



# TEXTO PARA DISCUSSÃO

ISSN 0103-9466

435

**Efeito rede em sistema de contabilidade da riqueza**

**Fernando Nogueira da Costa**

**Agosto 2022**



UNICAMP

**ie** Instituto de  
economia

# Efeito rede em sistema de contabilidade da riqueza

Fernando Nogueira da Costa <sup>1</sup>

## Sumário

Introdução .....	2
Análise macrossistêmica .....	5
Macroeconomia de controle .....	8
Finanças públicas funcionais .....	11
Endividamento público funcional .....	14
Efeito de rede em riqueza .....	18
Interações entre subsistemas de pagamentos, gestão de dinheiro e financiamento .....	21
Economia de tempo incontrolável .....	24
Bibliografia .....	31

## Resumo

Neste Texto para Discussão apresentarei o conceito de “Finanças Funcionais” a partir da leitura do livro de Abba Lerner, *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*, publicado em 1944. Sua releitura aos olhos de hoje tornou-se oportuna, pois algumas de suas ideias em conjunto com outras do *cartalismo*, exposto no livro *The State Theory of Money*, cuja autoria é Georg Friedrich Knapp, publicado pela primeira vez na Alemanha, em 1905, passaram a ser muito citadas pelos adeptos da Teoria Moderna da Moeda (MMT). Ideias inspiradas nessa tradição foram resgatadas por André Lara Resende, em seu último livro, *Camisa de Força Ideológica*, publicado em 2022. Por fim, eu as resenharei.

**Palavras-chave:** Finanças públicas, Teoria da moeda, Política de juros.

## Abstract

### **Network Effect in Wealth Accounting System**

In this Discussion Paper I will present the concept of “Functional Finance” from the reading of Abba Lerner's book, *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*, published in 1944. Its re-reading in the eyes of today has become opportune, as some of his ideas together with others from chartalism, exposed in the book *The State Theory of Money*, authored by Georg Friedrich Knapp, first published in Germany in 1905, have become much cited by adherents of the Modern Theory of Money (MMT). Ideas inspired by this tradition were rescued by André Lara Resende, in his latest book, *Camisa de Força Ideológica*, published in 2022. Finally, I will review them.

**Keywords:** Fiscal policies, Money and interest rates, Monetary policy.

**JEL:** H3, E4, E5.

---

(1) Professor-Titular do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – Unicamp. <http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/> <http://lattes.cnpq.br/6773853439066878>. E-mail: [fercos@eco.unicamp.br](mailto:fercos@eco.unicamp.br). ORCID: [0000-0002-9909-9236](https://orcid.org/0000-0002-9909-9236).

## Introdução

O Cadastro de Pessoa Física (CPF) é o registro de contribuintes, mantido pela Receita Federal do Brasil, no qual podem se inscrever, uma única vez, quaisquer pessoas naturais, independentemente de idade ou nacionalidade, inclusive falecidas. É obrigado à inscrição quem possui renda a declarar para pagamento de imposto.

Em relatório recente, a Receita Federal informou haver 223,8 milhões de CPFs ativos. Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a população brasileira na data do levantamento era menor: 211,4 milhões de pessoas. Havia mais de 78 mil CPFs ativos de pessoas com mais de 110 anos, ou seja, falecidas.

Ser *Cidadão Contribuinte* é uma condição exigida em alguns Estados nacionais para o indivíduo ser considerado seu membro-pleno. Cumprindo esse *dever tributário* e defendendo o *bem-comum*, poderá gozar de direitos *civis*, tais como a liberdade individual, *políticos*, como participar da vida política de seu povo, e *sociais*, como ter acesso ao Sistema Único de Saúde e ao Ensino Público, caso seja aprovado em exames de seleção.

*Cidadania Digital* diz respeito ao uso responsável da tecnologia no mundo virtual. Os cidadãos digitais devem evitar não só o falseamento de informações, como o de identidades. Suas ações, associadas ao uso tecnológico, devem envolver compreensão, cautela, conscientização, parcimônia e respeito, de modo a buscar tanto a satisfação das suas necessidades quanto a manutenção do bem-estar social dos demais internautas.

*Cidadania Financeira*, segundo definição do Banco Central do Brasil, “é o exercício de direitos e deveres de modo a permitir ao cidadão gerenciar bem seus recursos financeiros”, ou seja, é administrar o seu dinheiro de maneira consciente, planejando o seu uso e poupando ativamente. Aí está o *problema de exclusão social*.

Em processo de transição para uma Economia Digital, onde todos os inclusos participam de um Sistema de Contabilidade Financeira virtual, segundo pesquisa realizada pelo Locomotiva, o papel-moeda permanece como a forma mais utilizada para pagar as contas de consumo (como água, luz, aluguel) nas classes D e E (baixas rendas), com 72% das preferências. O principal motivo é ter maior controle financeiro sobre o dinheiro, mas também não ser taxado pelos bancos. Segundo o levantamento, 45% dos “bancarizados” afirmam sacar de uma vez tudo recebido em seu PIX para fugir das tarifas como manutenção de conta corrente.

Quem tem certo volume de negócios financeiros, como *reciprocidade*, não paga essas tarifas, inclusive anualidades sobre cartões de crédito. Quem vive na extrema pobreza, tal como os moradores de rua (32 mil na capital de São Paulo), dos quais cerca de 19% não obtêm renda como catadores de recicláveis e são pedintes de esmolas para sobreviver, passaram a ter maior dificuldade de as receber perante a parcela da população em troca do papel-moeda por cartões de crédito ou PIX.

Segundo o *Raio X do Investidor Brasileiro*, relatório de pesquisa publicado pela ANBIMA, o percentual de brasileiros sem guardar dinheiro e nem investir atinge 69% da população. A maioria (61%) não guarda dinheiro de forma alguma e uma minoria (5%) não conhece qualquer tipo de

investimento. Na classe D/E, está a maior concentração de não investidores (84%), entre estes, 9% declaram não conhecer nenhum tipo de investimento.

As condições financeiras pessoais são apontadas como a principal razão para não investir por 75% deles, seja por falta de dinheiro, salários baixos, desemprego, seja por causa da corrosão do poder aquisitivo pela inflação. A falta de interesse e a insegurança também foram citados pelos não investidores, mas em proporção menor: 8% e 7% respectivamente.

O principal destino para os investimentos, no entanto, é o mesmo para todas as classes: *adquirir a própria moradia*, mencionada por cerca de 30% dos entrevistados de todas as classes. Outros motivos citados pelos brasileiros com pretensão de investir em 2022 é recurso para empreender (15%), manter aplicado como reserva emergencial (12%), educação (9%), comprar veículo (7%), herança (5%), acumulação (geral 5% e classe A/B 10%), usar na velhice ou aposentadoria (4%).

Para elevar a *cidadania financeira*, portanto, é necessária uma condição sistêmica, os pauperizados emergirem do *subsistema de pagamentos*, onde seria creditada sua renda, para debitarem a sobra do consumo em transferência para o *subsistema de gestão de dinheiro*. O *subsistema de financiamento*, de acordo com recomendação da Educação Financeira, deveria ser usado apenas para o financiamento habitacional – e evitado o endividamento para consumo, por exemplo, com uso de crédito rotativo caríssimo relacionado aos cartões de crédito.

Para tanto, uma pré-condição é chave nesse sistema de contabilidade financeira: *um Efeito Rede para expansão da renda do trabalho, posteriormente, convertida em rendimentos de juros compostos a receber por capitalização da sobra planejada*. Pela demanda por seu crédito, independente de expectativa conjuntural, e por seu efeito multiplicador em empregos e cadeias produtivas, o início do processo, naturalmente, seria o financiamento habitacional.

O sistema bancário, emergente das interações entre seus três subsistemas de contabilidade financeira – pagamentos, gestão de dinheiro e financiamentos –, multiplica a quantidade de moeda em várias rodadas de créditos (concessões de empréstimos) e débitos (captações de depósitos). Ele funciona como um todo e se expande mais se os depositantes retiram pouco papel-moeda do total de depósitos.

O suprimento de moeda cresce com o uso, ou seja, as fontes de financiamento expandem-se por meio do endividamento. Vice-versa, se todos os tomadores de empréstimos os amortizassem, liquidando-os, simultaneamente, toda a oferta de moeda criada seria extinta, isto é, aconteceria um processo de “destruição da moeda”.

Repentinamente, ela deixaria de existir como ativo, na contabilidade bancária. Toda a economia se paralisaria com a escassez de liquidez. A moeda, portanto, é criada e destruída em função, respectivamente, do endividamento e do pagamento de dívidas.

Por sua vez, *o multiplicador de renda é um tipo de multiplicador de gastos*. Segundo esse conceito macroeconômico, uma variação nos gastos autônomos (investimento, gasto governamental

ou exportações líquidas) induz variação no valor agregado (renda composta de salário, lucro, juro e aluguel) superior à variação inicial nos gastos.

A variação inicial nos gastos provoca um incremento primário sobre a renda daqueles agentes econômicos recebedores desses gastos. Eles ampliarão seu consumo, seja com recursos próprios, seja com recursos tomados emprestados de terceiros, de acordo com a propensão marginal a consumir, levando à nova ampliação da renda.

Os agentes beneficiados por esse incremento secundário também aumentarão seu consumo, provocando novo acréscimo de renda, e assim por diante, na *sequência riqueza-crédito-gastos-renda*. Através dessa multiplicação, as elevações de consumo induzidas pelo gasto inicial fazem, no fim do processo, a renda crescer acima da própria variação inicial da despesa.

Portanto, o *multiplicador de gastos autônomos* é inversamente proporcional à fração de retirada (aplicações em outros ativos) por ciclo de gastos, ou seja, à diferença entre a unidade e a fração gasta novamente, devido à propensão marginal a consumir. Depois de todas as rodadas ou os ciclos de gastos, o aumento total na renda será a resultante de todos os gastos em consumo acumulados.

Haverá, concomitantemente, aumento no total de aplicações em ativos financeiros. Servem de lastro como passivos bancários dos novos empréstimos efetuados pelos bancos para alavancar os gastos, seja em consumo, seja em investimento.

Em síntese, o sistema bancário multiplica a quantidade de moeda enquanto empresta. Para os bancos, qualquer disponibilidade em seu passivo, é utilizada em novos empréstimos ou aplicações financeiras.

O suprimento de moeda cresce com o uso, ou seja, expande-se por meio do endividamento. Repetindo, a moeda é criada por endividamento e destruída por pagamento de dívida.

O sistema bancário necessita oferecer produtos financeiros em sua *rede de agências e rede virtual de aplicativos em celulares*, para adequar os prazos de seus ativos com os de sua composição passiva, isto é, converter moeda em *funding*. Nesta Economia Digital, deixaremos de usar *moeda em espécie* e passaremos a usar apenas a *moeda escritural ou moeda bancária*: depósitos à vista nos bancos, deixados de ser movimentados por ordens de transferências via cheques assinados, substituídos por PIX ou cartões por aproximação.

Para retomar esse processo multiplicador de renda, empregos e moeda, é necessário um governo social-desenvolvimentista abandonar o atual Viés de Omissão ou inação governamental, e adotar o Viés da Ação em investimentos produtivos com parcerias público-privada. Neste sentido, apresentarei aqui o conceito de “Finanças Funcionais” a partir da leitura do livro de Abba Lerner, *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*, publicado em 1944.

Tornou-se, no passado, uma referência para a *política econômica keynesiana*. Entretanto, eu jamais tive indicação de sua leitura por parte de algum professor de Economia, embora indiretamente tenham me transmitido algumas de suas ideias sem dizer a fonte.

Sua releitura aos olhos de hoje tornou-se oportuna, pois algumas de suas ideias, em conjunto com outras do *cartalismo*, exposto no livro *The State Theory of Money*, cuja autoria é Georg Friedrich Knapp, publicado pela primeira vez na Alemanha, em 1905, passaram a também ser muito citado pelos adeptos da Teoria Moderna da Moeda (MMT). Por exemplo: “moeda é uma criatura da lei. Uma Teoria do Dinheiro deve, portanto, lidar com a História do Direito”.

O *cartalismo* é uma tentativa de responder à pergunta: *por qual razão o dinheiro é valioso?* A resposta oferecida por Knapp é simples, mas com implicações profundas: *o dinheiro tem valor porque o Estado assim o determina*.

Ideias inspiradas nessa tradição foram apresentadas por André Lara Resende, em seu último livro, *Camisa de Força Ideológica*, publicado em 2022. Por fim, eu as resenharei neste Texto para Discussão.

### **Análise macrossistêmica**

Obtive, na primeira aula de Introdução à Economia, um saber inestimável: a diferença entre o conhecimento teórico-conceitual de economistas e o conhecimento prático dos homens de negócios. A especificidade do primeiro é a análise macrossistêmica.

Essa dedução recupera o Sofisma da Composição: *a simples soma das partes não representa a qualidade distinta de o todo*. O termo nasceu com os “sofistas”, professores na Grécia antiga nos séculos V e IV aC. Ensinarão “virtude” ou “excelência”, predominantemente, para jovens estadistas e nobres.

Em linguagem popular, é dito “a verdade para um indivíduo não é, necessariamente, a verdade coletiva”. E vice-versa, ou seja, critica tanto *o dogma da esquerda* de ser interesse social adotar completo coletivismo quanto *o dogma da direita* de o governo de um país ser administrado como fosse uma empresa ou, como dizem os políticos demagogos em campanha eleitoral, “tal como você, dona-de-casa, administra seu orçamento doméstico”.

*Uma Nação não é um lar nem tampouco uma empresa*. É equivocado extrapolar experiências individualmente vivenciadas para a administração pública.

Ao contrário da postura empresarial de desempregar trabalhadores para cortar custos, aumentar a produtividade dos empregados restantes e elevar o lucro para os acionistas, é o principal dever do governo, dentro do contrato social estabelecido com os cidadãos, *garantir a manutenção do pleno emprego*. Salários para empresários são custos, para governo são demanda agregada.

Os instrumentos de política econômica pelos quais o pleno emprego pode ser mantido são claros e inequívocos. Mas o uso desses instrumentos é impossibilitado por preconceitos, alguns estabelecidos em leis brasileiras – Regra do Teto, Regra de Ouro, Lei de Responsabilidade Fiscal etc. –, necessitados de serem revistos ou removidos.

No período pré-Renascimento, em vez de pagar um imposto sobre propriedade, os cidadãos ricos optaram por emprestar dinheiro ao governo constituído por seus pares defender sua própria cidade. Em troca desses empréstimos “forçados”, recebiam juros.

Tecnicamente, isso não era *usura*, banida pela Igreja, porque os empréstimos eram obrigatórios. Em compensação, os títulos de dívida pública podiam ser vendidos a outros cidadãos, caso o possuidor precisasse de dinheiro imediato. Assim foi criado o mercado secundário de títulos de dívida pública – e *base da riqueza financeira*.

Antes dessas cidades-Estados, com a queda do Império Romano do Ocidente e a invasão dos povos bárbaros, entre os séculos IV e V, a Europa atravessou um período de *ruralização*. Os moradores da cidade se deslocaram para o campo, fugindo da instabilidade, provocada pela movimentação dos bárbaros, em busca de proteção dos senhores feudais.

O *feudalismo* foi a forma de organização social e econômica instituída na Europa Ocidental entre os séculos V a XV, durante a Idade Média. Baseava-se em grandes propriedades de terra, chamadas de *feudos*, pertencentes aos senhores feudais, e a mão de obra era servil em contrapartida da moradia e de usufruto compartilhado de parte da terra, além da defesa territorial.

A economia de escala nas batalhas levou à associação de suseranos. A nobreza passou a ser formada pelos senhores feudais e por cavaleiros mercenários garantidores da segurança dos donos de terras. Nas cortes, as Monarquias dinásticas se estabeleceram.

A divisão de trabalho era entre *quem lutava* (nobres), *quem rezava* (clero) e *quem trabalhava* (servos). Alguns reis começaram a ganhar força política como monarcas absolutistas ao liderarem as tropas militares, capazes de abafar as revoltas dos vassalos e atuarem nas guerras entre os primeiros reinos europeus.

*Tributo*, termo provindo do verbo latino *tributum*, significava “repartir entre as tribos”. O ressurgimento da *tributação* (e a criação da alternativa de endividamento público) se deu para arrecadar e pagar *soldos* – moeda em ouro aceita pelos mercenários estrangeiros, de modo eles ficassem “soldados”. Até hoje, muitas sociedades são tributárias de suas Forças Armadas, detentoras desse monopólio da violência.

O outro monopólio simbólico da soberania nacional é o da emissão da *moeda nacional fiduciária*, ou seja, em papel-moeda. Antes, durante a vigência do padrão-ouro, enquanto cresciam as conquistas sociais, o desafio era conseguir com as moedas de ouro atender todas as necessidades dos cidadãos civis – além de aplacar a ira dos militares.

A conquista social da cidadania, isto é, dos *direitos humanos*, ocorreu a partir das revoluções republicanas e/ou constitucionalistas. Estabeleceram o pacto de unificação do Estado nacional: respeito à independência dos três Poderes (Executivo, Legislativo e Judiciário), os dois primeiros sendo eleitos, de maneira democrática e periódica, e à liberdade, igualdade e fraternidade entre os cidadãos. Estes assumiram *o dever de contribuintes*.

Agora, ainda estudando Economia, mais de ½ século após aquela citada aula de Introdução à Economia, aprendi mais. Abba Lerner (1903-1982) definiu *Finanças Funcionais* como *o princípio de desconsiderar todas as concepções privadas pressupostas “boas” em Finanças Públicas* a partir da extrapolação das Finanças Corporativas e/ou das Finanças Pessoais. Em seu lugar, deve-se julgar medidas fiscais e monetárias apenas por seus efeitos rede ou interconexões: *como estes funcionam no plano macrossocial*.

Daí o tamanho da dívida nacional, quando detida pelos cidadãos do país, é uma questão de quase nenhuma significância se comparada à importância de *manter o pleno emprego*.

*A dívida nacional não é um fardo para a posteridade*, porque se a posteridade pagar a dívida, esta mesma posteridade viva receberá quando o pagamento for feito.

*A dívida pública interna não é um fardo para a Nação*, porque cada pagamento dos cidadãos como contribuintes, para o serviço da dívida, é recebido por cidadãos detentores de títulos do governo como rendimento em juros.

*A dívida nacional não é um sinal de pobreza nacional*, assim como a posse de títulos de dívida pública não é um sinal de riqueza nacional: os dois valores se anulam exatamente em qualquer medida da riqueza nacional. Assim como aumentar a dívida pública interna não torna a Nação mais pobre, reembolsar essa dívida não torna a Nação mais rica.

Ao contrário de endividamento de Pessoas Físicas e Pessoas Jurídicas, *a dívida pública interna não terá de “ser paga em algum momento”*. Analogamente, isso seria o mesmo irrealismo da exigência de todos os bancos pagarem todas as suas dívidas, ou seja, reembolsar todos seus depositantes, em algum dia catastrófico. No caso das corporações, cada uma teria de ser dissolvida, algum dia, para pagar todas suas obrigações aos investidores em suas ações ou debêntures?!

Cada comprador individual de títulos do governo recebe seu dinheiro no vencimento, se não deseja renovar seu empréstimo ao setor público. Se isso acontecer, outro credor poderá substituí-lo. A dívida pública interna poderá continuar a ser rolada ou refinanciada. De acordo com Lerner, é tal como uma floresta: pode durar para sempre, mesmo quando cada árvore nela algum dia cair, se outras já cresceram.

Se for difícil ou indesejável aumentar os impostos, o pagamento de juros pode ser feito, sem sobrecarregar a Nação como um todo, tomando emprestado novo dinheiro ou imprimindo-o. O preconceito contra a impressão da moeda nacional e contra o endividamento público é muito mais forte quando o objetivo é pagar juros em vez de quando se destina a qualquer outro propósito de apoio ao setor privado. Segundo Lerner, os efeitos são exatamente os mesmos.

Porém, os mecanismos de transmissão podem ser distintos a depender do grau de utilização da capacidade produtiva (pleno emprego ou não) e de ser o caso de uma Nação periférica onde o dólar pode ser considerado uma reserva de valor apreciada. Política econômica tem de ser sempre reavaliada de acordo com cada mudança contextual.



Lerner alerta para o equívoco do seguinte raciocínio. Quando o governo incorre em uma obrigação, ela é vista não do ponto de vista do comprador do título do governo, quando apareceria como um *crédito*, mas sim é criticada por, sob o ponto de vista do governo, aparecer como um *débito* ou uma *dívida*. É considerada indicação da pobreza nacional.

Se as Pessoas Físicas e as Pessoas Jurídicas não estivessem endividadas o país seria mais rico?! Nem a dívida pública nem a dívida privada, ambas internas, dão qualquer indicação da verdadeira riqueza da Nação.

Tampouco a posse de títulos de dívida pública, embora seja *riqueza pessoal ou corporativa*, não indica *riqueza nacional*. Esta, verdadeiramente, está na capacitação profissional e na atividade de seus habitantes, além dos recursos naturais e equipamentos, os quais podem cooperar para aumento da produtividade em valor adicionado.

*Fluxos de renda* propiciam acumulação de *estoques de riqueza*. Os rankings mundiais anuais são estabelecidos por PIB em Paridade do Poder de Compra, não por valor de mercado da riqueza.

Lerner alerta tudo isso ser verdade apenas para a *dívida interna*. O aumento da *dívida externa*, contabilizada em moeda estrangeira, funciona como a dívida pessoal ou empresarial. Ela, de fato, empobrece a Nação devedora. Consumir mais além do valor adicionado significa consumir menos do valor apropriado mais tarde, quando houver o vencimento e a necessidade de pagamento desta dívida.

### **Macroeconomia de controle**

A teoria econômica ortodoxa, antes dos anos 30, no século XX, excluía a possibilidade de uma depressão. A ideologia do *liberismo* (liberalismo exclusivamente econômico) adotava a Microeconomia por colocar o foco sobre indivíduos racionais, dotados de informações perfeitas, e deduzir através de suas negociações o alcance do equilíbrio.

O livre mercado alocaria os recursos com eficiência. Caso os economistas fizessem essas suposições irrealistas, de maneira suficiente, poderiam provar, matematicamente, uma economia de mercado descoordenada ser capaz de funcionar de maneira adequada.

Porém, na Grande Depressão, apesar dos trabalhadores aceitarem abaixar seus salários até o nível de subsistência, o desemprego involuntário massivo não era superado. Os economistas fiscalistas, defensores da política de austeridade permanente, foram ultrapassados pela força dos fatos.

De imediato, Abba Lerner (1903-1982), então estudante da *London School of Economics*, achou Keynes ter cometido um erro lógico ao pregar políticas macroeconômicas. Obviamente, Keynes falava algo sem nenhum sentido, embora ele não identificasse o erro.

Ganhou uma bolsa de estudos, para completar seus estudos de métodos estatísticos em Manchester, mas optou por parar em Cambridge, arrogantemente, “para esclarecer o raciocínio falho

de Keynes”. Felizmente, em vez de converter os economistas keynesianos de Cambridge ao modelo neoclássico convencional, Lerner foi convertido à visão macroeconômica keynesiana.

Ele se convenceu de *a Macroeconomia ter um conjunto de leis diferentes daquelas operantes em uma escala microeconômica*. Ficou também convencido de, caso o governo entendesse essas *macro-leis*, poderia usar esse conhecimento para controlar a Macroeconomia, assim como poderia controlar a Microeconomia caso conhecesse as *micro-leis*. Complementou então seu modelo de controle baseado em micro princípios.

Em seu livro *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*, publicado em 1944, desenvolveu o conceito de “Finanças Funcionais”. Foram elas, em grande parte, definidoras da estrutura de política econômica dos livros didáticos em Macroeconomia.

As *Finanças Funcionais*, segundo Lerner, consistiam em três regras.

Primeira regra: *se houver muito pouco gasto e, portanto, desemprego excessivo, o governo deve reduzir impostos ou aumentar seus próprios gastos*. Se houver gastos demais, o governo deve evitar a inflação ao reduzir seus próprios gastos ou aumentar os impostos.

Segunda regra: tomar dinheiro emprestado, quando pretender aumentar a taxa de juro, e emprestar dinheiro ou reembolsar dívida, quando pretender baixar a taxa de juro. Em qualquer situação, o governo deve *manter a taxa de juro indutora do montante ótimo de investimento*, adequado ao grau de utilização da capacidade produtiva.

Terceira regra: se qualquer uma das duas primeiras regras entrar em conflito com os Princípios de “Finanças Sólidas” – equilibrar o orçamento ou limitar a dívida nacional – tanto pior para esses Princípios tradicionais. *A impressora do governo deve imprimir qualquer moeda necessária para cumprir as duas primeiras regras*.

Essas *regras de Finanças Funcionais* assumem o governo ter, na prática, a capacidade de aumentar e diminuir impostos e gastos para atingir os objetivos da política fiscal. Não discute a finalidade dos gastos, quais tipos de impostos devem ser cobrados ou a eventual resistência parlamentar ou do Congresso Nacional ao aumento da carga tributária.

As regras assumem também o nível da dívida pública em moeda nacional não importar e excluem especificamente a preocupação com o equilíbrio do orçamento. Inadimplência não é um problema de governos com a capacidade de cobrir seus déficits com emissão monetária.

Por fim, as regras assumem relações macroeconômicas sem conexões com a Microeconomia. Esta foi uma ruptura drástica, na história do pensamento econômico, dada a ideia então predominante de toda a economia ser capturada em uma única visão de equilíbrio geral.

Lerner afirma, explicitamente, Finanças Públicas não poderem ser confundidas com Finanças Corporativas. Ao contrário, governo pode emitir moeda e, portanto, não entra em falência por inadimplência face ao seu endividamento em moeda nacional.

Contrastava sua macropolítica de “economia de controle” à até então prevalecente política de “*laissez-faire*”. Era hora de o governo adotar essa abordagem keynesiana na qual usaria um volante explícito – Finanças Funcionais – para direcionar a economia.

Lerner criticou *os fiscalistas só seguirem duas regras obtusas*. A primeira era equilibrar continuamente o orçamento público, exceto em tempos de guerra, pandemia e eleição. A segunda era não aumentar a oferta de moeda a uma taxa acima da taxa de crescimento do produto real da economia para não validar a inflação.

Caso os governos entendessem como a Macroeconomia realmente funcionava, eles adotariam o conjunto alternativo de regras de Finanças Funcionais. Sob essas regras, as decisões sobre o déficit público e a oferta de moeda seriam tomadas com base em sua funcionalidade no alcance de pleno emprego – e não em relação a alguma *premissa moralista*, análoga à adotada em Finanças Corporativas ou Domésticas, dos déficits orçamentários e as decorrentes dívidas serem inerentemente maus princípios.

De acordo com essa política econômica keynesiana, o governo usaria a política monetária e fiscal anticíclica para controlar a economia. O princípio orientador seria: o governo incorreria em déficits fiscais e aumentaria a oferta monetária *se a economia parecesse estar entrando em recessão*, e geraria superávits fiscais e diminuiria a oferta monetária *se a economia tivesse inflação*. Não considerava uma situação de *estagflação*, inédita na época.

As discussões políticas, na década de 1950, tornaram-se acaloradas e com ataques pessoais. Em Guerra Fria, estavam ligadas ao macarthismo e ao imaginário risco de uma tomada “comunista” da economia dos Estados Unidos.

Quaisquer economistas, caso apoiassem a política econômica keynesiana, eram escolhidos por grupos fundamentalistas de mercado para *retaliação política-corporativa*. Sob alegação de favorecerem o avanço do comunismo, tentavam demiti-los para colocar em seus postos aliados políticos anticomunistas.

Ao longo dos últimos três séculos, acusavam os defensores contra outra invasão do governo ao idolatrado livre mercado, as experiências monetárias fracassadas foram ou tentativas de superar as flutuações econômicas por meio da *emissão monetária*; ou tentativas de alcançar um nível de preços mais estável por meio da *adoção de um padrão monetário novo ou diferente*. Em 1994, esta não fracassou aqui no Brasil...

O fracasso de economistas clássicos em perceber a expansão do crédito estimular o nível de atividade econômica, em vez de apenas aumentar os preços, dominou o pensamento econômico crítico desde o século XIX. Os conservadores alegavam ele ter aberto a porta para “os maníacos monetários”, sob o (falso) argumento de “o dinheiro importava”, ou seja, moeda não era neutra.

Economistas socialmente preocupados com o alto desemprego, acreditavam em “manivelas monetárias” aumentar a demanda e, portanto, criar empregos. Como a Primeira Guerra Mundial tinha sido financiada pela impressão de moeda, o mesmo método poderia ser usado para eliminar o desemprego.

*The State Theory of Money*, de Georg Friedrich Knapp, publicado originalmente em 1905 na Alemanha, teve um impacto considerável na Alemanha entre guerras. Sua primeira frase tornou-se icônica do chamado Cartalismo: “moeda é uma criatura da lei”.

Os defensores do padrão-ouro reagiram com ironia: “as *ideias subconsumistas*, provavelmente, terão adeptos enquanto houver desemprego. Qualquer explicação do apelo dessas *ideias populistas* ao longo de gerações teria de invocar a Sociologia e a Psicologia. Tais ideias encontraram forte apoio porque permitiram muitas pessoas impressionarem seus pares com sua aparente compreensão de Economia, mesmo caso não tivessem treinamento formal na disciplina. Eles ofereciam a falsa esperança de haver soluções simples para as complexidades da vida econômica moderna”.

Comentaram os esnobes críticos dos falantes em nome do povo: “venha para o meio do povo, escreva para o povo e sua fama viverá para sempre”. Quanto mais simples fosse a panaceia, maior seria a chance de o agitador populista atrair seguidores.

Para eles, a história do populismo demonstra a *crença no “dinheiro de graça”* ter sido uma espécie de válvula de escape ideológica. O contraponto a essa crítica leviana é observar eles fazerem a pregação da *crença inversa*: padecer para chegar ao paraíso.

A etimologia do verbo *padecer* significa passar por sofrimento ou sacrifício para alcançar *a falsa promessa do equilíbrio geral*. Nessa situação imaginária, quando todas as forças dos componentes atuantes no sistema complexo se compensariam, anulando-se mutuamente, *todos os planos ou sonhos individuais seriam realizados no capitalismo*. Podes crer...

### **Finanças públicas funcionais**

A referência mental, para muitos economistas ortodoxos, ainda é o Modelo de Equilíbrio Geral. Inspirado na Física de Isaac Newton, existente no século XVIII, imaginam a reversão a um equilíbrio estável do sistema de preços relativos seria tal como um centro gravitacional ao atrair uma bola rolando em uma tigela.

Ao fim e ao cabo, terminaria no fundo. Por isso, *laissez faire, laissez aller, laissez passer, le monde va de lui-même* [deixe fazer, deixe ir, deixe passar, o mundo vai por si mesmo].

Por exemplo, em um processo inflacionário em escala global como o atual, *o Viés da Ação*, adotada na política discricionária do Banco Central do Brasil de juros disparatados em relação aos do resto do mundo, é vista como de pouca eficácia. Afinal, trata-se de um problema mundial de inflação de custos por quebra de oferta.

Em contrapartida, *o Viés da Omissão*, típico da equipe atual do Ministério da Economia, é justificado por adeptos do *laissez-faire*. Adotam o argumento de nenhuma política fiscal seria capaz de reverter o retrocesso econômico brasileiro no *ranking* mundial dos maiores PIB. Seria um destino inapelável das economias da América do Sul.

A discussão sobre a política econômica adequada foi enquadrada entre duas opções polares: ou deixar tudo por conta do livre mercado ou contar somente com o governo para a solução. Haveria só uma escolha: ou *laissez-faire* ou ativismo governamental.

Diferentemente, quando se pensa em economia como um componente de Sistema Complexo, contemplam-se *as interações entre mercado e Estado*. As escolhas políticas influenciam a dinâmica macroeconômica do sistema – “de cima para baixo” –, bem como os gostos e as preferências das pessoas físicas e jurídica – “de baixo para cima”, ou seja, dos fundamentos microeconômicos para o macrossistema.

Não será o mesmo sistema enquanto essas políticas estiverem em andamento. Essa *coevolução* pode trazer oportunidades e consequências imprevistas a priori, daí a necessidade de contínuo acompanhamento contextual por parte da equipe econômica.

O debate sectário e dogmático, reduzido ao binarismo – aqueles a favor de O Mercado (onipresente, onipotente e onisciente) e aqueles a favor de O Estado (totalitário e intervencionista em cada transação) –, leva a uma *alternância de poder* entre “dois passos à frente do desenvolvimentismo e um passo atrás do fiscalismo”, onde pouco se sai do lugar.

Contra esse atraso, a solução eleitoral não é uma imaginária Terceira Via neoliberal, mas sim a opção de o Terceiro Incluído face ao reducionismo. O *social-desenvolvimentismo* defende a simbiose governo/mercado em conjunto com instituições beneficentes em busca não de lucro, mas sim de bens sociais em lugar de apenas bens materiais.

Qualquer solução viável terá de envolver O Mercado. Mas também terá de envolver O Estado. Para o social-desenvolvimentismo, a política pública não será uma escolha excludente entre a política econômica e a política social: necessariamente, envolverá *governo e mercado trabalhando juntos*. Eles são simbióticos, não opostos.

A nova Ciência dos Sistemas Complexos não é apenas uma adição ao cardápio de políticas, é uma necessidade absoluta para sair do impasse polarizado entre *o mercado livre* versus *o controle do governo*. Um lado simplesmente não consegue entender o dito pelo outro lado.

A perda de credibilidade, seja no mercado, seja no Estado, compromete a capacidade da sociedade se organizar *contra populistas de direita*, cuja resposta conveniente à sua corporação é o armamentismo e a violência paramilitar contra os excluídos. A referência da Complexidade oferece novas maneiras para os formuladores de políticas buscarem respostas pragmáticas para problemas derivados da desigualdade social, intratável dessa forma genocida, vista no atual contexto brasileiro.

Por qual razão não ter o melhor de dois sistemas: a economia de mercado do Ocidente e o socialismo realmente existente da China? Alguns analistas chamam esse mix de *Socialismo de Mercado* ou de *Capitalismo de Estado*, mas essas denominações podem animar ataques ou discursos de ódio dos anacrônicos anticomunistas brasileiros.

Se os economistas puderem antecipar qual será o resultado de intervenção setorial com Efeito de Rede, no mercado, eles poderão fornecer diretrizes aos formuladores de políticas públicas. Desse modo, a sociedade poderá ter o melhor dos dois sistemas!

Em modelo de controle ótimo, os economistas têm de descobrir *as reações sistêmicas do mercado*. Isso significa calcular como a economia funcionaria, depois de todas as interações entre os setores ocorrerem com *efeito multiplicador de renda e empregos*.

Abba Lerner foi pioneiro no desenvolvimento de regras específicas de política a partir da Teoria Pura. Ele buscava identificar, precisamente, o necessário para o governo fazer com o objetivo de maximizar o bem-estar social com pleno emprego.

As *Regras de Lerner*, por causa de sua simplicidade e clareza, tornaram-se o modelo didático para as discussões de políticas entre economistas. Essas regras de política optam pelo resultado do mercado competitivo como o preferível, mas são regras claramente ativistas, fora da estrutura clássica do *laissez-faire* de inação ou omissão.

Para alcançar os fins desejáveis, o governo deve intervir e fazer correções. A abordagem da Economia de Controle de Lerner é uma *política governamental ativista*, mas projetada para trazer os benefícios do mercado ao corrigir suas falhas habituais.

Ao invés de ser um último recurso (*eleitoreiro*), como a intervenção governamental é vista por adeptos do *laissez-faire*, torna-se um primeiro recurso. Se o novo governo planeja trabalhar no interesse social, por exemplo, os vencedores privados de licitações públicas receberão do governo os projetos necessários de seguir nos investimentos com fundos públicos. A Parceria Público-Privada será preferencial – e o exclusivismo de empresa estatal uma exceção à regra, por exemplo, em área estratégica como a energia.

Em um Sistema Complexo, há muitas variáveis interagindo, muita influência de eventos aleatórios sendo ampliados, dificultando qualquer um, exceto *videntes farsantes*, ser capaz de prever o futuro. Mas isso não implica a estrutura política banir a Complexidade.

Em um processo complexo em evolução, a simplicidade está nas *regras dinâmicas subjacentes*, não na realidade observada. Para compreender tal sistema evolutivo, é necessário se concentrar na *dinâmica do replicador*, criador de padrões detectáveis.

Os Modelos Baseados em Agentes permitem os cientistas verem como regras simples podem levar a padrões complexos e como sistemas não lineares evoluem ao longo do tempo. Esses modelos tornam visíveis *as dinâmicas replicadoras*.

As interações entre as partes e o todo com qualidade distinta da mera soma de quantidades dita a *característica-chave dos sistemas complexos*. A Ciência da Complexidade transmite uma visão desses sistemas em constante estado de fluxo no *nível micro*, embora exibam relativa estabilidade no *nível macro*.

Os *níveis micro e macro* estão misturados de maneiras não possíveis de ser dissecadas. Eles têm propriedades emergentes impossíveis de serem previstas a partir somente do conhecimento das

partes. A compreensão deve vir de um conhecimento combinado do sistema e de sua história, a qual importa em sua *dependência de trajetória*.

A política convencional não será suficiente. Ela não sabe lidar com as características de Complexidade desses subsistemas interativos.

Os problemas terão de ser continuamente resolvidos pelo sistema por meio das *mudanças nas instituições existentes*. Ao contrário de haver um mercado estático e um governo estático, ambos terão de ser *dinâmicos e coevolutivos*.

A *política pública*, inspirada em análise da Complexidade, não envolve controle por parte do governo, envolve sim afetar a evolução da economia ao alterar a *ecoestrutura* para melhor permitir as pessoas resolverem seus problemas. Como muitos desses problemas são *problemas coletivos*, são necessárias *instituições coletivas* para lidar com eles, mas *instituições para benefício social* – e não o Estado como existe atualmente.

A política inclui *mudar a natureza do Estado* de modo ele saber como lidar com problemas sociais. Inclui o desenvolvimento de novas instituições de “espaço compartilhado” capazes de permitirem às pessoas, de baixo para cima, em *organizações coletivas alternativas*, complementarem ou até substituírem o Estado em suas subáreas.

Considerando a Complexidade, *a política pública envolverá muito mais além de apenas questões econômicas*. Os problemas de *política econômica* se misturam com problemas de *política social* mais amplos: são *inseparáveis*.

A estrutura corporativa também se prendeu ao foco exclusivo no mercado, fornecendo só *bens materiais*, não *bens sociais*. Tornou a divisão entre material e social muito mais profunda em lugar da desejável.

Hoje, a sociedade cobra das corporações elas se tornarem instituições sociais ao usarem parte dos seus lucros em benefício social em áreas como Educação, Saúde, Cultura e Tecnologia.

### **Endividamento público funcional**

Abba Lerner alerta: a precaução necessária com o *endividamento externo* – necessidade de ter reservas em moeda estrangeira para saldá-lo no vencimento – não é semelhante quando se trata de pagamento de dívidas detidas internamente. Assim como o *endividamento interno* não dá de imediato ao país nada além daquilo não possuído no momento da contratação, o pagamento da dívida ou o pagamento de juros não tira nada do país como um todo, embora ocorra transferências entre o devedor público e os credores privados. Trata-se de *redistribuição de renda* – e não de acréscimo.

Em maio de 2022, os títulos federais em poder do público somavam R\$ 5,457 trilhões. Na *carteira própria* dos bancos estavam 30%, títulos vinculados a *depósito compulsório* sobre poupança e sobre depósitos a prazo, reserva técnica etc. eram 11% e o restante 59% estavam de posse dos *clientes bancários*: Pessoas Físicas 2%, Pessoas Jurídicas não financeiras 7% e financeiras 3%, Fundos Mútuos residentes 44% e outros títulos não vinculados de fundos de investimento não residentes e por clubes de investimento 3%.

Na posição da carteira total dos fundos de investimento (R\$ 2,729 trilhões), destacavam-se Entidades de Previdência com 37%: Abertas 18%, Fechadas 15%, RPPS (Regime Próprio de Previdência Social) 4%. Depois vinham *Private Banking* com 15% e Varejo 9%.

O *endividamento externo* deve ser julgado de acordo com as circunstâncias do balanço de pagamentos. Esta dívida deve ser limitada porque o pagamento constituirá um fardo real para o país, embora o *empréstimo externo* possa ter proporcionado um benefício real, por exemplo, em aumento da capacidade de importação. É diferente de *empréstimos internos* para alavancagem financeira em moeda nacional.

Daí a necessidade de *reservas cambiais* substantivas (US\$ 353 bilhões em março de 2022), elevadas em dez vezes de US\$ 37,8 bilhões, recebidos pelo governo Lula em dezembro de 2002, para US\$ 378 bilhões, alcançados em 2012 no governo Dilma. Estão bem acima da *dívida externa pública*: US\$ 77 bilhões ou 23% da *dívida total* de US\$ 329 bilhões em março de 2022. Dessa dívida, Banco Central do Brasil é responsável por 6%, bancos por 35%, empresas financeiras não bancárias por 5% e empresas não-financeiras por 30%.

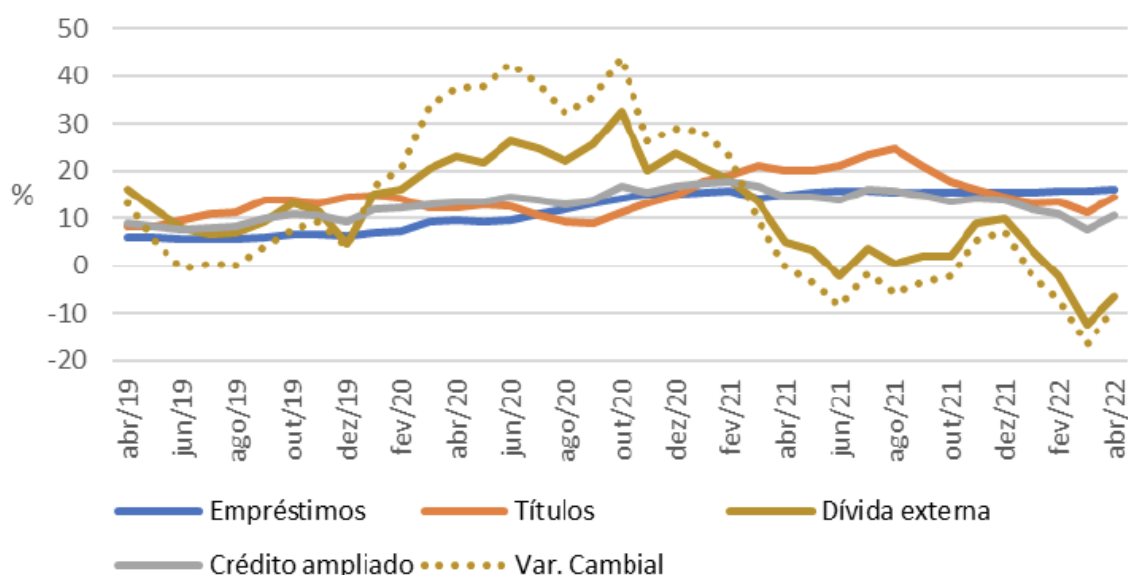
A *Dívida Externa Bruta* brasileira, potencialmente, soma US\$ 681 bilhões. Isto caso se contabilize nela o *investimento direto* em operações intercompanhia (US\$ 246 bilhões) e *títulos de dívida* negociados no mercado doméstico em poder de não residentes, denominados e liquidados em reais, e convertidos para dólar americano, conforme taxa de câmbio de fim de período (US\$ 106 bilhões), para contabilidade estatística.

Dentro do *crédito ampliado ao setor não financeiro*, em abril de 2022, equivalente R\$ 13,6 trilhões ou 151,6% do PIB, depois de ter atingido 160% do PIB em dezembro de 2020, empréstimos e financiamentos eram 37%, títulos de dívida 44% e a dívida externa 18%.

No caso de *governo geral* (65,7% do PIB), a dívida externa era 14%, contra 83% em títulos de dívida pública. No caso de *empresas*, a dívida externa era 35%, contra 41% em empréstimos e 33% em títulos de dívida privada. Finalmente, 98% do endividamento das *famílias* era com o sistema financeiro nacional e 2% com instrumentos de securitização e, praticamente, não tinham dívida externa.

Crédito ampliado – Variação em 12 meses





O quadro acima, publicado nas Notas para Imprensa do Banco Central do Brasil – Estatísticas Monetárias e de Crédito 27.07.2022, mostram como a *dívida externa aumentou no período (três últimos anos) em reais afetada pela depreciação cambial* – e vice-versa.

Para comparação com parte do *funding* desse crédito ampliado, o total de Haveres Financeiros (M4) alcançaram R\$ 9,9 trilhões ou 110% do PIB em abril de 2022. Papel-moeda em poder do público eram R\$ 269 bilhões (2,7% do total), R\$ 333 bilhões em depósitos à vista (3,4%), R\$ 1 trilhão em depósitos de poupança (10%), quase R\$ 2 trilhões em depósitos a prazo (20%), R\$ 857 bilhões em letras e outros títulos privados (8%), R\$ 4,4 trilhões em quotas de fundos monetários (44%), R\$ 290 bilhões em operações compromissadas (3%), R\$ 845 bilhões em títulos do Tesouro Nacional em poder dos residentes no país do setor não financeiro (8%), adquiridos em operações definitivas.

No acumulado em doze meses até abril/22, *os juros nominais pagos pelo setor público consolidado*, apropriados por competência, somaram R\$ 489,4 bilhões (5,42% do PIB), comparativamente a R\$ 282,7 bilhões (3,60% do PIB) nos doze meses até abril de 2021. Grosso modo, esse montante de remuneração dos detentores, em um ano, representaria 9% sobre o saldo dos títulos federais em poder do público R\$ 5,457 trilhões.

Lerner acha a analogia adequada com a dívida nacional mantida internamente “não é um indivíduo tomando emprestado de outro indivíduo, mas um indivíduo tomando dinheiro emprestado de um de seus bolsos para colocá-lo em outro”. A preocupação com ela, demonstrada por editoriais de jornais e economistas neoliberais, é análoga à prostração nervosa do indivíduo ao pensar em quanto deve a um de seus bolsos e de falir caso não o pague...

No entanto, “a distribuição do dinheiro do indivíduo entre seus diferentes bolsos” corresponde a um fenômeno social de real significância. *Quanto maior a dívida pública mobiliária interna, maior a quantidade de riqueza financeira detida apenas por uma parte dos membros da*

*sociedade*, seja diretamente, como proprietários privados de títulos do governo, seja indiretamente, por meio das administrações dos recursos de terceiros, feitas por bancos via Fundos Mútuos de Investimentos Financeiros.

Segundo Lerner, “a dívida do governo é o oposto da propriedade do governo sobre a riqueza. Quanto maior for a parte da riqueza natural real (terras, minas, fábricas, estradas etc.), pertencente ao governo, menor será o alcance da propriedade privada”.

Em um extremo, se o governo detém toda a riqueza real, como em uma sociedade completamente coletivista, não haveria espaço para a propriedade privada dos instrumentos de produção. Em outro, se o governo não possui nenhuma riqueza real, toda ela seria propriedade privada.

Em contraponto a isso, *se o governo toma dinheiro emprestado ao colocar títulos de dívida pública no mercado, eleva a propriedade privada*, acrescentando riqueza financeira à riqueza imobiliária, bens automotores, aeronaves etc. A riqueza nacional não crescerá se o dinheiro captado for só destinado à rolagem dessa dívida, mas a capitalização dessa financeira com juros compostos aumentará a possibilidade de compra de ativos existentes no futuro por seus possuidores.

Por causa dessa *concentração (e acumulação) de riqueza financeira*, uma grande dívida pública interna, geralmente, é detestada pela esquerda. Ela se opõe devido essa dívida propiciar um enriquecimento de poucos.

Critica a maneira extremamente desigual pela qual esse *estoque de propriedade privada* tende a ser distribuída entre a população. Antes disso, há a *concentração do fluxo de renda*, por exemplo, no Brasil, em 2020, os 10% mais ricos do País recebiam 41,6% de toda a massa de renda nacional.

A acumulação dessa propriedade privada acentuaria a desigualdade de riqueza e do poder econômico. Entretanto, propiciaria também aos trabalhadores de alta renda fazerem reserva financeira para, em sua aposentadoria, *substituir a renda do trabalho pela renda do capital financeiro*. Os aposentados se tornam *rentistas*.

No entanto, ressalta Lerner, “a crítica mais ruidosa à dívida nacional vem dos mais ferrenhos defensores da propriedade privada. Esta é outra indicação de como seus próprios interesses são obscurecidos pela adoção impensada e aplicação geral da mitologia capitalista”.

A crítica e fuga do endividamento, por parte de empresários, significa *não saberem lidar com a alavancagem financeira*, segredo do negócio capitalista. Propicia aumento da escala do lucro (e conseqüente elevação da rentabilidade sobre capital próprio) com uso de capital de terceiros. Permite também fusões com (ou aquisições de) concorrentes.

O *custo* das mudanças do tamanho da dívida pública sobre a distribuição de riqueza é relevante. Mas não se compara em significância social com o *benefício fundamental de alcançar e manter o pleno emprego para aumentar a massa salarial*. Seu objetivo deve ser a melhor alocação dos recursos entre produção, consumo corrente e elevação do equipamento da sociedade.

O uso desse instrumento, inclusive para repassar *funding* ao crédito direcionado a investimentos produtivos, não envolve necessariamente um afastamento maior dos ideais de distribuição de renda e riqueza. As objeções dos igualitários de esquerda ao aumento da dívida pública aplicam-se apenas ao aumento da riqueza privada em uma *economia descontrolada*.

Não há razão para supor essa lei de distribuição desigual se manter. Isto caso as autoridades de uma *economia controlada* preferirem outra distribuição de renda e de propriedade privada, mais igualitária.

A tributação é importante não como *meio de arrecadar dinheiro*, possível de ser emitido via moeda fiduciária, mas sim como *meio de reduzir os gastos privados*.

Um governo trabalhista irá *tributar de maneira progressiva uma certa classe de indivíduos*, quando acreditar ser socialmente desejável eles não serem tão ricos ou não gastarem tanto em bens supérfluos.

Ele irá tributar também mais *formas particulares de gastos* (por exemplo, em bebidas alcoólicas) como meio de reduzi-los.

Ele irá tributar de forma mais geral como um meio de *reduzir os gastos totais*, quando isso for necessário para evitar uma demanda agregada excessiva, isto é, além da capacidade produtiva, e consequente “inflação verdadeira”.

Para Lerner, o verdadeiro objetivo do endividamento público não é levantar dinheiro, mas sim fazer parte da população deter mais títulos de dívida pública e menos dinheiro para gasto de imediato.

### **Efeito de rede em riqueza**

O que seria a Economia sem as hipóteses? *Contabilidade*.

Um economista é um profissional pago para adivinhar coisas erradas sobre o futuro da atividade econômico-financeira. Contabilidade é uma Ciência Aplicada sem abstração.

Ela registra os dados do passado ao presente. Os economistas fazem uma média dos dados passados e a extrapolam para o futuro porque, afinal, por definição, não existem “dados do futuro”.

Se o presente estiver acima ou abaixo dela, prognosticam a reversão. Se estiver flutuando em torno dela, esperam “o cenário andar de lado”...

A equação fundamental da Contabilidade é escrita na forma  $A=P+PL$ , ou seja, o total de ativos (A) sempre é igual à soma do total de passivos (P ou *recursos de terceiros*) com o patrimônio líquido (PL ou *recursos próprios*). A diferença entre as diversas formas de manutenção de riqueza (A) e as dívidas (P), contratadas para a adquirir, constitui o patrimônio líquido (PL), isto é, *o capital próprio*.

Ela tem como principal objeto de estudo esse patrimônio, seus fenômenos e variações, registrando os fatos e os atos de natureza econômico-financeira causadores de consequências na

dinâmica financeira. Em suma, a Contabilidade mede a riqueza (*patrimônio*) e a sua evolução a fim de permitir planejamento e controle adequados.

A *escrituração*, consistente em efetuar, de forma sistematizada, os registros das ocorrências influenciadoras da evolução patrimonial, leva em consideração a ordem cronológica de todos os acontecimentos. A técnica contábil da *escrituração* é baseada em documentos comprobatórios, ou seja, todos os acontecimentos escriturados devem corresponder a documentos legalizados, comprovantes da veracidade por auditorias.

Fibonacci, também conhecido como Leonardo de Pisa (1170-1250), se destacou ao escrever o *Liber Abaci*, em 1202, a primeira obra importante sobre Matemática desde Eratóstenes, há mais de mil anos. Introduziu os numerais hindu-arábicos na Europa.

Este *Livro de Cálculos* propiciou o conceito do *valor presente*, ou seja, o valor atual do fluxo de receitas futuras, descontado de juros. É comparado com esse custo de oportunidade do dinheiro para avaliar a viabilidade do projeto do tomador de crédito.

Fibonacci também mostrou como o sistema decimal poderia ser aplicado à contabilidade comercial, à conversão de moedas e, crucialmente, ao cálculo dos juros. Isso significou a aplicação da Matemática para ganhar dinheiro e, em particular, para emprestar dinheiro, de maneira justa e honesta, sem usura dos agiotas.

A *ascensão de banqueiros*, desse modo, foi uma história de contabilidade meticulosa. Eles não usavam ainda o método da entrada dupla contábil (“partidas dobradas”), embora já fizessem os primeiros balanços patrimoniais, com reservas e depósitos corretamente arrumados de um lado com compromissos financeiros, dívidas (ou *vostro*), e empréstimos para clientes ou notas comerciais do outro lado com o total dos direitos (ou *nostro*), respectivamente, *dever e haver – a ver se recebe...*

Os banqueiros não inventaram essas técnicas, mas as aplicaram em escala e diversificação de negócios como anteriormente jamais vista em rede social. Após o século XV, iniciou-se a consolidação secular de um sistema bancário antes emergente.

Nesse mesmo sentido de resgate de lições da História, de maneira conceitual, André Lara Resende, no seu livro recém-lançado, *Camisa de Força Ideológica*, dá uma contribuição inovadora – e heterodoxa! Por isso, André, seja bem-vindo ao time dos economistas marginalizados na Era Neoliberal!

Para ele, a contabilidade de direitos sobre o excedente (valor adicionado) dá origem à moeda. A *moeda* é o registro de direitos na Autoridade Central, aceito para quitar obrigações tributárias.

Moeda, em geral, é vista como um ativo normalmente oferecido ou recebido por compra ou venda. Lara Resende destaca a moeda ser aquilo recebido pelo Estado como pagamento de imposto.

Por precisão, eu a distingo do *dinheiro*. Este é o ativo monetário, criado pelas forças do mercado e/ou pelo poder do Estado, com aceitação geral – legal e social –, para desempenhar todas suas funções clássicas.

Afirmo: “todo dinheiro é moeda, mas nem toda moeda é dinheiro”. Um ativo com o atributo de plena liquidez tal como a moeda oficial atende à condição necessária, porém não suficiente, para ser dinheiro.

Para tanto, a moeda tem de cumprir, simultaneamente, todas as três funções básicas: reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamento. Só o dinheiro as cumpre. Somente cumprindo uma ou duas, é denominada de “dinheiro parcial”.

Por isso, em *regime de alta inflação*, a tendência é de desaparecimento do dinheiro e de surgimento de várias formas de moedas. A *moeda oficial* atua como meio de pagamento e, no máximo, como unidade de conta. A *moeda indexada* torna-se padrão contratual, assim como a moeda estrangeira passa a ser a reserva de valor preferida.

Quando a “dolarização” atinge até o denominador comum das relações de troca, a ameaça de hiperinflação se torna presente. Isto porque os preços em moeda nacional passam a crescer em função da disparada da cotação da moeda estrangeira, cuja aquisição é o meio de fuga de capitais.

O dólar cumpre a função de reserva de valor e até unidade conta. Mas ao ser convertido na moeda de curso forçado, para fazer os pagamentos contratuais, oficial e juridicamente, inclusive de impostos, dispara o índice de preços cotados nesta moeda.

Lara Resende alerta quanto ao arbítrio: “o registro contábil dos haveres e deveres, da riqueza da sociedade, nas mãos do Estado, corre sempre o risco de favorecer alguns e desfavorecer outros. O controle do *sistema de contabilidade da sociedade* é um poder extraordinário”.

Devido ao fato de o Estado ser, simultaneamente, o administrador da contabilidade, o custodiante e o liquidante dos haveres e deveres da economia lhe dá “a condição excepcional de credor primário”.

No entanto, adverte, “o Estado só pode criar poder aquisitivo, sem pôr em risco o sistema de contabilidade da sociedade, quando há recursos passíveis de serem mobilizados para o aumento da produção de bens e serviços. Tais recursos podem advir tanto da capacidade instalada, mas ociosa por insuficiência de demanda, quanto da capacidade potencial — mão de obra, equipamentos, tecnologia científica e organizacional —, incapaz de ser mobilizada por falta de crédito”.

O primeiro caso, o da *capacidade instalada ociosa*, quando o Estado pode atuar de forma anticíclica, criando poder de compra para estimular a economia, é o defendido por keynesianos. O segundo caso, o da *capacidade potencial não efetivada*, no qual o Estado deve atuar como credor, mobilizador e viabilizador das potencialidades do crescimento de longo prazo, é o defendido por neoschumpeterianos e pós-keynesianos.

Esses economistas heterodoxos defendem, como o André, “toda a produtividade, a capacidade de produzir bens e serviços, advém da sociedade, da ação conjunta do setor privado e do Estado. A expansão do crédito pelo Estado, como todo crédito, por si só nada cria, mas viabiliza a materialização da produtividade da sociedade”.

Sem investimento e aumento da capacidade de produzir, a expansão do crédito se transforma em pressão sobre os preços de bens e serviços, ou na hipertrofia de ativos e passivos. No primeiro caso, tem-se a *inflação corrente de bens e serviços*. No segundo, a *inflação de ativos*.

Esta “inflação financeira” não corresponde a um enriquecimento efetivo, embora provoque um aumento dos direitos financeiros. Mas, caso não corresponda a um aumento real do valor adicionado, não passa de mera ilusão monetária ou nominal.

Nesse ponto eu faria um pequeno reparo no raciocínio de Lara Resende. Argumenta “porque o acúmulo de direitos financeiros está concentrado em quem não tem necessidades imediatas de consumo não atendidas, a *inflação financeira* não pressiona a capacidade produtiva, nem corre o risco de provocar inflação de bens e serviços”.

Em caso de a inflação de ativos corresponder à supervalorização da moeda estrangeira, em um país periférico como a Argentina, por exemplo, contamina sim a inflação corrente pelo motivo antes exposto. Devido à dolarização, a inflação está lá disparada.

André reconhece: “levada ao paroxismo, no entanto, provoca o descolamento dos direitos financeiros da capacidade de produção. Termina por desmoralizar e abalar o sistema de contabilidade da sociedade. Em estágios avançados, pode levar ao descrédito do Estado, à desmoralização institucional e à hiperinflação” (p. 25-26).

### **Interações entre subsistemas de pagamentos, gestão de dinheiro e financiamento**

A população brasileira está estimada em quase 215 milhões de pessoas. A população adulta passava 172 milhões, no fim de 2021, embora na força de trabalho estivessem menos de 108 milhões, sendo quase 96 milhões ocupados e 12 milhões desocupados.

Em 2020, no mercado de trabalho formal, o número de pessoas ocupadas assalariadas em empresas e outras organizações ativas chegou a 45,4 milhões. No mesmo primeiro ano da pandemia, o número dessas entidades atingiu 5,4 milhões e o número de sócios e proprietários totalizou 7,3 milhões pessoas.

O número de empresas sem assalariados cresceu 8,6% ou mais 227,3 mil. Diante do desemprego, essas pessoas resolveram abrir o próprio negócio. Se a empresa aberta tinha CNPJ, declarava o eSocial e não fosse MEI, ela era considerada no CEMPRE-IBGE.

Como a Ciência Social analisa uma sociedade tão complexa com tamanha diversidade de indivíduos e empresas? No caso das Pessoas Físicas, classificando-as por gêneros, faixas etárias, níveis de escolaridade, castas de natureza ocupacional e párias etc.? No caso das Pessoas Jurídicas, classificando-as por porte, natureza jurídica e atividade?

A fronteira do conhecimento da Ciência Econômica move-se para uma *visão macrosistêmica* submeter a perspectiva sociológica das classes de renda e riqueza. Estuda o sistema complexo, emergente de interações entre múltiplos agentes.

Nessa *visão holista* (derivada de *holos*, o todo), o marco conceitual focaliza os vínculos e/ou as interações entre os principais componentes de um sistema econômico-financeiro. Como a

*financeirização é inerente ao capitalismo*, desde sempre, estuda por meio de quais riscos em um subsistema pode-se desencadear uma crise sistêmica.

Os riscos financeiros estão interconectados em um sistema complexo inserido em uma economia globalizada. Nele se encontram governos e Bancos Centrais, famílias e empresas, todos são componentes do sistema financeiro.

Por sua vez, *esse sistema emerge de três subsistemas intrinsecamente interligados por conexões*. O subsistema de pagamentos, o de gestão de dinheiro e o de financiamentos configuram uma *rede financeira* entre todos os participantes.

A *Economia de Rede* tornou-se um tema reconhecido após a difusão da Internet na sociedade. Em Economia e Negócios, um *Efeito de Rede* é também designado externalidade de rede. Busca economia de escala na alavancagem financeira.

Ele é o efeito provocado por cada utilizador de um bem ou serviço sobre o valor dele para outros utilizadores. Depende do número de utilizações de outras pessoas.

As redes sociais online funcionam sob Efeito de Rede ou externalidades positivas. Por exemplo, sites como Twitter, Facebook e agrupamentos em Whatsapp tornam-se mais comunicativos quanto mais utilizadores aderirem. Externalidades negativas são referidas como *congestionamento de rede*.

Ao longo do tempo, os efeitos positivos de rede estimulam o movimento de adesão. Quanto mais pessoas se juntam, em ciclo de feedback positivo, mais valiosa será a rede.

André Lara Resende, no seu livro recém-lançado, *Camisa de Força Ideológica*, dá uma contribuição inovadora, portanto, heterodoxa, para *insights* a respeito. Propicia o entendimento do capitalismo financeiro como uma *rede de relacionamentos* multiplicadores da riqueza e capacitadores de sua transmissibilidade para novas gerações de herdeiros.

Deve-se entender a *riqueza* como a capacidade de recrutar pessoas e/ou o poder de mobilizar recursos, inclusive financeiros. O poder nunca dependeu só da riqueza, mas, no mundo contemporâneo, a riqueza se tornou a principal porta de acesso ao poder.

Lara Resende alerta: “a corrupção na política, assim como em todas as esferas de poder, entidades reguladoras, federações esportivas etc., parece confirmar: *o poder é o meio para acumular riqueza*. Trata-se de uma distorção provocada pela *financeirização do mundo*, onde tudo passa a ser avaliado em termos da contabilidade financeira”.

Para ele, explicaria tanto a reificação das restrições financeiras como a moeda fiduciária tornar o Estado um agente sem restrição financeira. Se o Estado é assim, representa o poder supremo. Quem o controla é todo-poderoso para enriquecer.

Sem reconhecer o crédito e a contabilidade financeira serem instrumentos sociais para garantir a produtividade e o bem-estar comum – e não para enriquecer os ocupantes do Estado e seus aliados –, não há efetivamente como garantir a boa governança. Daí Lara Resende diferencia *dois aspectos da transmissibilidade*: a da *riqueza* e a do *poder*.

“A grande diferença entre o poder e a riqueza está na legitimidade da transferência”. Hoje, a *transferência da riqueza* para os descendentes é majoritariamente vista como legítima, assim como para causas beneficentes é considerada virtuosa.

“Já a *transferência de poder*, desde o fim da aristocracia, deixou de ser percebida como legítima. No mundo contemporâneo, a transferência de poder para protegidos ou descendentes, como demonstram as dinastias políticas em toda parte, é uma possibilidade, mas sempre imperfeita e tida como ilegítima”.

Essa é a razão pela qual mesmo os politicamente poderosos sentem-se compelidos a acumular riqueza, tentados a *transformar o poder político, intransmissível, em poder financeiro, transmissível*. O estímulo à corrupção na política é, então, reforçado.

Define bem o Lara Resende. “A possibilidade de ser legitimamente transmitida é elemento fundamental para entender a riqueza financeira. O sistema monetário é o registro contábil de direitos e deveres na sociedade”.

No curto prazo, no tempo do mercado e da produção, viabiliza a atividade econômica. No longo prazo, além do tempo do investimento, viabiliza a transferência de poder aquisitivo no tempo e a transferência de haveres e deveres entre gerações.

Para ele, isso viabiliza e perpetua a *riqueza financeira* na sociedade contemporânea, assim como a *riqueza fundiária* perpetuava a sociedade aristocrática. “A riqueza é a *contabilidade dos direitos acumulados*, pelas gerações pretéritas e pela geração em atividade. Podem ser transferidos no tempo para seus descendentes”.

É um *direito sobre o produzido*, mas só pode ser exercido se houver valor adicionado. Só ele, de geração a geração, viabiliza o aumento do consumo e do bem-estar.

“A *riqueza financeira* é mera *contabilidade de direitos e deveres*. Não é capaz de aumentar a disponibilidade de bens e serviços”. De nada vale toda a riqueza financeira, acumulada em uma sociedade, caso ela não produza valor adicionado ou renda.

A *contabilidade capitalista da riqueza* aceita os preços de mercado como representação efetiva do valor criado e dos direitos adquiridos. Torna direitos, adquiridos segundo seu sistema de valor, passíveis de serem transferidos no tempo e entre gerações.

Se os preços dos ativos e dos direitos forem inflacionados pela expansão do crédito sem o correspondente aumento do valor adicionado na capacidade produtiva, não há efetivo aumento da riqueza, apenas *ilusão monetária* de aumento da riqueza. Sem contrapartida no aumento da produtividade, a expansão do crédito inflaciona os ativos financeiros e descola a riqueza da operação da capacidade produtiva de rendas reais.

Daí, defende Lara Resende, a verdadeira responsabilidade fiscal e monetária seria assegurar a *contabilidade financeira da economia ser pautada por valores*, no sentido de crenças e princípios, da sociedade. “A contabilidade financeira deve procurar recompensar a produtividade e promover o bem-estar coletivo”.



O volume e o direcionamento do crédito são um instrumento desenvolvimentista. O Estado tem a capacidade de controlar tanto a taxa de juros como a expansão e o direcionamento do crédito.

Há algo de muito errado na gestão da economia brasileira. A opção por restringir a ação do Estado, obrigando-o a se financiar integralmente através de receitas tributárias, enquanto a expansão do crédito para consumo e capital de giro fica irrestrita, é muito provavelmente a principal razão do atual estado de coisas: *a estagdesigualdade*.

“Por um lado, a restrição indiscriminada ao poder financeiro do Estado limita sua capacidade de criar poder aquisitivo para explorar as potencialidades da sociedade através do investimento em áreas críticas como educação, saúde, infraestrutura, pesquisa e tecnologia e meio ambiente. Por outro lado, a completa delegação da expansão do crédito para o sistema bancário provoca *ciclos recorrentes de euforias, inflação de ativos e crises financeiras*. Obrigam a intervenção do Estado como prestador de última instância”.

Recomendo a leitura do livro recém-lançado de André Lara Resende. É *iconoclasta*.

### **Economia de tempo incontrolável**

O *método científico* exige testar suas hipóteses mesmo em Ciência Social, como é a Ciência Econômica, sem ter laboratório com condições normais de temperatura e pressão. Por isso, ela usa e abusa do “*ceteris paribus*”, isto é, a hipótese irrealista de “tudo mais constante”, inclusive *o tempo* (invariável) e *o espaço* (economia fechada).

Em Ciência, tem de se examinar sempre *os contra-argumentos*, no caso, os dos adversários do keynesianismo. Vou verificar, neste último tópico, sua racionalidade e os testar com evidências empíricas para acatá-los ou descartá-los.

Os adeptos da Teoria Quantitativa da Moeda como os monetaristas foram os maiores críticos da discricionariedade da diretoria do Banco Central, incorporada na política monetária. Achavam a regra “constitucional” da oferta de moeda crescer de acordo com o produto real, em longo prazo, fornecer *uma âncora nominal para a economia*.

Eles também apontavam a dificuldade de prever, exatamente, tanto a evolução econômica, quanto o impacto das ações de política. Tudo isso implicava em os Bancos Centrais não deverem sequer cogitar estabilizar a economia, em curtos períodos, por meio de ações de políticas discricionárias.

Dadas as defasagens e as incertezas envolvidas, tal volatilidade na política monetária e fiscal provavelmente causaria mais danos em vez de benefícios, apesar das melhores intenções. Seria a melhor conduta aquela sem abruptas oscilações na política, pois a Autoridade Monetária falharia em não tolerar *o diferimento entre as suas ações*, nas quais só tem evidência empírica sobre as condições presentes, *e os efeitos subsequentes* em futuro indeterminado sobre a economia.

Os anti-keynesianos pregavam ela ter persistência na manutenção da meta sem contrair ou expandir a oferta de moeda a não ser de acordo com o crescimento do produto real. É reconhecido,

empiricamente, haver *defasagens temporais* entre a resposta dos gastos e dos preços às variações na oferta de moeda e a resposta dos condutores da política monetária às mudanças na economia.

As principais *defasagens temporais* são:

1. *defasagens de reconhecimento*: de percepção e interpretação, considerando o tempo transcorrido entre a coleta de dados e a capacidade de analisá-los;
2. *defasagens administrativas*: de tomada de decisão, ao levar em conta o grau de centralização e outras considerações extraeconômicas, inclusive se há viabilidade política de aprovação no Congresso Nacional ou junto à opinião especializada e pública;
3. *defasagens de implementação*: o tempo necessário para implementação de novas políticas, ou seja, aprovar a regulamentação, a difusão e os esclarecimentos necessários;
4. *defasagens de impacto*: de efeito macroeconômico, ou seja, o tempo necessário para novas políticas afetarem a economia através da mudança de expectativas e do ajuste de portfólios dos agentes econômicos.

Elas tendem a *converter os esforços discricionários estabilizadores em desestabilizantes* com “falsas partidas-e-paradas”. Sendo assim, a economia poderia já ter se alterado, quando começassem a surtir os efeitos da política monetária discricionária.

Os críticos à política macroeconômica keynesiana, com a proposta por Abba Lerner, recomendaram a política monetária basear-se em *regras fixas e não em discricionariedade*. A mais influente, nos anos 70s e 80s, foi a proposta dos monetaristas de manter sempre uma taxa de crescimento da oferta de moeda de acordo com o crescimento do produto *real – e não nominal ou inflacionado*.

Esses economistas, sob a liderança intelectual de Milton Friedman, argumentavam o crescimento excessivo da moeda ser a principal causa da inflação. As variações no crescimento monetário seriam, historicamente, responsáveis pelas grandes flutuações cíclicas do produto real.

Com um crescimento monetário constante, mecanismos de autocorreção impediriam os choques macroeconômicos, provocados pelo intervencionismo governamental em busca do pleno emprego, terem eficácia sobre o crescimento. Evitariam assim impactos sobre o nível de preços.

A Escola Novoclássica das *expectativas racionais* – apoiada ideologicamente pela Escola Austríaca, crítica de qualquer intervencionismo econômico –, acrescentou uma nova crítica ao keynesianismo. A *discrção* (ou *arbítrio*) conferiria um viés inflacionário à política monetária porque os Bancos Centrais enfrentariam uma tentação irresistível ao longo do tempo de deixar de lado os planos anunciados de longo prazo, para manter a estabilidade de preços, em busca de objetivos de produção e emprego em curto prazo.

Se o público tivesse ajustado as expectativas de preços à intenção anunciada do Banco Central de manter a estabilidade de preços, então, um aumento temporário no crescimento monetário

surpreenderia o público. Essa *enganação* (ou *trapaça*) da opinião pública causaria um impulso desejável, ainda sendo de curta duração, à produção e ao emprego aparentemente com baixo custo inflacionário. Mas com *expectativas racionais* (“adivinhação certa do futuro incerto”), o público perceberia essa tentação e anularia tal ação política, se tivesse já sido enganado alguma vez antes.

As expectativas de inflação surgiriam em antecipação ao estímulo monetário, provocando apenas aumentos de preços, sem nenhum ganho de produção, enquanto a política fosse implementada. De fato, se o Banco Central desistisse e não empreendesse o estímulo esperado, então, a produção ficaria temporariamente deprimida.

Diante desse dilema, os Bancos Centrais acabariam fornecendo o estímulo monetário, mesmo caso apenas validasse a inflação em curso e não tivesse efeitos de produção.

Seguir uma *regra de política invariável* evitaria esse problema, de acordo com esses defensores, tornando uma política anti-inflacionária credível para o público. O público então esperaria apenas ações políticas consistentes com a estabilidade de preços.

Essa Economia da Confiança passou a apoiar uma regra definida em termos de uma meta fixa para o crescimento do nível de preços, ou seja, para a inflação. A partir da década de 1990, os Bancos Centrais evitaram a adoção de regra de oferta de moeda fixa à luz das vantagens percebidas de a substituir pela flexibilidade na política de juros como instrumento para alcançar aquela meta.

Nas três últimas décadas, houve uma *desinflação* substancial em toda a economia mundial globalizada com a emergência do barateamento de bens pela produção em escala massiva na economia chinesa e demais asiáticas e as tendências demográficas. Com a globalização, houve crescimento da oferta de mão de obra efetiva.

Isto ocorreu apesar do rápido crescimento contínuo dos agregados monetários, principalmente depois do QE (“afrouxamento monetário”), posterior à crise financeira mundial em 2008. *Esta evidência empírica parece ter enterrado definitivamente o monetarismo e sua regra para política monetária.*

Friedman defendia uma regra para uso do instrumento *controle monetário geral*. Era crítico do regime de meta da inflação, pois este adotava uma regra baseada em resultado (no *fim* e não no *meio* de alcance) com o uso discricionário do instrumento taxa de juros.

Ele duvidava do discernimento da diretoria do Banco Central na *manipulação da taxa de juros*. Regra tornou-se um objetivo em longo prazo, cujo sucesso no alcance necessita de liberdade de ação no curto prazo, ou seja, no *arbítrio na fixação da taxa de juro básica*.

André Lara Resende critica grande parte dos analistas por ainda raciocinarem *como se a taxa de juro, em vez de ser um instrumento do Banco Central, fosse determinada por O Mercado*. A taxa de juro nos títulos de dívida pública em longo prazo passou a ser vista por seus participantes como indicação da pressão provocada pela demanda de financiamento do governo.

Os desvios da *taxa longa* em relação à *taxa curta* (básica ou Selic) passaram a apontar o *risco fiscal*, o qual se desdobraria em *risco cambial*. Este seria a fuga de capital provocar a *dolarização da economia*, com a moeda estrangeira se tornando uma reserva de valor, e porventura levaria ao *risco de hiperinflação*.

O Mercado desconfia então de o Banco Central não controlar a taxa de juro mais relevante contra isso, mas focar apenas a *taxa básica*. A chamada *estrutura a termo das taxas de juros* associa essas taxas aos prazos da dívida e mostra diferentes inclinações da *yield curve* ou curva dos juros.

Quando está positivamente inclinada, revela taxas mais altas para prazos mais longos. Negativamente inclinada pode conduzir à chamada *inversão da curva de rendimento*, quando o rendimento do título do governo americano de curto prazo (2 anos) excede o rendimento do título do governo de longo prazo (10 anos).



Quando ocorreu um fenômeno semelhante, a economia acabou em recessão, devido à ausência de investimentos em longo prazo. No gráfico acima, os períodos recessivos estão em linhas cinzas, como sequências de queda da relação entre rendimentos de títulos de 10 anos / 2 anos até se tornar negativa, após algum tempo.

Na realidade, ao fixar a taxa de juro básica por um dia (*overnight*), o Banco Central determina o primeiro ponto da curva. O Mercado determina as demais taxas, para prazos maiores, ao estimar as sucessivas taxas de um dia, determinadas futuramente pela Autoridade Monetária.

Por exemplo, a taxa para um ano seria a estimativa de O Mercado dos rendimentos de aplicar por 252 dias úteis, sucessivamente, à taxa do *overnight*. A tesouraria de cada banco “deficitário”, caso não tenha obtido um superávit no fluxo de caixa diária, obteria as reservas necessárias para carregar sua carteira de títulos de dívida pública no mercado interbancário.

Desse modo, a *taxa longa* é a estimativa da trajetória da *taxa curta* até o vencimento do título. Dada a incerteza sobre as fixações futuras da taxa de juro básica face às variações da taxa de

inflação, ao precificar os títulos mais longos em leilões primários se coloca um “prêmio” de risco de o custo de carregamento se alterar inesperadamente.

Prazo maior significa mais tempo incerto e exige mais prêmio para o carregamento de títulos de dívida pública. Não se trata de *risco de inadimplência* (“risco de crédito”), nessa dívida a ser quitada com a moeda fiduciária do emissor governamental, mas sim de *risco de variações dos juros* esmagar o deságio da compra.

Como bem ressalta Lara Resende, “toda a estrutura a termo das taxas é determinada pelo Banco Central”. A curva de juros é baseada no esperado por O Mercado a respeito da política de juros da Autoridade Monetária, afinal, ela influencia toda a curva de juros, isto é, a estrutura a termo dos juros.

Ele acrescenta: “essa é a razão pela qual os Bancos Centrais passaram a anunciar como pretendem conduzir suas políticas de juros no futuro. O *forward guidance* [direcionamento futuro] é uma forma de reduzir o risco de carregamento e influenciar a curva de juros”.

Sem a restrição de lastro para a emissão de moeda, o Banco Central pode sempre recomprar ou refinar a dívida do mercado com emissão de reservas bancárias. Toda a *reserva de liquidez* é mantida em títulos de dívida pública pela rápida negociação em mercado secundário. Eles constituem, praticamente, “moeda remunerada com juros”. *Moeda é dívida pública...*

As altas dos papéis longos poderá esmagar os lucros no carregamento. Para não perder os carregadores, o Banco Central atua como “emprestador em última instância”, oferecendo na prática uma certa *garantia de recompra* em caso de crise de desconfiança.

Lara Resende pergunta: por qual razão alongar a dívida pública? Não é mais custoso pagar um prêmio nos títulos longos carregados pelo sistema financeiro com financiamento em curto prazo no mercado interbancário?

Afinal, o sistema financeiro se beneficia da assimetria em relação à evolução da taxa de juro básica: quando sobe, o Banco Central o socorre; quando declina, o ganho é embolsado só por ele. Ganha muito ao fazer a transformação de prazos, isto é, o carregamento de papéis longos com a captação de recursos líquidos.

A dedução do Lara Resende é: “a única razão para emitir títulos de dívida pública de mais longo prazo é *balizar a estrutura a termo das taxas de juro*”. Com intervenção ativa ao longo da curva, o Banco Central tem um instrumento muito mais poderoso para a condução da política monetária.

Com O Mercado tenta domar ou “domesticar” a Autoridade Monetária aos seus desígnios? Impondo-lhe, via pregação contínua de seus economistas na mídia e em fóruns de empresários sem o necessário conhecimento macroeconômico em favor da chamada Regra de Taylor, criada em 1993, para determinação exógena da taxa de juro.

Segundo John B. Taylor, economista norte-americano, o comportamento das taxas de juros nos Estados Unidos poderia ser representado por uma relação entre a taxa de juro e taxa a inflação, ponderando dois desvios:

1. a diferença entre o índice inflacionário e a meta da inflação; e
2. o desvio do PIB efetivo em relação ao PIB potencial, chamado *hiato do produto*.

Dessa maneira, a Regra de Taylor depende de duas variáveis: a meta de inflação e o PIB potencial. No caso de sua aplicação à realidade brasileira, são observadas ao menos quatro variáveis: desvio da inflação esperada em relação ao centro da meta; Selic *efetiva*; Selic *neutra*; hiato do produto. As duas primeiras são *observáveis*, ao passo as duas últimas precisam ser estimadas, ou seja, são *hipotéticas*.

De acordo com a Regra de Taylor, a diferença entre a taxa de juros fixada pela Autoridade Monetária e a taxa neutra deve ser uma função de dois *gaps*: de inflação e de atividade. O *gap de juros* (efetivo menos neutro) não deve corresponder exatamente à média ponderada dos outros dois *gaps* (inflação esperada versus meta e PIB efetivo versus potencial) em cada momento do tempo.

Isso não acontece porque os Bancos Centrais tendem a evitar uma hiperatividade em suas decisões, diante das incertezas envolvendo o cenário macroeconômico prospectivo. Refere-se às já citadas *defasagens temporais* na transmissão da política monetária sobre atividade e inflação.

*Como se processa esse mecanismo de transmissão de uma política monetária recessiva?* A contração do crédito de curto prazo impede às empresas de contratar fatores aos preços correntes ou esperados, se subsistem expectativas inflacionárias.

O provocado excesso de oferta de fatores é o estímulo à redução de seus preços ou à liquidação dos estoques invendáveis nos preços anteriores, sufocando pressões altistas. A redução do nível de atividades força as firmas a adotarem estratégias de expansão de mercados, via promoções ou liquidações, para fazer frente aos compromissos contratados.

A ação da política monetária é demorada, devido à necessidade de *persuadir os agentes econômicos a mudarem suas estratégias*. Se ela causa ou não recessão depende muito da *credibilidade na mudança de regime monetário*, para todos os agentes fixadores de preços e salários ajustarem desde logo seu comportamento.

A pressuposição ortodoxa é as Autoridades Monetárias adquirirem essa credibilidade com a própria *manutenção da política contracionista*, acima das pressões políticas para mudá-la. O *equilíbrio fiscal* seria relevante para elas não se verem forçadas a acomodar déficits públicos com emissão monetária.

A *hegemonia do anti-keynesianismo*, conquistada com a derrocada do referencial da Curva de Phillips (relação de *trade-off* entre inflação e desemprego) face à estagflação nos anos 70s, permanece apesar do posterior *ostracismo do monetarismo*. Prevalece ainda a manutenção de política monetária discricionária, via fixação da taxa de juros, onde a oferta monetária endógena fica

graduada pelas necessidades de mercado, mas não pelo objetivo governamental de alcançar o pleno emprego para o bem-estar social.

O sistema bancário emerge de interações entre o subsistema de pagamento, o subsistema de gestão de dinheiro e o subsistema de financiamento. Através delas se formam as taxas de juros de mercado para captações e empréstimos.

Por conta dessas *interconexões*, existe forte correlação entre:

1. a estabilidade macroeconômica e
2. a saúde do sistema financeiro.

As dificuldades macroeconômicas do país afetam a liquidez e a solvência do sistema bancário. Por sua vez, bancos e instituições financeiras insolventes põem em risco o melhor funcionamento da economia e da política econômica do governo.

O descasamento de *durations* com a manutenção de ativos com prazo médio ponderado mais longo em relação ao dos passivos, para elevação do *spread* com taxas mais baixas no passivo face às taxas mais altas nos ativos, incorre em *risco de variações de juros*. Quando as taxas de juros sobem, o valor de mercado dos ativos do banco diminui mais se comparado ao valor de mercado de seus passivos. Com a *marcação a mercado*, isto expõe o banco ao *risco de perda econômica e insolvência*, devido ao provisionamento obrigatório.

Através dos sistemas de compensação de pagamentos (“*clearing*”) se transmitem logo *os riscos sistêmicos*: a falta de reservas de um banco afeta de imediato aos outros. A supervisão bancária da Autoridade Monetária está associada à própria solução de crises sistêmicas, em função do Banco Central ser o “prestador de última instância” do sistema bancário.

A principal preocupação é com os custos da liquidação de bancos. Principalmente, o risco da insolvência de “bancos grandes demais para falir”, devido à exposição do *efeito demonstração*, afeta todo o sistema bancário, obrigando a maiores dispêndios com o salvamento. Estes dispêndios são muito elevados e, como não são cobertos com recursos fiscais, comprometem a política monetária como acontece desde 2008 nos países centrais.

A política de “juro zero” e/ou “afrouxamento monetário” provocou fuga de capital do mercado de renda fixa para o mercado de renda variável, criando *inflação de ativos* em economia de mercado de capitais. Pode ser chamada também de *inflação financeira* por levar a maior *concentração da riqueza financeira* em posse de grandes acionistas.

Em contraponto, aqui na periferia do capitalismo, o juro disparatado, para evitar fuga de capital para o dólar e ainda maior inflação, agrava a concentração da riqueza financeira em posse de grandes rentistas. Em economia de endividamento público, predomina a renda fixa.

Pelo Efeito Rede, no jogo capitalista de “moeda marcada”, se der cara os capitalistas ganham e se der coroa os trabalhadores perdem...

## **Bibliografia**

ANBIMA. *Raio X do investidor brasileiro*. Rio de Janeiro-São Paulo; Relatório de Pesquisa; 5. ed. 2022.

COLANDER, David; KUPERS, Roland. *Complexity and the art of public policy: solving society's problems from the bottom up*. Princeton University Press, 2014.

GOODHART, Charles; PRADHAN, Manoj. *The great demographic reversal: ageing societies, waning inequality, and an inflation revival*. Springer International Publishing-Palgrave Macmillan, 2020.

KNAPP, Georg Friedrich. *The state theory of money*. Alemanha; 1ª edição em 1905; tradução em inglês baseada na 4ª edição; 1924.

LERNER, Abba P. Chapter 24. Interest, investment, and employment III (Functional finance). *Economics of control: principles of welfare economics*. The Macmillan Company, 1944.

RESENDE, André Lara. *Camisa de força ideológica*. Portfolio-Penguin; Edição do Kindle, 2022.