

Equilíbrio geral, monetarismo e cortes de impostos: os fatos empíricos

Roberto Balau Calazans¹

Durante o período eleitoral de 2020, foram proferidas algumas pérolas do populismo fiscal, entre elas a solução proposta pelo candidato à Prefeitura de São Paulo, Guilherme Boulos, para reformar a previdência municipal. Para ele, bastaria aumentar o número de servidores para reduzir o tamanho do déficit financeiro e atuarial². Em tal lógica política, tudo é possível, pois, inexistente restrição orçamentária do governo. Há outras “soluções” mais antigas que atentam contra a situação fiscal do setor público brasileiro. Vamos lembrar algumas delas que são repetidas à exaustão:

- Não há déficit na previdência social e no orçamento da seguridade social;
- Os recursos disponíveis na Conta Única da União permitem ampliar o gasto público;
- A União concentra os recursos da carga tributária brasileira, devendo os estados e municípios rever essa situação. A sociedade já não suporta mais a elevação de impostos;
- Os cortes de impostos estimulam o crescimento econômico devido aos efeitos associados à queda dos preços e ao estímulo ao lucro empresarial. Em Porto Alegre, por exemplo, havia uma disputa acirrada para ver quem reduziria mais o IPTU.

¹ Economista. Mestre em Economia UFRGS. 05/12/2020.

² Segundo Latif (2020), há um grave desequilíbrio na previdência municipal de São Paulo, com rombo de R\$ 5,4 bilhões em 2019, equivalente a 16% da arrecadação tributária. O déficit atuarial é de quase R\$163 bilhões. A reforma da previdência realizada apenas aumentou da alíquota de contribuição dos servidores de 11% para 14% e a previdência complementar para entrantes com benefício acima do teto do INSS. Não houve alteração da idade mínima de aposentadoria, diferentemente da reforma federal.

Também, ouvi um telejornal local criticar a política fiscal e monetária do governo Barak Obama sem apresentar, no entanto, qualquer base de informação confiável. Por mais que se saiba que o papel da imprensa é informar, e não induzir, espera-se sempre que as interpretações tenham uma fonte confiável. Com isso em mente, fiquei muito impressionado com o total desconhecimento do papel de Ben Bernanke e Janet Yellen a frente do Banco Central americano (*Federal Reserve ou FED*) após a enorme crise financeira mundial de 2008, que afetou as principais economias do mundo. Isso me estimulou a olhar as estatísticas fiscais e monetárias dos Estados Unidos da América (EUA).

Feitos os esclarecimentos iniciais, o objetivo deste artigo não será comentar os itens 1, 2 e 3. Tais itens constam no livro **“Dívida Pública e Previdência Social: introdução teórica e as estatísticas fiscais do Brasil e do RS”**, em fase final de elaboração, assim como no artigo intitulado **“A carga tributária brasileira: as fontes de informações e o mito da concentração tributária”**.³

Resta, então, o tema relativo aos cortes tributários. Os paradigmas teóricos da Curva de Laffer e a renda permanente de Milton Friedman embasam o pensamento daqueles que defendem a diminuição de impostos como um estímulo ao crescimento econômico e à expansão dos empregos. Sustentam, ainda, que impostos baixos incentivam à poupança dos mais ricos e das empresas. Nos governos de George W. Bush (2001-08) e Donald Trump (2017-20), tal paradigma foi aplicado, constituindo-se num dos eixos programáticos do Partido Republicano.

No Brasil, a elevação da carga tributária mobiliza as entidades empresariais sempre que os governos fazem propostas para a elevação de impostos. Um dos argumentos principais daqueles que são radicalmente contra essa alternativa é a conseqüente elevação dos preços e a redução de empregos. Em parte, tal argumentação vem acompanhada de dados sobre as ineficiências tributárias, o excesso de gastos no setor público e os “privilégios” do funcionalismo público. Contudo, não irei discorrer sobre isso nesse artigo.

³ As informações sobre o livro e o artigo estão disponíveis em: <http://financasrs.com.br>.

Gostaria de concentrar a presente exposição em dois aspectos teóricos relativos ao pensamento ortodoxo. Primeiro, o monetarismo sucumbiu frente à ação heterodoxa dos bancos centrais das principais economias do mundo. Em decorrência disso, vem sofrendo fortes questionamentos teóricos, em especial pelo surgimento de novas teorias (Teoria Fiscal do Nível de Preços, por exemplo).

Sem me aventurar no debate teórico, pretendo apenas demonstrar com dados estatísticos o que significou a nova política de flexibilização monetária e de taxa de juros baixas, conhecida como *quantitative easing* (QE), expondo seus resultados nas experiências americana e brasileira. Ao se referir sobre o monetarismo, observa Lara Resende (2017, p.131):

“... a Teoria Quantitativa da Moeda foi arquivada de vez. A base monetária — reservas bancárias no Banco Central — foi multiplicada por sessenta nos Estados Unidos, por exemplo, e nada aconteceu. A inflação permaneceu onde estava.”

Qualquer economista que não tenha sido mordido pelo vício da ideologia tem em um momento excelente para reflexão. O livro “Juros, Moeda e Ortodoxia”, do citado autor, faz uma excelente análise da evolução da teoria monetária. Indicam-se também os artigos de Lopreato (2018, 2018a), os quais apresentam os diversos aspectos da dívida pública e da gestão monetária nos EUA e o relacionamento entre o Tesouro e o FED entre os anos de 1993 a 2015.

O segundo eixo de exposição deste artigo é a preocupação quanto à crença generalizada de que os cortes de impostos são um incentivo à recuperação econômica. No processo eleitoral em Porto Alegre, por exemplo, foi renovada tal postulação, tendo sido pautada a redução do imposto sobre propriedade (IPTU) e do imposto sobre serviços (ISS) para incentivar o crescimento local.

Por isso, resolvi verificar o que as estatísticas revelam sobre a redução de impostos aplicados pelos governos Bush e Trump nos EUA e qual foi o comportamento do déficit orçamentário. Não busquei esmiuçar o mérito das alterações tributárias do imposto de renda e outras encaminhadas por Bush em 2001 e 2003, assim como a renovação aceita por Barak Obama em 2010 e as

novas iniciativas a favor das empresas assumidas por Trump, uma vez que se trata de questões tributárias tipicamente americanas.

Estou apenas preocupado com as evoluções do déficit orçamentário e das receitas fiscais, as quais podem ser extraídas das estatísticas do FED. Para quem defende o princípio da responsabilidade fiscal, não aceitando a visão deturpada de Keynes quanto à proliferação do déficit público como regra de política econômica, é bom ver como os governos americanos reagem ao controle de suas contas públicas.

1. Equilíbrio geral e monetarismo

Primeiramente, vamos relembrar o princípio do equilíbrio de mercado. Trata-se do postulado secular de Smith, refinado pelo marginalismo, afirmando que o equilíbrio de mercado é o resultado necessário da ação privada motivada pela lógica racional-utilitarista, e de que uma economia competitiva tende ao pleno emprego. O refinamento desse raciocínio está expresso no equilíbrio geral de Walras ou no parcial de Marshall. Schumpeter considerava que Walras foi o maior dos economistas.

Ao se assumir a proposição walrasiana, concebe-se o mercado com uma dicotomia entre os equilíbrios real e monetário. Em outros termos, há um sistema de mercados de bens em equilíbrio com preços relativos e o mercado monetário cuja moeda cumpre a função de ser apenas meio de troca. Não há possibilidade de crise imanente e a moeda não serve como reserva de valor.

A revolução marginalista incorporou ao método econômico o dedutivismo matemático e o individualismo metodológico como centro do processo do conhecimento. A microeconomia e a macroeconomia são aplicações teóricas dessa lógica e os modelos representam os fatos do mundo dos negócios com postulações “a priori” do comportamento humano. Keynes e Schumpeter conceberam o capitalismo como uma economia monetária e distanciaram-se, em parte, seus sistemas teóricos do pensamento dominante.

Sem sair do edifício teórico neoclássico, Schumpeter revisou essa linha teórica, concebendo uma teoria do capital como um fundo de valor posto à disposição dos empresários. Entendia que, em perfeito equilíbrio walrasiano, a

taxa de juro seria zero e sugeriu que ela somente se torna positiva a partir do surgimento do desenvolvimento econômico. Isso significa dizer que o juro também é encarado como fenômeno monetário, pois, representa a parte do excedente gerado quando surgem as inovações e o lucro empresarial. Possas (1987) fez uma crítica teórica a Schumpeter por suas hipóteses apriorísticas.⁴ Sendo o equilíbrio geral walrasiano uma dedução matemática, sem preocupação com a história, qual é a explicação plausível para a reprodução do capital e o surgimento do juro positivo, do lucro acima do normal e da economia monetária numa sociedade de mercado que ultrapassa o sistema de trocas puras?

Em oposição ao que chamou de economia clássica, Keynes também encaminhou uma ruptura teórica com *mainstream*. Ao contrário de Schumpeter, Keynes construiu um modelo agregativo de curto prazo, no qual questionou a validade da Lei de Say — que nega o equilíbrio abaixo do pleno emprego —, e o princípio da maximização de lucro, qual seja, a relação inversa entre salário real e emprego. Para Keynes, os salários ou preços não se ajustam automaticamente para manter o equilíbrio no mercado de trabalho no curto prazo. As negociações salariais centram-se no salário nominal e não em preços. O princípio da demanda efetiva e a recusa da neutralidade da moeda demonstram a possibilidade de equilíbrio abaixo do pleno emprego. Assim como Schumpeter, Keynes conduziu sua crítica a partir das contradições teóricas do próprio modelo dedutivo, não desconstituindo o pensamento neoclássico, tal como Marx fez em relação a Ricardo ao aperfeiçoar a Teoria do Valor.

Paro por aqui, a ideia principal é apenas instigar o leitor a perceber que a economia avança a partir de novas contribuições que demonstram a fragilidade teórica do equilíbrio geral. Em boa medida, as contribuições econômicas internas ao pensamento neoclássico giram em torno do refinamento de deduções ideais, abandonando a explicação do excedente econômico e o papel da distribuição de renda.

⁴ Conforme Possas (1987, p.180): "A ideia de que o capitalismo, em condições de reprodução econômica sem mudança estrutural de qualquer natureza, não remunera a posse de capital em si mesma enquanto comando sobre meios de produção, força de trabalho e o processo produtivo é decerto tão 'apriorística', como arcabouço teórico, quanto a concepção clássica e marxista que ela implicitamente rejeita, e obviamente não pode disputar veracidade contra essa frente aos "fatos". "

A essa altura, é importante enfatizar que o método dedutivo não é o problema. Por exemplo, o livro clássico “**Uma Teoria da Justiça**”, de John Rawls, buscou construir os princípios sobre os quais se embasa a justiça com equidade. Tais princípios estão assentados em lógica dedutiva e ideal, e retomam os preceitos morais contidos no pensamento clássico nos primórdios da economia⁵.

Em resumo, a Lei de Walras (equilíbrio geral de mercado) é uma construção teórica que serve de oposição às teses de Smith, Ricardo e Marx e, em grande medida, o edifício teórico keynesiano e schumpeteriano questionam os fundamentos derivados dessa abstração dedutiva. Na graduação, aprendem-se os fundamentos da microeconomia tradicional como a única interpretação do comportamento racional dos agentes privados em uma sociedade de mercado. O problema do conhecimento neoclássico é sua repetição como uma verdade bíblica e o fundamentalismo derivado de suas conclusões.

Apresentada a controvérsia acima, parte-se para o primeiro objeto de reflexão deste artigo, cuja regra monetária tem origem na determinação da moeda no sistema de equilíbrio geral. Trata-se da regra advinda da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), que vem sendo questionada pelos fatos empíricos após 2008 e pela experiência heterodoxa dos bancos centrais dos principais países ocidentais. A nova política monetária é chamada de *quantitative easing* e foi implementada a partir da crise financeira internacional de 2008, constituindo-se em um forte contraponto ao edifício teórico construído por Milton Friedman.

Na versão monetarista, se houver equilíbrio real e a variação da quantidade de moeda for igual à taxa esperada da variação da renda nominal, então a taxa efetiva da variação da renda nominal iguala-se a taxa de variação da moeda. Decorre daí as conhecidas afirmações de que a inflação é um fenômeno monetário e que a moeda determina os preços. Em essência, a oferta de moeda é a principal determinante do crescimento nominal da renda.

Portanto, a regra básica para a condução da política monetária consiste em controlar a oferta de moeda, buscando determinar a expansão da renda nominal e dos preços. Em termos dinâmicos:

⁵ Como observa John Rawls, “o primeiro princípio da justiça é cada pessoa deve ter um direito igual ao mais amplo sistema total de liberdades básicas iguais que seja compatível com um sistema semelhante de liberdade para as outras”

$$\frac{1}{Y} \frac{dy}{dt} = \mu \cdot (Y - Y^*) + \frac{1}{M} \frac{dM}{dt}$$

onde:

Y = Renda nominal;

Y* = Renda esperada;

y= Renda real;

M= Oferta de moeda.

Diferente do que rege a tese monetarista, em 1999, o Banco Central do Brasil passou a adotar um regime monetário chamado de metas de inflação, mediante o qual é fixada a taxa de juros básica da economia: a taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia). Busca-se trazer a taxa de inflação para uma meta prevista, não se adotando o controle de agregados monetários como centro da política do Banco Central. Um excesso de liquidez levaria à queda da taxa de juros em relação à meta fixada, e, ao contrário, a falta de liquidez elevaria a taxa de juros. Desse modo, o Banco Central opera no curto prazo para manter a taxa de juros em torno da taxa definida pelo Copom. Em outras palavras, o Banco Central passou a se preocupar com a taxa de juros como instrumento de política monetária que passa a influenciar a determinação do nível de preços.

Além do sistema de metas de inflação, a crise financeira internacional em 2008 levou os principais bancos centrais (*Federal Reserve*, Banco do Japão, Banco Central Europeu) a ampliar a liquidez da economia adotando políticas de expansão do crédito e de aquisições de ativos privados diretamente da carteira das instituições financeiras, praticando taxas de juros baixas, até negativas. Com a conseqüente elevação da base monetária, foram adotadas três alternativas para a esterilização da liquidez adicional: as operações compromissadas (em voga no Brasil), os depósitos remunerados na autoridade monetária (*Federal Reserve*) e a emissão de títulos pelo próprio Banco Central (Ver Ferreira, 2016, p.255). Nos EUA, a crise também reforçou a integração entre as políticas fiscal e monetária executadas pelo Tesouro e pelo Banco Central, o que contrasta com a tese de plena autonomia da autoridade monetária defendida pelo monetarismo.

Por conseqüência dessa ação heterodoxa, houve o crescimento do ativo patrimonial dos principais bancos centrais no mundo mediante a compra

de títulos públicos e hipotecários, assim como a decisão americana de pagar juros sobre as disponibilidades bancárias depositadas no *Federal Reserve*. A partir de março de 2009, já no governo Obama, houve a decisão de compra de ativos privados para evitar a sua desvalorização e impedir o colapso financeiro de grandes agências federais, bancos e empresas privadas.

Do ponto de vista teórico, Pastore (2016, p.442) e Lara Resende (2017, p.133-134), trazem ao debate a Teoria Fiscal do Nível de Preços que interpreta a restrição orçamentária do governo como uma condição de equilíbrio. A igualdade entre o déficit nominal e o valor presente dos resultados primários futuros não é apenas determinado pelo ajuste do resultado primário, mas pelo nível de preços que atua em ambos os lados da igualdade. O papel da inflação seria reduzir o valor real do passivo nominal (dívida pública e moeda), havendo uma nova causalidade para a determinação do nível de preços.

“O nível de preços não é uma função do estoque de moeda, e sim de todo o passivo financeiro do governo, composto de moeda e títulos da dívida, assim como da trajetória esperada da política fiscal e dos déficits do governo” (Lara Resende, 2017, p.134)

Para exemplificar com dados empíricos o comportamento da nova política monetária⁶ comentada acima, nas Tabelas 1 e 2 estão descritos os fatores de expansão e retração das reservas bancárias nos EUA entre 1993 e novembro de 2020. Buscou-se a série estatística do Relatório Anual do FED, na seção dedicada aos fatores determinantes das reservas bancárias.

Nas Tabelas abaixo, estão destacadas as seguintes colunas como fatores de expansão na Tabela 1: compras definitivas de títulos mobiliários (Coluna 1), empréstimos e outros créditos (Coluna 3). Note-se que as operações “*repurchase agreements*” (*repos*) — similares às operações compromissadas no Brasil —, na Coluna 2, perdem relevância a partir de 2008. Um acordo de recompra, ou *repos*, é uma operação de curto prazo para vender títulos de modo a recomprá-los por um preço mais alto. A autoridade monetária utiliza-se dessas operações para enxugar a liquidez da economia, tendo como colateral o título

⁶. Para um maior aprofundamento do tema sugere-se a leitura dos artigos de Lopreato (2018 e 2018a). A análise das Tabelas 1 e 2 buscou como fonte os dados primários do FED e as interpretações do referido autor, ainda que tenha pequenas divergências quanto a algumas passagens em seu trabalho relativas às operações *repo* e *reverse repo*.

público dado em garantia. As “*repos*” ou “*reverse repos*” são típicas operações convencionais de mercado aberto.

Na Tabela 2, os fatores de absorção das reservas bancárias são: a conta do Tesouro (Colunas 14 e 15) e, de forma destacada, os depósitos remunerados no FED (Coluna 20). Frisa-se que, a partir de 2008, o controle das reservas bancárias passou a ser exercido por depósitos remunerados, ao contrário das operações compromissadas, que são usadas no Brasil para o controle da liquidez e pressionam à elevação da dívida bruta e ao encurtamento dos prazos dos títulos públicos.

No período 2009-20, a compra definitiva de títulos públicos e privados passou a responder por 90% da expansão das reservas bancárias (Coluna 1). Os empréstimos a setores e instituições financeiras, que tiveram muita importância no ano de 2008 (US\$ 1,6 trilhão), perderam sua relevância. As reservas bancárias voluntárias no FED passam a ser o fator responsável pelo enxugamento da liquidez da economia (Coluna 20), somado à esterilização de reservas bancárias na conta do Tesouro (Colunas 14 e 15). A quantidade de moeda em circulação, contida até 2008, também se ampliou, demonstrando a ruptura do padrão monetarista (Coluna 10).

A política tradicional de mercado aberto é usada para o controle da base monetária e para a definição da taxa de juros básica é alterada no governo Obama, diminuindo a relevância as operações “*repos*” (Coluna 2) enquanto as operações “*reverse repos*” tornou-se novo instrumento auxiliar para a expansão da base monetária (Coluna 11). Segundo Lopreato (2018a, p.32): “A determinação da taxa de juros passou a depender das reservas voluntárias e o retorno à política tradicional requer discutir o que fazer com o volume de recursos ociosos.” Ao final de novembro de 2020, o saldo das reservas bancárias depositadas no FED alcançou o elevado montante de US\$ 3 trilhões.

Seguindo-se a lógica monetarista após a crise de 2008, o resultado esperado seria a inflação devido à expansão da oferta monetária. Todavia, isso não aconteceu já que os preços continuaram baixos. O índice de preços ao consumidor nos EUA manteve-se, em média, abaixo de 2% ao ano entre os anos de 2009 e 2019.

Tabela 1 – Fatores de expansão das reservas bancárias nos EUA – 1993-2020/11

Milhões de dólares

ANOS	Federal Reserve Bank credit outstanding						GOLD STOCK	Special drawing rights certificate account	Treasury currency outstanding (9)
	Securities held outright (1)	Repurchase agreements (2)	Loans and other credit (3)	Float(4)	Other Federal Reserve (5)	Total (6)			
1993	336,654	13,212	94	909	33,035	383,904	11,053	8,018	22,095
1994	368,156	10,590	223	-716	33,634	411,887	11,051	8,018	22,994
1995	380,831	13,862	135	107	33,303	428,239	11,050	10,168	24,003
1996	393,132	21,583	85	4,296	32,896	451,992	11,048	9,718	24,966
1997	431,420	23,840	2,035	719	31,452	489,466	11,047	9,200	25,543
1998	452,478	30,376	17,000	1,636	36,966	521,475	11,046	9,200	26,270
1999	478,144	140,640	233	-237	35,321	654,100	11,048	6,200	28,013
2000	511,833	43,375	110	901	36,467	592,686	11,046	2,200	31,643
2001	551,685	50,250	34	-23	37,658	639,604	11,045	2,200	33,017
2002	629,416	39,500	40	418	39,083	708,457	11,043	2,200	34,597
2003	666,665	43,750	62	-319	40,847	751,005	11,043	2,200	35,468
2004	717,819	33,000	43	925	42,219	794,007	11,045	2,200	36,434
2005	744,215	46,750	72	885	39,611	831,532	11,043	2,200	36,54
2006	778,915	40,750	67	-333	39,895	859,294	11,041	2,200	38,206
2007	740,611	46,500	72,636	-19	41,799	901,528	11,041	2,200	38,681
2008	495,629	80,000	1,605,848	-1,494	43,553	2,223,537	11,041	2,200	38,674
2009	1,844,838	0	281,095	-2,097	92,811	2,216,647	11,041	5,200	42,691
2010	2,161,094	0	138,311	-1,421	110,255	2,408,240	11,041	5,200	43,542
2011	2,605,124	0	144,098	-631	152,568	2,901,159	11,041	5,200	44,198
2012	2,669,589	0	11,867	-486	218,296	2,899,266	11,041	5,200	44,751
2013	3,756,158	0	2,177	-962	246,947	4,004,320	11,041	5,200	45,493
2014	4,236,873	0	3,351	-555	239,238	4,478,908	11,041	5,200	46,301
2015	4,241,958	0	2,83	-36	221,448	4,466,199	11,041	5,200	47,567
2016	4,221,187	0	7,325	-804	206,551	4,434,259	11,041	5,200	48,536
2017	4,223,528	0	13,914	-920	194,288	4,430,809	11,041	5,200	49,381
2018	3,862,079	0	4,269	-770	173,324	4,038,902	11,041	5,200	49,801
2019	3,739,957	255,619	3,77	-643	156,304	4,155,007	11,041	5,200	50,138
2020/11	6,647,583	1,000	64,769	-146	30,451	7,302,814	11,041	5,200	50,486

FONTE: Federal Reserva Annual Report (2018, p.298-301) e 2019 (356-357)

Tabela 2 – Fatores de retração das reservas bancárias nos EUA – 1993-2019

Milhões de dólares

ANOS	Currency in circulation (10)	Reverse purchase agrément (11)	Treasury cash holdings (12)	Deposits with Federal Reserve Banks, other than reserve balances					Requiring clearing balances	Other FED liabilities and capital	Reserve balances with FED (20)
				Term deposits	Tresasury general account (14)	Tresuary supplementary account (15)	Foreing	Other			
1993	365,271	0	377	n/a	14,809	n/a	386	636	6,332	9,292	27,967
1994	403,843	0	335	n/a	7,161	n/a	250	1,143	4,196	11,959	25,061
1995	424,244	0	270	n/a	5,979	n/a	386	2,113	5,167	12,342	22,960
1996	450,648	0	249	n/a	7,742	n/a	167	1,178	6,601	13,829	17,310
1997	482,327	0	225	n/a	5,444	n/a	457	1,171	6,684	15,500	23,447
1998	517,484	0	85	n/a	6,086	n/a	167	1,869	6,780	16,354	19,164
1999	628,359	0	109	n/a	28,402	n/a	71	1,644	7,481	17,256	16,039
2000	593,694	0	450	n/a	5,149	n/a	216	2,478	6,332	17,962	11,295
2001	643,301	0	425	n/a	6,645	n/a	61	1,356	8,525	17,083	8,469
2002	687,518	21,091	367	n/a	4,420	n/a	136	1,266	10,534	18,977	11,988
2003	724,187	25,652	321	n/a	5,723	n/a	162	995	11,829	19,793	11,054
2004	754,877	30,783	270	n/a	5,912	n/a	80	1,285	9,963	26,378	14,137
2005	794,014	30,505	202	n/a	4,573	n/a	83	2,144	8,651	30,466	10,678
2006	820,176	29,615	252	n/a	4,708	n/a	98	972	6,842	36,231	11,847
2007	828,938	43,985	259	n/a	16,120	n/a	96	1,83	6,614	41,622	13,986
2008	889,898	88,352	259	n/a	106,123	259,325	1,365	21,221	4,387	48,921	855,599
2009	928,249	77,732	239	n/a	186,632	5,001	2,411	35,262	3,020	63,219	973,814
2010	982,750	59,703	177	0	140,773	199,964	3,337	13,631	2,374	99,602	965,712
2011	1,075,820	99,900	128	0	85,737	0	125	64,909	2,480	72,766	1,559,731
2012	1,169,159	107,188	150	0	92,720	0	6,427	27,476	n/a	66,093	1,491,044
2013	1,241,228	315,924	234	0	162,399	0	7,970	26,181	n/a	63,049	2,249,070
2014	1,342,957	509,837	201	0	223,452	0	5,242	20,320	n/a	61,447	2,377,995
2015	1,424,967	712,401	266	0	333,447	0	5,231	31,212	n/a	45,320	1,977,163
2016	1,509,440	725,210	166	0	399,190	0	5,165	53,248	n/a	46,943	1,759,675
2017	1,618,006	563,958	214	0	228,933	0	5,257	77,762	n/a	47,876	1,954,426
2018	1,719,302	304,012	214	0	402,138	0	5,245	73,073	n/a	45,007	1,555,954
2019	1,807,740	336,649	171	0	403,853	0	5,182	74,075	n/a	44,867	1,548,849
2020/11	2,062,131	196,075	53		1,517,215		21,274	257,319			3,083,636

FONTE: Federal Reserve. Annual Report (2018, p.298-301) e 2019 (356-357)

Outra característica relevante da nova política monetária é a manutenção de taxa de juros em patamares bem baixos. Os principais títulos em circulação no mercado americano tiveram suas taxas de juros declinantes após o ano de 2008 (Tabela 3). A tentativa de elevação da taxa de juros por parte do *Federal Reserve* foi revista em função da pandemia da Covid-19 em 2020.

Tabela 3 – Taxas médias dos principais títulos do Tesouro Americano

%

MESES	TREASURY BILLS	TREASURY NOTES	TREASURY BONDS
2001-12	2,40	5,61	8,28
2002-12	1,47	4,56	8,26
2003-12	0,99	3,76	8,15
2004-12	2,05	3,51	8,00
2005-12	3,95	3,81	7,85
2006-12	5,09	4,27	7,60
2007-12	3,92	4,39	7,36
2008-12	1,08	3,80	7,04
2009-12	0,24	2,89	6,40
2010-12	0,19	2,47	5,99
2011-12	0,07	2,23	5,65
2012-12	0,13	1,92	5,28
2013-12	0,08	1,81	5,06
2014-12	0,06	1,81	4,88
2015-12	0,24	1,84	4,62
2016-12	0,50	1,79	4,36
2017-12	1,25	1,85	4,18
2018-12	2,37	2,10	4,06
2019-12	1,76	2,15	3,85
2020-09	0,18	1,86	3,49

FONTE: U.S Department of the Treasury. Fiscal Data.

NOTA: Taxas médias em dezembro do ano respectivo, excetuando-se 2020.

Disponível em: <https://fiscaldata.treasury.gov/>

Por sua vez, a Tabela 4 mostra as taxas de juros básicas praticadas pelos principais bancos centrais, estando declinantes e até negativas como é o caso do Japão.

Tabela 4 – Taxas básicas dos principais bancos centrais

%

PAÍSES	ANO					MESES					
	2015	2016	2017	2018	2019	Mar 2020	ABr 2020	Mai 2020	Jun 2020	Jul 2020	Ago 2020
Austrália	2	1,5	1,5	1,5	0,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Argentina	33,001	24,75	28,75	59,252	55	38	38	38	38	38	38
Brasil	14,25	13,75	7	6,5	4,5	3,75	3,75	3	2,25	2,25	2
Canadá	0,5	0,5	1	1,75	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Chile	3,5	3,5	2,5	2,75	1,75	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
China	4,35	4,35	4,35	4,35	4,15	4,05	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Colômbia	5,75	7,5	4,75	4,25	4,25	3,75	3,75	3,25	2,75	2,5	2,25
Croácia	0,383	0,085	0,1	0,1
República Checa	0,05	0,05	0,5	1,75	2	1	1	0,25	0,25	0,25	0,25
Dinamarca	-0,75	-0,65	-0,65	-0,65	-0,75	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Área do euro	0,05	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RAE de Hong Kong	0,75	1	1,75	2,75	2,49	1,65	1,11	0,62	0,5	0,5	0,5
Hungria	1,35	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,75	0,6	0,6
Islândia	5,75	5	4,25	4,5	3	1,75	1,75	1	1	1	1
Índia	6,75	6,25	6	6,5	5,15	4,4	4,4	4	4	4	...
Indonésia	7,5	4,75	4,25	6	5	4,5	4,5	4,5	4,25	4	4
Israel	0,1	0,1	0,1	0,25	0,25	0,25	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Japão	...	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Coréia	1,5	1,25	1,5	1,75	1,25	0,75	0,75	0,5	0,5	0,5	0,5
Malásia	3,25	3	3	3,25	3	2,5	2,5	2	2	1,75	1,75
México	3,25	5,75	7,25	8,25	7,25	6,5	6	5,5	5	5	4,5
Nova Zelândia	2,5	1,75	1,75	1,75	1	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Macedônia do Norte	3,25	3,75	3,25	2,5	2,25	1,75	1,75	1,5	1,5	1,5	1,5
Noruega	0,75	0,5	0,5	0,75	1,5	0,25	0,25	0	0	0	0
Peru	3,75	4,25	3,25	2,75	2,25	1,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Filipinas	4	3	3	4,75	4	3,25	2,75	2,75	2,25	2,25	2,25
Polônia	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
Romênia	1,75	1,75	1,75	2,5	2,5	2	2	2	1,75	1,75	1,5
Rússia	11	10	7,75	7,75	6,25	6	5,5	5,5	4,5	4,25	4,25
Arábia Saudita	2	2	2	3	2,25	1	1	1	1	1	1
Sérvia	4,5	4	3,5	3	2,25	1,75	1,5	1,5	1,25	1,25	1,25
África do Sul	6,25	7	6,75	6,75	6,5	5,25	4,25	3,75	3,75	3,5	3,5
Suécia	-0,35	-0,5	-0,5	-0,5	-0,25	0	0	0	0	0	0
Suíça	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Tailândia	1,5	1,5	1,5	1,75	1,25	0,75	0,75	0,5	0,5	0,5	0,5
Peru	7,5	8	8	24	12	9,75	8,75	8,25	8,25	8,25	8,25
Reino Unido	0,5	0,25	0,5	0,75	0,75	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Estados Unidos	0,375	0,625	1,375	2,375	1,625	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125

FONTE: Bank for International Settlements (BIS).

Infelizmente, no caso brasileiro, a aplicação da política de flexibilização, apelidada de QE tropical, realizada durante o governo Dilma trouxe o risco da dominância fiscal e a elevação da dívida bruta do Governo Central, tendo sido realizada num contexto de taxas de juros elevadas (Selic acima de 10% ao ano), em virtude do descontrole fiscal efetivado pelo governo.

Há duas linhas de críticas relativas ao QE tropical. A primeira crítica refere-se aos empréstimos subsidiados realizados pelo BNDES. Entre os anos 2009 e 2014, houve emissões diretas de títulos federais pelo Tesouro Nacional sem impacto monetário, objetivando a capitalização de bancos públicos (Caixa Federal e BNDES). Para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), foram transferidos diretamente os títulos emitidos, sem passar pela conta única da União, sendo, posteriormente, os títulos usados pelo banco visando conceder empréstimos subsidiados ao setor privado. Os aportes do TN direcionados às instituições oficiais saltaram de 1,4% do PIB (R\$ 43,0 bilhões) em 2008, para 9,5% (R\$ 567,4 bilhões) em 2015 (Tabela 5).

O interessante nessa “engenharia criativa” é que a Dívida Líquida do Setor Público permaneceu inalterada, já que a elevação da dívida em mercado pela União foi anulada pelo mesmo montante de ativo constituído nos bancos oficiais, os quais são descontados no cálculo da dívida líquida (Loyola, 2016, p.236).

O diferencial dos juros, entre o custo de empréstimo concedido pelo BNDES ao setor privado (Taxa de Juros de Longo Prazo, majoritariamente) e o custo de emissão dos títulos públicos em mercado, transferidos aos BNDES, foi um pesado subsídio creditício ou implícito bancado pelo Tesouro Nacional. Para completar a contabilidade criativa, os balanços patrimoniais desses bancos foram inflados, aumentando os dividendos pagos ao Tesouro Nacional. Esses se constituíram em fonte de recursos orçamentários para o Governo Federal no período em questão.

A segunda crítica refere-se ao uso do Banco Central do Brasil para financiar os déficits primários do Governo Central. Gallo (2016, p.276 e 285-288) diz que a transferência dos resultados positivos do Bacen a partir de 2008, decorrentes de ganhos cambiais sobre as desvalorizações cambiais verificadas naquele período é a versão tropical da QE, isto é, um exemplo de monetizações executadas por outros bancos centrais no mundo.

Ainda segundo o autor, na versão brasileira houve a monetização da dívida mobiliária interna e o encurtamento de seus prazos mediante o crescimento das operações compromissadas. Com os resultados positivos do Bacen transferidos ao Tesouro Nacional, elevou-se a conta única do governo, permitindo que houvesse maior flexibilidade para o uso dos recursos para os

resgates líquidos da dívida em mercado. Isso vinculou à política monetária ao desequilíbrio fiscal do Tesouro Nacional, trazendo o risco de dominância fiscal. No extremo dessa situação, haveria o risco de deságios elevados dos títulos do Tesouro, encurtamento de prazo médio da dívida bruta e encarecimento das captações mais longas.

Na Tabela 5, podem ser observadas os resultados da execução da política econômica do governo Dilma, a qual conduziu a maior recessão da história brasileira (2015-16), levando muitos economistas a temerem a referida situação de dominância fiscal.

Tabela 5 – Conta Única, operações compromissadas, dívida em mercado do TN e crédito aos bancos públicos, 2001-19

ANOS	CONTA ÚNICA	%PIB	COMPROMISSADAS	%PIB	R\$ milhões			
					DÍVIDA MOBILIÁRIA TN	%PIB	CRÉDITO BANCOS PUBLICOS	%PIB
2001	82.206	6,2%	-8.776	-0,7%	477.866	36,3%	4.252	0,3%
2002	88.527	5,9%	77.089	5,2%	532.893	35,8%	11.808	0,8%
2003	120.190	7,0%	65.810	3,8%	679.267	39,5%	13.622	0,8%
2004	158.232	8,1%	58.892	3,0%	768.821	39,3%	17.773	0,9%
2005	208.476	9,6%	37.168	1,7%	951.315	43,8%	16.814	0,8%
2006	226.047	9,4%	77.367	3,2%	1.070.187	44,4%	12.343	0,5%
2007	275.843	10,1%	187.416	6,9%	1.161.948	42,7%	14.150	0,5%
2008	255.217	8,2%	325.155	10,5%	1.183.098	38,0%	43.087	1,4%
2009	406.354	12,2%	454.710	13,6%	1.284.516	38,5%	144.787	4,3%
2010	404.516	10,4%	288.666	7,4%	1.423.948	36,6%	256.602	6,6%
2011	475.622	10,9%	341.878	7,8%	1.583.538	36,2%	319.147	7,3%
2012	620.401	12,9%	523.995	10,9%	1.675.271	34,8%	406.933	8,5%
2013	655.965	12,3%	528.734	9,9%	1.708.783	32,0%	466.925	8,8%
2014	605.921	10,5%	809.063	14,0%	1.781.961	30,8%	545.610	9,4%
2015	881.932	14,7%	913.280	15,2%	2.169.648	36,2%	567.434	9,5%
2016	1.039.822	16,6%	1.047.484	16,7%	2.572.634	41,0%	476.565	7,6%
2017	1.079.726	16,4%	1.064.980	16,2%	3.034.548	46,1%	450.947	6,8%
2018	1.274.915	18,5%	1.128.342	16,4%	3.319.985	48,2%	344.760	5,0%
2019	1.438.757	19,8%	951.508	13,1%	3.678.908	50,7%	222.302	3,1%

FONTE: Banco Central do Brasil. Tabelas especiais, DSLP.

Os cortes de impostos

A segunda motivação deste artigo foi verificar qual é o resultado da aplicação dos cortes de impostos na economia americana, focando o olhar apenas no comportamento do déficit público.

De 1993 a 2019, há um claro predomínio do déficit fiscal nos EUA, excetuando-se os anos de 1998 a 2001 (três anos de Clinton e o primeiro ano de Bush) no qual ocorreram superávits fiscais. Durante a gestão Clinton, houve a redução da participação dos títulos do Tesouro em circulação no mercado, decaindo de 31,1% para 18,3%. A variação do endividamento bruto cresceu em 8 anos “apenas” US\$ 1,6 trilhão, contra US\$ 3,3 trilhões (Bush) e US\$ 9,5 trilhões (Obama).

Com os cortes de impostos efetivados pelo governo Bush em 2001 e 2003, elevou-se o déficit fiscal de 1,4% para 3,1% do Produto Nacional Bruto (GDP), aliado ao aumento dos gastos públicos.⁷ O governo Obama (2009-16) herdou todos os efeitos econômicos decorrentes da crise financeira de 2008, causada pela desregulamentação do mercado financeiro e hipotecário que devastou setores relevantes da economia americana (indústria automobilística, bancos tradicionais, agências federais e famílias) levando à recessão econômica de 2008-09.

O que se viu, ao longo de todo aquele período foi a definição de uma política monetária não convencional e uma política fiscal keynesiana, que levou à redução do déficit fiscal de 9,8% do Produto em 2009 para 3,1% em 2016. Houve a expansão da carga tributária, crescimento econômico continuado de 2010-16 e estabilização dos gastos públicos num patamar de 22% do Produto. Estes são os números disponíveis no *Federal Reserve Bank of St. Louis*, basta interpretar (Tabela 6).

E aqui chegamos ao segundo ponto deste artigo. A gestão Trump, novamente, resgata a política de cortes de impostos como um dos núcleos centrais de sua atuação econômica. Ainda antes da pandemia da Covid-19, nos 3 primeiros anos de sua gestão, as reduções de impostos conduziram à elevação do déficit fiscal, de 3,4% em 2017 para 4,6% em 2019, mantido o gasto público em torno de 22% do Produto. A emissão de títulos do Tesouro cresceu devido ao aumento das necessidades de financiamento do déficit fiscal, chegando à relação dívida/PNB em 106% em 2019. Neste ano, a dívida em poder do público

⁷ Lopreato (2018a, p.19) observa: “A decisão de cortar impostos em 2001 e 2003, contribuiu para a redução da receita federal de 20% em 2000 para 15,6% do GDP em 2004.” Houve recuperação em 2005, estabilizando-se em 17% em 2008.

alcançou 78% do Produto, contra a média de 35% nos anos 2000. Em abril de 2020, a dívida federal saltou para 135,6%.

Ao contrário do que se diz no Brasil, o que se observa é que as reduções de impostos para os ricos e as empresas têm estimulado ao crescimento do déficit fiscal do governo federal americano. Cumpre lembrar que a recuperação econômica americana e das principais economias ocidentais foi possível mediante a implementação de uma política monetária não convencional, fora dos ditames do monetarismo, com taxas de juros baixas durante longo período e com fortes estímulos creditícios. Outro fator relevante foi a cooperação entre o Tesouro americano e o *Federal Reserve* em torno da definição das políticas fiscal e monetária. As escolhas de Joe Biden, novo Presidente dos EUA, para a equipe econômica refletem a mudança do paradigma macroeconômico na Casa Branca. Nas palavras de Paul Krugman (2019):

Mas por que as ideias econômicas de Trump foram incapazes de produzir grande coisa além de um déficit orçamentário trilionário? A resposta é que tanto os cortes de impostos quanto a guerra comercial se baseiam em visões falsas sobre como o mundo funciona. A fé republicana na magia dos cortes de impostos –(...), continua perambulando, devorando os cérebros republicanos.

O histórico na verdade é espantosamente coerente. A alta de impostos de Bill Clinton não causou depressão, os cortes de impostos de George W. Bush não trouxeram um boom, o aumento de impostos de Jerry Brown na Califórnia não foi um “suicídio econômico”, o “experimento” (o termo é dele) de Sam Brownback com o corte de impostos no Kansas foi um fracasso.

Na Tabela 6, são expostos importantes indicadores da economia americana como percentagem do Produto Nacional Bruto (GDP): taxa de crescimento real do Produto Nacional Bruto, receitas fiscais, despesas federais, déficit fiscal, dívida bruta federal e dívida bruta federal em poder do público. Também, indica-se o percentual dos títulos federais em todo mercado americano.

Tabela 6 – Indicadores relevantes da economia americana – 1993-2019

% GDP

ANOS	Real Gross Domestic Product, Percent Change from Preceding Period, Annual, Not Seasonally Adjusted	Federal Receipts as Percent of Gross Domestic Product, Percent of GDP, Annual, Not Seasonally Adjusted	Federal Government/GDP	Federal Surplus or Deficit [-] as Percent of Gross Domestic Product, Percent of GDP, Annual, Not Seasonally Adjusted
1993	2,8	16,8	22,5	-3,7
1994	4,0	17,3	21,7	-2,8
1995	2,7	17,7	21,7	-2,1
1996	3,8	18,0	21,3	-1,3
1997	4,4	18,4	20,5	-0,3
1998	4,5	19,0	19,7	0,8
1999	4,8	19,0	19,1	1,3
2000	4,1	19,8	18,6	2,3
2001	1,0	18,8	19,1	1,2
2002	1,7	16,9	19,6	-1,4
2003	2,9	15,6	20,0	-3,3
2004	3,8	15,4	19,8	-3,4
2005	3,5	16,5	19,9	-2,4
2006	2,9	17,4	20,0	-1,8
2007	1,9	17,8	20,3	-1,1
2008	-0,1	17,2	21,8	-3,1
2009	-2,5	14,6	24,1	-9,8
2010	2,6	14,4	25,1	-8,6
2011	1,6	14,8	24,5	-8,4
2012	2,2	15,1	23,3	-6,6
2013	1,8	16,5	22,5	-4,0
2014	2,5	17,2	22,2	-2,8
2015	2,9	17,8	22,0	-2,4
2016	1,6	17,4	22,0	-3,1
2017	2,4	17,0	21,7	-3,4
2018	2,9	16,2	21,8	-3,8
2019	2,3	16,2	22,2	-4,6

FONTE: Federal Reserve Bank of St.Louis. Fred Economic Data.

Tabela 6a – Indicadores relevantes da economia americana – 1993-2019

% GDP

ANOS	Treasury outstanding/Total	Gross Federal Debt as Percent of Gross Domestic Product, Percent of GDP, Annual, Not Seasonally Adjusted	Gross Federal Debt Held by the Public as Percent of Gross Domestic Product, Percent of GDP, Annual, Not Seasonally Adjusted
1993	31,1	63,4	47,4
1994	30,5	63,7	47,1
1995	30,2	64,4	47,2
1996	29,7	64,2	46,3
1997	27,5	62,6	44,0
1998	24,3	60,4	41,1
1999	21,3	58,2	37,7
2000	18,3	54,9	33,3
2001	16,9	54,5	31,4
2002	16,9	56,7	32,4
2003	17,5	59,0	34,2
2004	17,2	60,2	35,2
2005	16,9	60,6	35,2
2006	15,9	61,2	35,0
2007	15,4	61,9	34,8
2008	18,6	67,9	39,4
2009	22,6	82,2	52,2
2010	26,1	90,2	60,2
2011	28,8	95,0	65,2
2012	31,2	99,1	69,6
2013	32,5	99,6	71,4
2014	33,3	101,5	72,9
2015	34,3	99,4	71,9
2016	35,0	104,2	75,6
2017	35,3	103,4	75,0
2018	36,4	104,1	76,4
2019	37,2	105,8	78,4

FONTE: Federal Reserve Bank of St.Louis. Fred Economic Data.

Alguns economistas brasileiros argumentam que os cortes de impostos são uma alternativa para a retomada do crescimento econômico em qualquer parte do planeta. Para quem se debruçou sobre as contas do município de Porto Alegre, a polêmica em torno do corte do IPTU parece ser uma disputa entre quem será o melhor gestor para elevar o déficit orçamentário do município.

Concluindo, da mesma forma que se critica as gestões Lula-Dilma pela falta de compromisso com o equilíbrio fiscal, deve-se, por coerência, mostrar que os crescentes déficits orçamentários americanos são motivados, em parte, pela crença mágica dos cortes de impostos.

Referências bibliográficas

FEDERAL RESERVE SYSTEM. Board of governors of the Federal Reserve System. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>.

_____. Board of governors of the Federal Reserve System. Annual Report 2018 e 2019. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/publications/2018-ar-statistical-tables.htm>

FERREIRA, Carlos Kawall Leal. (2016). A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central. In: Bacha, Edmar. A crise fiscal e monetária brasileira. Civilização Brasileira. Rio de Janeiro.

GALLO, Ricardo Augusto. (2016). Banco Central e Tesouro: conjecturas sobre as consequências práticas de um relacionamento íntimo. In: Bacha, Edmar. A crise fiscal e monetária brasileira. Civilização Brasileira. Rio de Janeiro.

KRUGMAN, Paul. (2019). Porque as ideias econômicas de Trump fracassaram. Folha de São Paulo. 06/08/2019.

LARA RESENDE, André. (2017). Juros, Moeda e Ortodoxia. Portfolio Penguin. São Paulo.

LATIF, Zeina. (2020). O ESTADO DE SÃO PAULO. (2020). Responsabilidade nas promessas. 19/11/2020.

LOPREATO, Francisco Luiz C. (2018). EUA – Relações entre Tesouro e Banco Central, política monetária e gestão da dívida pública: aspectos institucionais. Texto para Discussão. Unicamp, IE, Campinas, n.º 341, jun.2018.

_____. (2018a). Dívida pública e gestão monetária nos EUA. Texto para Discussão. Unicamp, IE, Campinas, n.º 343, jun.2018.

LOYOLA, Gustavo. (2016). As relações entre a política fiscal e a política monetária no Brasil – diagnóstico e propostas. In: Salto, Almeida. Org. Finanças Públicas: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade. Rio de Janeiro, Editora Record.

PASTORE, Affonso Celso. (2016). Desajuste fiscal e a inflação: uma perspectiva histórica. In: Bacha, Edmar. A crise fiscal e monetária brasileira. Civilização Brasileira. Rio de Janeiro.

POSSAS, Mário Luiz. (1987). A Dinâmica da Economia Capitalista: Uma Abordagem Teórica. São Paulo, Brasiliense. 352p.