorre sobre a real necessidade das operações de mercado aberto, ou seja, segundo esta uma das funções das operações de mercado aberto (DPMFi) são necessariamente voltadas para drenar o excesso de reservas e desta maneira proporcionar uma taxa de juros atrativa para os rentistas e não necessariamente como necessidade de financiamento do governo como diz a teoria convencional.

A partir destes dados podemos inferir que o sistema financeiro exerce pressão sobre o Banco Central e que por isso ou também por isso, as políticas adotadas tendem a favorecer o sistema financeiro em detrimento da sociedade. O círculo vicioso de altas taxas de juros e de maior emissão de títulos públicos tende a continuar, uma vez que o interesse dos formuladores de políticas públicas não visa à economia-sociedade como um todo, mas somente o sistema financeiro como interesse particular, levando em consideração as informações analisadas.

### **3.4 Ajuste patrimonial**

Nesta seção será analisada brevemente a formação do ajuste patrimonial, ou seja, como se chega até ele bem como sua interpretação. A importância de estudar este item se dá pelo fato dele contribuir para o aumento da DPMFi e por isso é necessário saber a sua participação no aumento da mesma. O ajuste patrimonial é um dos condicionantes da DLSP (Dívida Líquida do Setor Público) assim como na NFSP junto com o ajuste cambial, dívida

externa, reconhecimento de dívidas e privatizações. É necessário entender seu conceito neste contexto.

O ajuste patrimonial “corresponde à variação nos saldos da dívida líquida não consideradas no cálculo do déficit público. Inclui as receitas de privatizações e a incorporação de passivos contingentes (esqueletos)” (Bacen, 2009j). Estes últimos ainda equivalem às dívidas que o Governo reconheceu juridicamente, representando a não contabilização de déficits passados.

No que se refere aos passivos contingentes (reconhecimento de dívidas do governo), para o Tesouro Nacional, podem ser considerados dívidas dependentes de fatores imprevisíveis, as situações a seguir:

- a) Passivos que resultam de controvérsias sobre indexação e controles de preços praticados durante planos de estabilização e que derivam, também, das soluções propostas para sua compensação;
- b) Passivos decorrentes de lides de ordem tributária e Previdenciária;
- c) Questões judiciais pertinentes à administração do Estado, como as privatizações, a extinção dos órgãos, a liquidação de empresas e atos que afetam a administração de pessoal;
- d) Os chamados esqueletos ou dívidas passadas em processo de reconhecimento;
- e) Ativos decorrentes de operações de liquidação extrajudicial de instituições financeiras, além de créditos contra o Fundo de Compensação de Variações Salariais - FCVS e os estados, registrados no balanço do Banco Central do Brasil - BACEN; e
- f) Operações prestadas (aval e garantia) pela União nos demais entes da Federação e às empresas estatais (STN, 2009a).

Portanto, todo esqueleto é um passivo contingente, mas o oposto não é verdadeiro, pois o termo contingente expressa uma condição que demonstra o fator que gerou a obrigação para o governo como aposentadoria ou perda de ação judicial, por exemplo, são dependentes de fatores não previsíveis na maioria. “Ou seja, o passivo contingente sempre se associa a possibilidade de ocorrência ou de não ocorrência do evento gerador da obrigação do setor público, sem que se possa atribuir, na maioria dos casos, probabilidades e esses eventos” (STN, 2009a).

O conceito utilizado de ajuste patrimonial, neste trabalho, é a própria diferença entre reconhecimento de dívidas e as privatizações. Como se pode observar na Tabela 5, as receitas

das privatizações não impediram o aumento da dívida, pois o reconhecimento de dívidas foram superiores as receitas auferidas.

**TABELA 5 – Ajuste patrimonial sem Petrobrás – (1995-2008) em R\$ milhões**

Período	Reconhecimento de dívidas	Privatizações	Ajuste Patrimonial	Var. nominal da DPMFi	% do ajuste patrimonial no cresc. da DPMFi
1995	-	-	-	46.704	-
1996	15.221	-745	14.476	67.725	21,37
1997	-208	-16.301	-16.509	79.298	-
1998	15.215	-12.854	2.361	68.351	3,45
1999	14.015	-8.973	5.042	91.041	5,54
2000	8.672	-20.237	-11.565	95.797	-
2001	44.650	-981	43.669	113.386	38,51
2002	6.694	-3.637	3.057	-894	-
2003	604	0	604	108.668	0,56
2004	6.516	-753	5.763	78.406	7,35
2005	3.261	-954	2.307	169.398	1,36
2006	-376	-2.049	-2.425	115.062	-
2007	-631	-1.265	-1.896	134.110	-
2008	136	-767	-631	46.309	-
Total			74.222	1.213.361	6,12

Fonte: Bacen (2009k).

A Tabela 5 evidencia a representatividade do ajuste patrimonial no aumento da dívida mobiliária para cada ano respectivamente, nos anos que não possuem dados para a porcentagem do ajuste patrimonial no crescimento da DPMFi, significa que o reconhecimento de dívida foi menor que as privatizações e isso não aumentou a DPMFi; ou ainda quando a variação da DPMFi é negativa como aconteceu no ano de 2002 (o governo obteve superávit). O ajuste patrimonial teve sua maior participação no aumento da dívida no ano de 2001 representando 38,51% e sua menor participação em 2003 com 0,56% apenas. O resultado de 2001 é justificado pelo grande reconhecimento de dívidas que o governo obteve naquele ano como já especificado anteriormente.

A partir de 2006 até 2008 o ajuste patrimonial não contribuiu para o aumento da dívida, isso significa que seu peso no aumento da mesma também é pequeno. A confirmação



se dá pela representatividade no montante total da dívida que foi de 6,12% apenas, ou seja, em todo o período considerado o ajuste patrimonial elevou a dívida interna em pouco mais de seis por cento.

### 3.5 Ajuste cambial

O ajuste cambial existe porque uma parte da DPMFi é indexada a taxa de câmbio. Quando ocorre uma desvalorização da mesma, a DPMFi aumenta, sendo o inverso verdadeiro. A Tabela 6 mostra o valor do ajuste cambial para cada ano, entre 1995 e 2008. Em seguida demonstra a porcentagem do ajuste cambial no crescimento da DPMFi.

**TABELA 6 - Ajuste cambial sem Petrobrás  
- (1995-2008) em R\$ milhões**

Anos	Ajuste cambial	Var. nominal DPMFi	(%) do Ajuste cambial no cresc. da DPMFi
1995	495	46.704	1,06
1996	1.013	67.725	1,50
1997	1.605	79.298	2,02
1998	4.261	68.351	6,23
1999	39.873	91.041	43,80
2000	9.479	95.797	9,89
2001	19.182	113.386	16,92
2002	76.662	-894	-
2003	-	108.668	-
2004	-	78.406	-
2005	-	169.398	-
2006	-	115.062	-
2007	-	134.110	-
2008	3.180	46.309	6,87
<b>Total</b>	<b>79.088</b>	<b>1.213.361</b>	<b>6,52</b>

Fonte: Bacen (2009k).

A Tabela 6 foi construída da seguinte maneira: no ano de 1995, como o Banco Central não disponibiliza a parcela do ajuste cambial representada pelos títulos indexados a taxa de câmbio, foi necessário utilizar a porcentagem dos títulos públicos federais e operações de mercado aberto indexados ao câmbio versus a taxa de câmbio entre dez/1994 a dez/1995, os demais anos são os próprios títulos públicos indexados a taxa de câmbio.

A Tabela 6 possui alguns pontos principais a serem analisados. O primeiro vem com o período de 1995 a 1998, o qual teve pouca representatividade no aumento da DPMFi. Vale lembrar que neste período, a taxa de câmbio teve pequenas oscilações e logo contribuiu para o ajuste cambial impactar de forma pouco significativa na DPMFi.

Já o ano de 1999 foi impactante, uma vez que naquele ano houve desvalorização cambial significativa, o que resultou no aumento da DPMFi em 43,80% . Ainda naquele ano ocorreu a implantação do Regime Monetário de Metas de Inflação (RMMI) no Brasil. Com vistas a utilizar a política monetária como instrumento mais eficiente, o Bacen constrói determinada taxa de inflação, utilizando a taxa de juros como variável de ajuste, usufruindo ainda de um percentual para mais e para menos desta meta.

No que se refere aos anos de 2000, 2001 e 2008 também não foram representativos no aumento da dívida interna. Porém, o ano de 2002 teve grande ajuste cambial, mas devido a variação negativa no aumento da DPMFi, aquele montante não refletiu no aumento desta última.

Desta maneira o ajuste cambial interfere de forma menos participativa no aumento da dívida pública quando consideramos os determinantes estudados até agora e todo período analisado. Isso fica claro com a representatividade dela no aumento da DPMFi, ou seja, de 1995 a 2008 o ajuste cambial participou com apenas 6,52% no aumento da dívida, evidenciando sua pequena expressividade .

### 3.6 Esterilização monetária

Para entendermos a elevação da dívida pública devemos também considerar a questão da esterilização monetária. Ela consiste na emissão de títulos públicos, cujo objetivo é evitar ou reduzir o aumento da oferta monetária criada pelo influxo de capitais externos. No entanto, existe uma relativa resistência para que ocorra uma redução da taxa de juros, o que poderá promover uma redução da demanda agregada, e, conseqüentemente postergar um possível aumento da taxa de inflação. Por um lado, o influxo de capitais poderá causar uma elevação simultânea do passivo externo e da dívida interna da economia. Por outro, a expansão monetária decorrente do influxo de capitais pode estimular um aumento das importações, devido à sobrevalorização da moeda doméstica. Se o aumento das importações não for acompanhado pelo aumento das exportações, portanto, existe a possibilidade de que possa ocorrer déficit em conta corrente, o que poderia fazer com que a esterilização monetária também reduza pressão sobre o equilíbrio externo.

No caso brasileiro, a partir da década de 1990 com o advento do Plano Real houve a intensificação do influxo de capitais. Esse movimento foi um dos motivos para a ascensão da dívida interna, uma vez que estes capitais eram especulativos, e, quando não eram inseridos desta maneira poderiam entrar como investimento direto estrangeiro. Assim, os investidores poderiam utilizar a prática de *carry-trade*, ou seja, na arbitragem com juros de curto prazo, emprestando em moeda que possui juros baixos e aplicando em moeda com juros altos para fazer especulação no Brasil.

Para evitar aqueles três tipos de pressões (demanda agregada, inflação e desequilíbrio externo), o governo utilizava a operação de esterilização monetária. Isto é, a venda de títulos públicos com a finalidade de reduzir a oferta monetária associada ao ingresso de capital externo. Vale recordar que dada à política monetária utilizada pelo Banco Central, a taxa de juros não sofre uma rápida redução, que por sua vez reduziria a demanda agregada e a pressão sobre a taxa de inflação. Isso significa que o Banco Central confia na taxa de juros como “único” instrumento eficaz para manter a estabilidade de preços na economia, mas esta

estratégia exigia que a taxa de juros permanecesse elevada. Na Tabela 7 é possível verificar a trajetória do montante da expansão monetária.

**TABELA 7 - Reservas Internacionais e Expansão Monetária (fim de período): 1994-2008**

Anos	Reservas		Taxa média de câmbio - compra (R\$/US\$)	Expansão monetária (R\$ milhões)
	Internacionais - Liquidez ajustada* (US\$ milhões)	Varição nominal (US\$ milhões)		
1994	37.887	-	-	-
1995	50.918	13.031	0,9177	11.959
1996	60.059	9.141	1,0052	9.189
1997	52.106	-7.953	-	-
1998	34.362	-17.744	-	-
1999	23.861	-10.501	-	-
2000	31.541	7.680	1,8295	14.051
2001	27.797	-3.744	-	-
2002	16.339	-11.458	-	-
2003	20.525	4.186	3,0715	12.857
2004	27.541	7.016	2,9257	20.527
2005	53.799	26.258	2,4341	63.915
2006	85.839	32.040	2,1771	69.754
2007	180.334	94.495	1,9483	184.105
2008	193.783	13.449	1,8375	24.713

Fonte: Bacen (2009l; 2009m).

\* A partir de 2005 utiliza-se o conceito de liquidez total

As reservas internacionais estão divididas em dois períodos: o primeiro compreende 1994/2004, que utiliza o conceito de liquidez ajustada, pois exclui os empréstimos do FMI (Fundo Monetário Internacional). Cabe ressaltar que os meios de pagamentos não sofrem uma expansão, porque o governo não necessita comprar dólares no mercado. O segundo período é de 2005 a 2008, em que é utilizado o conceito de liquidez total (após o país ter liquidado sua dívida com o FMI).

Nos anos em que a variação nominal das reservas internacionais foi negativa, não é registrada expansão monetária. Logo, o governo não utilizou a esterilização monetária, ou seja, não foi necessária a emissão de títulos públicos.

Na Tabela 8 é possível verificar a representatividade do montante esterilizado na participação no aumento da DPMFi.

**TABELA 8 – Expansão monetária e esterilização monetária: 1995-2008**

Anos	Expansão monetária (R\$ milhões)	Esterilização monetária (R\$ milhões)	Var. nominal DPMFi (R\$ milhões)	(%) da esterilização no cresc. da DPMFi*
1995	11.959	11.959	46.704	25,61
1996	9.189	9.189	67.725	13,57
1997	-	-	79.298	-
1998	-	-	68.351	-
1999	-	-	91.041	-
2000	14.051	14.051	95.797	14,67
2001	-	-	113.386	-
2002	-	-	-894	-
2003	12.857	12.857	108.668	11,83
2004	20.527	20.527	78.406	26,18
2005	63.915	63.915	169.398	37,73
2006	69.754	47.908	115.062	41,64
2007	184.105	74.187	134.110	55,32
2008	24.713	14.915	46.309	32,21
Total		269.508	1.213.361	22,21

Fonte: Elaboração própria.

O primeiro ponto a ser analisado na tabela 8 refere-se ao montante da expansão monetária. Até 2004 a expansão monetária foi relativamente baixa, pois até este ano como já foi descrito anteriormente havia a exclusão dos empréstimos concedidos pelo FMI. No restante do período (2005-2008), desconsiderando os empréstimos do FMI, é possível verificar uma forte expansão monetária até 2007, resultado do aumento na emissão de títulos da dívida pública, ou seja, resultado da esterilização monetária.

No que se refere às variações nominais da dívida pública interna, verifica-se que apenas em 2002 foi registrada uma variação negativa, ou seja, uma redução do montante da dívida, reflexo da fuga de capitais externos do país. Por fim, observa-se que a esterilização monetária apresenta uma participação de 22% na composição da dívida pública interna total registrada em todo o período (1995-2008). A análise destes componentes da dívida pública interna mostra que a esterilização monetária, em média, contribuiu com um quinto do aumento registrado da DPMFi.

### 3.7 Ajuste de liquidez

O ajuste de liquidez ou zeragem automática é o mecanismo pelo qual o Banco Central ajusta a quantidade de moeda no sistema bancário. Quando este último não possui uma equidade entre o volume de empréstimos e de poupanças pode ocorrer um excesso ou escassez de moeda no sistema. Desta maneira o Banco Central precisa atuar ou intervir no mercado, injetando moeda quando necessário ou remunerando (retirando) a quantidade excedente de moeda por meio das operações de mercado aberto.

Isto significa que Banco Central pode efetuar ajustes diários (zeragem automática) das reservas bancárias, cujo objetivo é zerar ou equilibrar as posições credoras (superavitárias) e devedoras (deficitárias). Para isso, o Banco Central pode recomprar títulos quando os bancos estão com pouca liquidez (*oversold*) ou vender títulos quando o sistema bancário está com excesso de liquidez (*undersold*). No entanto, diante da política monetária adotada pelo governo brasileiro, o principal objetivo deste mecanismo é controlar a taxa básica de juros da economia, consequentemente afetará a taxa de juros de mercado, além de evitar variações bruscas nas reservas bancárias decorrentes de efeitos sazonais. Isso significa que variações nas reservas bancárias alterariam a função da taxa de juros como política monetária (PAULA, 1996). Esta relação entre reservas bancárias e taxa de juros é reforçada pela citação a seguir:

... como é bem destacado por Agostinho da Silva (1993), a zeragem automática diz respeito a intervenções diárias do BACEN no mercado para ajustar a liquidez global do sistema financeiro com vistas a determinação da taxa de juros básica da economia (*overnight*) e não apenas ao atendimento episódico de algumas instituições deficitárias ao final do dia... A zeragem automática foi um recurso de última instância, em um quadro de elevada fragilidade financeira do Estado e de alta inflação, de gestão monetária do Brasil. Esta procurava, via desenvolvimento da moeda indexada e da manutenção de taxa de juros elevadas, evitar a fuga de aplicações financeiras para ativos reais ou de risco e a substituição da moeda corrente legal pela moeda estrangeira forte, impedindo o desencadeamento de surtos especulativos que poderiam desembocar num processo inflacionário (PAULA, 1996, p. 423e 424).

Assim, se faz necessário encontrar o valor do ajuste de liquidez para saber quão significativo ele é no aumento da dívida interna. Logo, a Tabela 9 demonstra os principais determinantes e suas respectivas participações na formação da DPMFi. Para chegar ao valor

do ajuste de liquidez, utilizou-se a somatória dos determinantes estudados até agora subtraindo de 100%, desta maneira chegou-se ao percentual do ajuste de liquidez.

**TABELA 9 - Determinantes do crescimento da DPMFi (%) - (1995-2008)**

Anos	Déficit primário	Juros nominais	Ajuste patrimonial	Ajuste cambial	Esterilização monetária	Sub-total	Ajuste de liquidez*	Total
1995	-	25,40	-	1,06	25,61	52,07	47,93	100,00
1996	-	24,51	21,37	1,50	13,57	60,95	39,05	100,00
1997	3,00	22,12	-	2,02	-	27,14	72,86	100,00
1998	-	63,87	3,45	6,23	-	73,55	26,45	100,00
1999	-	21,15	5,54	43,80	-	70,49	29,51	100,00
2000	-	18,21	-	9,89	14,67	42,77	57,23	100,00
2001	-	11,89	38,51	16,92	-	67,32	32,68	100,00
2002	-	-	-	-	-	-	-	-
2003	-	42,24	0,56	-	11,83	54,63	45,37	100,00
2004	-	15,01	7,35	-	26,18	48,54	51,46	100,00
2005	-	35,72	1,36	-	37,73	74,81	25,19	100,00
2006	-	58,36	-	-	41,64	100,00	-	100,00
2007	-	44,68	-	-	55,32	100,00	-	100,00
2008	-	60,92	-	6,87	32,21	100,00	-	100,00

Fonte: Elaboração própria.

\* Nos anos de 2006 a 2008 o Bacen não realizou ajuste de liquidez.

É possível observar nas informações apresentadas na Tabela 9 que o déficit primário teve uma única contribuição da ordem de 3% no aumento da DPMFi em 1997. Portanto, essa variável não pode ser considerada como um dos determinantes do aumento da DPMFi. Por outro lado, o ajuste patrimonial e o ajuste cambial apresentam uma significativa contribuição no aumento da DPMFi, pelo menos duas importantes contribuições no período analisado. Em 1996, o ajuste patrimonial contribuiu com 21,37% para o aumento da DPMFi, e, em 2001, com 38,51%. Enquanto o ajuste cambial em 1999, apresentou uma contribuição de 43,80% para o aumento da DPMFi, e, em 2001, com 16,92%.

Contudo, o principal determinante para o aumento da DPMFi é o pagamento de juros nominais, que apenas no ano de 2002 (variação negativa DPMFi) não teve participação no aumento da dívida interna. Contudo, em todos os outros anos sua representatividade foi de 11, 89% em 2001 (mínima) e 63,87% em 1998 (máxima). Isso faz dos juros nominais o principal determinante no aumento da dívida interna. Outros dois determinantes muito representativos

são a esterilização monetária e o ajuste de liquidez, o primeiro tem participações superiores a 50% como em 2007. As ausências de participação em alguns anos 1997-1999 e 2001-2002 são justificadas pela redução no nível de reservas internacionais e variação negativa da DPMFi; já o ajuste de liquidez em 1997 chegou ao teto de 72,86%, o que por si só já evidencia sua participação na elevação da DPMFi.

A partir da Tabela 9 é possível obter os valores monetários (em R\$) do ajuste de liquidez e da variação nominal da DPMFi. A tabela 10 sintetiza a participação do ajuste de liquidez no crescimento da dívida, pois os valores em moeda corrente demonstram o valor real que foi utilizado do ajuste de liquidez para política monetária, desconsiderado apenas o ano de 2002 com variação da DPMFi negativa e os anos de 2006 a 2008, em que não houve ajuste de liquidez por parte do Banco Central.

Derivada da Tabela 9, a Tabela 10 evidencia de forma específica o ajuste de liquidez:

**TABELA 10 - Ajuste de liquidez (1995-2008)**  
em R\$ milhões

Anos	% Ajuste de liquidez/Var. DPMFi	Var. nominal DPMFi	Ajuste de liquidez
1995	47,93	46.704	22.385
1996	39,05	67.725	26.447
1997	72,86	79.298	57.777
1998	26,45	68.351	18.079
1999	29,51	91.041	26.866
2000	57,23	95.797	54.825
2001	32,68	113.386	37.055
2002	0,00	-894	-
2003	45,37	108.668	49.303
2004	51,46	78.406	40.348
2005	25,19	169.398	42.671
2006	-	115.062	-
2007	-	134.110	-
2008	-	46.309	-
Total	30,97	1.213.361	375.756

Fonte: Elaboração própria



Todos os anos cujo ajuste de liquidez teve participação na formação da DPMFi, foram de forma representativa. A Tabela 10 permite verificar o montante em milhões de reais despendido pelo Bacen, ou seja, o ajuste de liquidez tem um mínimo de R\$ 18.079 milhões (1998) e um pico de R\$57.777 milhões (1997) na elevação da dívida interna.

O ajuste de liquidez faz parte dos três determinantes (juros nominais, esterilização monetária e ajuste de liquidez) no período estudado que mais influenciou no crescimento da DPMFi, o que nos permite concluir que eles são os principais responsáveis pelo aumento da mesma. Fica evidente que o Banco Central é capturado pelo sistema financeiro, uma vez que juros elevados, esterilização monetária e ajuste de liquidez são importantes para este setor. Além disso, as Finanças Funcionais também demonstram que os fins das políticas implementadas possuem viés para o setor financeiro.

### **3.8 Resumo dos determinantes**

Após a construção dos capítulos anteriores, pode se perceber a participação de cada determinante no aumento da dívida interna. Sendo que alguns possuem pouca representatividade como o déficit primário e outros mais. A Tabela 11 e o Quadro 4 nos permite verificar com precisão a participação de cada um daqueles no aumento da dívida por ano e sua participação total.

A Tabela 11 demonstra a participação dos determinantes no crescimento da DPMFi em Reais (R\$). A importância da mesma é devido aos resultados auferidos, ou seja, através dos percentuais encontrados (Tabela 9) do déficit primário, dos juros nominais, ajuste patrimonial, ajuste cambial e da esterilização monetária, conseguiu-se obter o valor em Reais (R\$) do ajuste de liquidez na construção da DPMFi.

**TABELA 11 - Determinantes do crescimento da DPMFi (1995-2008) em R\$ milhões**

Anos	Déficit primário	Juros nominais	Ajuste patrimonial	Ajuste cambial	Esterilização monetária	Sub-total	Ajuste de liquidez*	Total
1995	-	11.862	-	495	11.959	24.316	22.385	46.704
1996	-	16.602	14.476	1.013	9.189	41.280	26.445	67.725
1997	2.375	17.544	-	1.605	-	21.524	57.774	79.298
1998	-	43.655	2.361	4.261	-	50.277	18.079	68.351
1999	-	19.257	5.042	39.873	-	64.172	26.869	91.041
2000	-	17.446	-	9.479	14.051	40.976	54.821	95.797
2001	-	13.481	43.669	19.185	-	76.335	37.051	113.386
2002	-	-	-	-	-	-	-	-894
2003	-	45.901	604	-	12.857	59.362	49.306	108.668
2004	-	11.765	5.763	-	20.527	38.055	40.351	78.406
2005	-	60.514	2.307	-	63.915	126.736	42.671	169.398
2006	-	67.154	-	-	47.908	115.062	-	115.062
2007	-	59.923	-	-	74.187	134.110	-	134.110
2008	-	28.213	-	3.181	14.915	46.309	-	46.309

Fonte: Elaboração própria.

\* Nos anos de 2006 a 2008 o Bacen não realizou ajuste de liquidez.

Considerando o período todo, os juros nominais foram os determinantes que mais marcaram presença para a elevação da dívida em anos. No que diz respeito aos outros determinantes, tem-se: o ajuste patrimonial, ajuste cambial, esterilização monetária e o ajuste de liquidez com participação na maior parte do período, considerando que o montante do ajuste de liquidez e da esterilização monetária possuem maior impacto. Já o déficit primário teve pouca participação no período analisado, pois somente em 1997 interferiu na elevação da DPMFi.

O Quadro 4 evidencia a influência de cada determinante na elevação da dívida interna de forma nominal e percentual para todo o período. É por meio dele que podemos diagnosticar qual determinante mais influenciou na elevação da mesma.

**QUADRO 4: Participação nominal e percentual dos determinantes do crescimento da DPMFi entre 1995 e 2008**

Determinantes	Participação nominal (R\$ milhões)	Participação percentual (%)
Déficit primário	2,375	0,20
Juros nominais	413,317	34,06
Ajuste patrimonial	74,222	6,12
Ajuste cambial	79,093	6,52
Esterilização monetária	269,508	22,21
Ajuste de liquidez	375,756	30,97
Total	1.213,361	100,00

Fonte: Elaboração própria

No que se refere ao déficit primário conseguimos perceber que sua contribuição no aumento da DPMFi chegou a R\$ 2,375 milhões no de 1997 e no período sua participação foi de 0,20%, ou seja, uma pequena contribuição para sua ascensão. Isso coloca o déficit primário como causa secundária na elevação da dívida interna. Desta maneira podemos afirmar uma das hipóteses deste trabalho, que o déficit primário não é o principal responsável pela elevação da dívida interna.

Enquanto os juros nominais, estes foram necessários para evidenciar a proporção que os juros internos representam no aumento da dívida mobiliária. Estes juros chegaram a representar mais de 60% do aumento dela nos anos de 1998 e 2008, sendo impulsionada pela alta taxa de juros interna do período. O montante de juros que não foram cobertos neste mesmo período pelo superávit primário representou 34,06%, o que evidenciou a parcela significativa no aumento da dívida, confirmando que a taxa de juros é variável-chave no aumento da mesma, ficando em 1º lugar.

Já o ajuste patrimonial é um dos componentes que também menos influenciou na elevação da DPMFi, pois no ano de 2001 ele contribuiu com 38,51% e após este ano não deu indícios de elevação até 2008. O lado bom é que o reconhecimento de dívidas refletiu de forma positiva para o governo e/ou ainda as privatizações superaram os reconhecimentos das dívidas do governo, o que não aumenta a mesma. Ele apresentou apenas 6,12% no aumento da dívida interna do período.

No que se refere ao ajuste cambial também teve resultado positivo entre 1995 a 2001, com pico em 1999 quando chegou ao patamar de R\$ 39,873 milhões e depois de 2002 a 2007 os títulos da dívida indexados ao câmbio tiveram variação negativa, o que significa que eles não contribuíram para o aumento da DPMFi. Ainda em 2008 teve pouca participação (R\$ 3,181 milhões) na elevação da mesma, enquanto em todo o período representou apenas 6,52% na ascensão da DPMFi.

No que diz respeito ao processo de esterilização monetária, o texto exemplificou com a Tabela 8 sua participação no aumento da dívida, mas o aumento da mesma não se justifica por si só. Pois a emissão de títulos públicos como política para diminuir o influxo de capitais ou “auferir moeda” etc. torna esta política um instrumento cíclico, pois quanto mais se emite títulos e dada à taxa de juros, mais títulos serão adquiridos pelos agentes contribuindo assim para a elevação daquela. Ele é um dos principais responsáveis no aumento da dívida, ficando em 3º lugar com participação de 22,21% no período.

Por fim, temos o ajuste de liquidez que foi realizado de 1995 a 2005 com exceção de 2002 pelo Bacen. Estes ajustes são representativos na ascensão da dívida interna, pois em 1997 ela chegou a 72,86% e com certeza dentre as variáveis os ajustes de liquidez é também fator de peso no crescimento da dívida, ficando em 2º lugar com contribuição no período de 30,97%, sendo significativa.

O texto consegue deixar claro que a dívida interna possui três determinantes principais: juros nominais, ajuste de liquidez e esterilização monetária. Estas três vão de encontro aos interesses do setor financeiro, evidenciando a captura regulatória e o não cumprimento das Finanças Funcionais como objetivo de política econômica.

## CONCLUSÕES

Considerando os objetivos propostos, o trabalho chegou aos resultados esperados. Ou seja, a especificação dos determinantes do crescimento da DPMFi foi construída, bem como justificada pelas teorias apresentadas (Captura Regulatória e das Finanças Funcionais).

As hipóteses do trabalho foram todas aceitas. Elas se constituíam em três: o crescimento da DPMFi não advém do déficit primário do governo; a taxa de juros representa uma parte do crescimento da dívida interna e o Banco Central do Brasil é o principal responsável pelo crescimento da DPMFi. A seguir será exemplificada cada uma delas.

A Teoria da Captura Regulatória pode demonstrar que a regulação econômica nem sempre cumpre com seus preceitos. Ou seja, a execução do aparato regulatório fica a mercê das atividades reguladas que por sua vez visam suas próprias necessidades. É com esta teoria, que se entende o comportamento do regulador do sistema financeiro a partir da década de 1990. Já com a Teoria das Finanças Funcionais pode-se comprovar que o ajuste de liquidez e a esterilização monetária vêm de encontro à necessidade de atender ao sistema financeiro com políticas que reflitam seus próprios benefícios.

Logo, com as teorias apresentadas e os dados calculados se percebeu que o déficit primário não pode ser o único responsável ou de maior peso no crescimento da dívida, mas sim os juros nominais, a esterilização monetária e o ajuste de liquidez como principais variáveis. Assim, os juros nominais representam 34,06% no crescimento da DPMFi no período; a esterilização monetária 22,21% e o ajuste de liquidez 30,97% . Estas variáveis colocam o Banco Central como principal responsável no crescimento da dívida interna.

As teorias das Finanças Funcionais e da Captura deixam claro o comportamento do Banco Central e de suas políticas a favor do sistema financeiro, o que demonstra a necessidade de uma reformulação nas políticas implementadas. Isto significa que a sociedade é cada vez mais vítima de seu próprio sistema e que os estudiosos devem contribuir de forma

cada vez mais intensa com suas pesquisas e críticas com o objetivo de anunciar para o público a realidade que os cercam, almejando um melhor quadro político-econômico.

## REFERÊNCIAS

ASSAF, Alexandre A. *Mercado Financeiro*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BACHA, Edmar. O Plano Real: uma avaliação. In: MERCADANTE, A. (Org.). *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas, SP: Unicamp, 1997. p. 11-69.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Gestão da dívida mobiliária e operações de mercado aberto: qual a diferença entre os resultados primários “acima da linha” e “abaixo da linha”?*. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ06-Gestao%20da%20Dívida%20Mobiliária%20e%20Operações%20de%20Mercado%20Aberto.pdf>>. Acesso em 29/07/2009a.

\_\_\_\_\_. *Gestão da dívida mobiliária e operações de mercado aberto: Como se definem os resultados nominal, operacional e primário do setor público?*. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ06-Gestao%20da%20Dívida%20Mobiliária%20e%20Operações%20de%20Mercado%20Aberto.pdf>>. Acesso em 29/07/2009b.

\_\_\_\_\_. *Indicadores Fiscais*. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ04-Indicadores%20Fiscais.pdf>>. Acesso em 29/07/2009c.

\_\_\_\_\_. *NFSP sem desvalorização cambial - Fluxo acumulado no ano - Resultado primário - Total - Governo Federal e Banco Central*. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 29 jan. 2009d.

\_\_\_\_\_. *NFSP sem desvalorização cambial - Fluxo acumulado no ano - Juros nominais - Total - Governo Federal e Banco Central*. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.paint?method=consultarValoresSeries>>. Acesso em: 24 ago. 2009e.

\_\_\_\_\_. *NFSP sem desvalorização cambial - Fluxo acumulado no ano - Juros nominais - Externa - Governo Federal e Banco Central*. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.paint?method=consultarValoresSeries>>. Acesso em : 24 ago. 2009f.

\_\_\_\_\_. *NFSP sem desvalorização cambial - Fluxo acumulado no ano - Juros nominais - Interna - Governo Federal e Banco Central*. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.paint?method=consultarValoresSeries>>. Acesso em : 24 ago. 2009g.

\_\_\_\_\_. *Taxa selic*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SELICDIA>>. Acesso em 21 set. 2009h.

\_\_\_\_\_. *História*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?HISTORIAPRESI>>. Acesso em: 23 set. 2009i.

\_\_\_\_\_. *Dívida Líquida e Necessidade de Financiamento do Setor Público*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/FinPub/cap5p.pdf>>. Acesso em 29 jul. 2009j.

\_\_\_\_\_. *Fatores condicionantes da DLSP*. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/?FATORES\\_DLSP](http://www.bcb.gov.br/?FATORES_DLSP)>. Acesso em 16 nov. 2009k.

\_\_\_\_\_. *Reservas internacionais líquidas ajustadas - Conceito Bacen* Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=getPagina>>. Acesso em: 21 out. 2009l

\_\_\_\_\_. *Reservas internacionais - Conceito liquidez - Total* . Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.paint?method=consultarValoresSeries>>. Acesso em; 21 out. 2009m.

\_\_\_\_\_. *Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (venda) - Média de período – anual*. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.paint?method=consultarValoresSeries>>. Acesso em 30 out. 2009n.

BOYER, Robert. *A Teoria da Regulação: uma análise crítica*. São Paulo: Nobel, 1990.

BREGMAN, Daniel. *Algumas questões sobre a captura regulatória*. In: SEMINÁRIO INTERNACIONAL REESTRUTURAÇÃO E REGULAÇÃO DO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA E GÁS NATURAL. Rio de Janeiro, 30 e 31 de Agosto de 2006. Disponível em: - <[http://www.nuca.ie.ufrj.br/gesel/eventos/seminariointernacional/2006/artigos/pdf/Daniel\\_Bregman.pdf](http://www.nuca.ie.ufrj.br/gesel/eventos/seminariointernacional/2006/artigos/pdf/Daniel_Bregman.pdf)>. Acesso em: 12 dez. 2008.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. *Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa*. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/51-8.pdf>>. Acesso em 25 set. 2009.

COUTO, J.M.; COUTO, A.C.L.; CUSTODIO, M.S. *E assim caminha a dívida interna no Brasil: determinantes do endividamento público federal (1995-2006)*. (Artigo submetido a revista Economia e Sociedade em 12/08/2009).

ENTENDA A DÍVIDA INTERNA. *Como a dívida interna dobrou durante o Plano Real*. Disponível em: <<http://www.cefetsp.br/edu/eso/dividainternafabio.html>>. Acesso em 03 set. 2009.

FIANI, Ronaldo. *Teoria da regulação econômica: estado atual e perspectivas futuras*. Rio de Janeiro, NUCA-IE-UFRJ, Texto para Discussão n. 423, p. 1-33, 1998.

FOLHA DE S. PAULO. Deputado vacila, p. A6, 14 out. 2007.



FÓRUM BRASIL DO ORÇAMENTO. *Superávit primário*. Disponível em: <<http://www.forumfbo.org.br/media/SuperavitPrimario.pdf>>. Acesso em 13 Ago. 2009.

GARCIA, Márcio G. P. *Controles de entrada de capitais não funcionam*. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/Controles%20de%20Capital%20070704%20v01.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2009.

IPEADATA. *Dívida Mobiliária Interna Federal - títulos fora do Banco Central - fim período*. Disponível em: <[http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=144839179&Tick=1233161683999&VAR\\_FUNCAO=SubmeterFormulario%28%27frmMain%27%2C%27Series%3FSessionID%3D144839179%26Text%3Dd%EDvida%20mobili%E1ria%20federal%20interna%26Tick%3D1233161683999%27%29%3B&Mod=M](http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=144839179&Tick=1233161683999&VAR_FUNCAO=SubmeterFormulario%28%27frmMain%27%2C%27Series%3FSessionID%3D144839179%26Text%3Dd%EDvida%20mobili%E1ria%20federal%20interna%26Tick%3D1233161683999%27%29%3B&Mod=M)>. Acesso em: 28/01/2009a.

\_\_\_\_\_. *Estados Unidos – taxa de juros - fundos federais(% a.a.)*. Disponível em: <[http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=549584955&Tick=1267968690125&VAR\\_FUNCAO=SubmeterFormulario%28%27frmMain%27%2C%27Series%3FSessionID%3D549584955%26Text%3Dtaxa%20de%20juros%26Tick%3D1267968690123%27%29%3B&Mod=M](http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=549584955&Tick=1267968690125&VAR_FUNCAO=SubmeterFormulario%28%27frmMain%27%2C%27Series%3FSessionID%3D549584955%26Text%3Dtaxa%20de%20juros%26Tick%3D1267968690123%27%29%3B&Mod=M)>. Acesso em 07/03/2010b.

\_\_\_\_\_. *IPCA*. Disponível em: <[http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1588793445&Tick=1253663040366&VAR\\_FUNCAO=SubmeterFormulario%28%27frmMain%27%2C%27Series%3FSessionID%3D1588793445%26Text%3Dipca%26Tick%3D1253663040366%27%29%3B&Mod=M](http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1588793445&Tick=1253663040366&VAR_FUNCAO=SubmeterFormulario%28%27frmMain%27%2C%27Series%3FSessionID%3D1588793445%26Text%3Dipca%26Tick%3D1253663040366%27%29%3B&Mod=M)>. Acesso em: 22/09/2009c.

\_\_\_\_\_. *Privatização, ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil*. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/td\\_99/td\\_668.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_99/td_668.pdf)>. Acesso em 27/07/2009.

LA FER, C. *Os novos valores do sistema internacional na década de 90*. Disponível em: <[http://www.ieei.pt/files/Celso\\_Lafer\\_Os\\_novos\\_valores\\_do\\_sistema\\_internacional\\_na\\_decada\\_de\\_90.pdf](http://www.ieei.pt/files/Celso_Lafer_Os_novos_valores_do_sistema_internacional_na_decada_de_90.pdf)>. Acesso em 21 Abr. 2010.

LERNER, A. P. *Functional Finance and the Federal Debt*. International Library of Critical Writings in Economics, Great Britain, v. 153; v. 1, p. 297-310, February. 2002.

LEVONE, L. B. *Plano Collor: Heterodexia e Fracasso na Condução da política de Estabilização*. Disponível em: <[http://www.portalnatividade.com.br/leandro/artigo\\_7\\_planocollor.pdf](http://www.portalnatividade.com.br/leandro/artigo_7_planocollor.pdf)>. Acesso em 06 abr. 2009.

LOPREATO, F. L. C. Um Olhar sobre a Política Fiscal Recente. *Economia e Sociedade*. Campinas, SP: Unicamp, 2002. v. 11, n. 2, p. 279-304

NETTO, Antônio D. O Plano Real e a armadilha do crescimento econômico. In: MERCADANTE, A. (Org.). *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas, SP: UNICAMP, p. 89-100, 1997.

PAULA, L. F. *Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica*. LIQUIDEZ E ZERAGEM AUTOMÁTICA. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ01-Juros%20e%20Spread%20Bancário.pdf>>. Acesso em 24 set. 2009.

PAULA, L. F. *Pólítica Monetária, operações de mercado aberto e o fim da zeragem automática: uma avaliação preliminar*. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/viewPDFInterstitial/1016/1324>>. Acesso em 23 Mar. 2010.

PELTZMAN, S. *Toward a More General Theory of Regulation*. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w0133.pdf>>. Acesso em 12 dez. 08.

PUDWELL, M. A. Celso. *Fluxos de Capitais na ALCA: liberdade ou controle?* Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/viewPDFInterstitial/206/255>>. Acesso em: 21 jul. 2009.

REVISTA OIKOS. *Exibir biografia do autor*. Disponível em: <<http://www.revistaoikos.org/seer/index.php/oikos/article/view/144/109>>. Acesso em: 6 Abril 2010.

RODRIGUES, Roberto S. *O Déficit Público de Alto Emprego: uma Aplicação para o Caso Brasileiro*. 2004. 125f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal Fluminense. Niterói, 2004. Disponível em: <[http://www.uff.br/cpgeconomia/novosite/dsp/dsp\\_dtl\\_tese.php?tese=106](http://www.uff.br/cpgeconomia/novosite/dsp/dsp_dtl_tese.php?tese=106)>. Acesso em: 10 nov. 2007.

ROUBINI, Nouriel. O fracasso anglo-saxão: *CartaCapital*, São Paulo, ano XV, n. 535, p. 66-67, 2009

SANDRONI, Paulo. *Dicionário de economia e administração*. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

SANTOS, Gustavo G. A. *Uma Releitura da Teoria das Finanças Funcionais*. 2005. Tese (Doutorado em Economia)-Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2005. Disponível em: <<http://scholar.google.com.br/scholar?hl=pt-BR&q=GUSTAVO+ANT%C3%94NIO+GALV%C3%83O+DOS+SANTOS&btnG=Pesquisar&lr=>>>. Acesso em: 10. jul. 2007.

SENHORAS, Elói M. *Noções Economia para Relações Internacionais*. Disponível em <<http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1051&context=eloi>>. Acesso em: 22 jul. 2009.

SICSÚ, João. Sete pecados capitais: *Carta Capital*, São Paulo, ano XV, n. 529, p. 26-27, 2009.

STIGLER, George J. A teoria da regulação econômica. In: MATTOS, Paulo (Coord.). *Regulação econômica e democracia: o debate norte-americano*. São Paulo: Editora 34, 2004.

TERRA, Fábio. *O ajuste fiscal nas finanças públicas do Brasil e do Paraná: uma análise do período 1996-2005*. Disponível em: <[http://www.ecopar.ufpr.br/artigos/a2\\_059.pdf](http://www.ecopar.ufpr.br/artigos/a2_059.pdf)>. Acesso em: 29 jul. 2009.

TESOURO NACIONAL. *Glossário*. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/servicos/glossario/glossario\\_p.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/servicos/glossario/glossario_p.asp)>. Acesso em 15 dez. 2009 (a).

\_\_\_\_\_. *Dívida pública federal*. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida\\_publica/downloads/Relatorio\\_Divida\\_2008.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/Relatorio_Divida_2008.pdf)>. Acesso em 16 dez. 2009.

\_\_\_\_\_. *Prêmio*. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/Premio\\_TN/VIIIPremio/divida/1afdpVIIIPTN/1premio\\_afdp.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/VIIIPremio/divida/1afdpVIIIPTN/1premio_afdp.pdf)>. Acesso em 15 dez. 2009.

WIKIPEDIA. *Armínio Fraga*. Disponível em: <[http://pt.wikipedia.org/wiki/Arm%C3%ADnio\\_Fraga](http://pt.wikipedia.org/wiki/Arm%C3%ADnio_Fraga)>. Acesso em: 23 set. 2009.

\_\_\_\_\_. *Gustavo Franco*. Disponível em: <[http://pt.wikipedia.org/wiki/Gustavo\\_Franco](http://pt.wikipedia.org/wiki/Gustavo_Franco)>. Acesso em: 23 set. 2009.

\_\_\_\_\_. *Gustavo Loyola*. Disponível em: <[http://pt.wikipedia.org/wiki/Gustavo\\_Jorge\\_Laboissi%C3%A8re\\_Loyola](http://pt.wikipedia.org/wiki/Gustavo_Jorge_Laboissi%C3%A8re_Loyola)>. Acesso em: 23 set. 2009.

\_\_\_\_\_. *Henrique Meirelles*. Disponível em: <[http://pt.wikipedia.org/wiki/Henrique\\_Meirelles](http://pt.wikipedia.org/wiki/Henrique_Meirelles)>. Acesso em: 23 set. 2009.

\_\_\_\_\_. *Pérsio Arida*. Disponível em: <[http://pt.wikipedia.org/wiki/P%C3%A9rsio\\_Arida](http://pt.wikipedia.org/wiki/P%C3%A9rsio_Arida)>. Acesso em: 23 set. 2009.

VILLELA, A.; GIAMBIAGI, F.; HERMANN, J.; CASTRO, L. Barros de. *Economia brasileira contemporânea*. 7 ed. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)