

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

**MODELOS DE CONSISTÊNCIA ENTRE FLUXOS E ESTOQUES E APLICAÇÃO
PARA O CASO BRASILEIRO: UMA POSSÍVEL LEITURA CRÍTICA**

Luiz Daniel Willcox de Souza

Tese de Doutorado apresentada
ao Instituto de Economia da
Universidade Estadual de Campinas,
sob a orientação do Prof. Dr. Mariano
Laplane

Campinas, dezembro de 2005

UNIDADE	BC
Nº CHAMADA	TIJUNICAMP
	5089m
V	EX
TOMBO	BC: 70013
PROC.	16.123.06
C	<input type="checkbox"/>
	D <input checked="" type="checkbox"/>
PREÇO	1.00
DATA	3.9.06

BLA 10. 386345

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca
do Instituto de Economia/UNICAMP**

Souza, Luiz Daniel Willcox de.
So89m Modelos de consistencia entre fluxos e estoques e aplicação para o caso brasileiro : uma possivel leitura critica / Luiz Daniel Willcox de Souza. – Campinas, SP : [s.n.], 2005.

Orientador : Mariano Francisco Laplane.
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Ações (Finanças). 2. Fluxo de capitais. 3. Política monetaria. 4. Demanda (Teoria economica). 5. Política economica. 6. Dívida publica. I. Laplane, Mariano Francisco. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

06-036-BIE

Título em Inglês: Stock-flow consistent models and application for the brazilian case: a suggested critical appraisal.

Keywords : Stocks, Capital flows, Monetary policy, Demand (Economic theory), Economic policy, Debts, public.

Área de concentração : Teoria economica.

Titulação : Doutor em Ciencias Economicas

Banca examinadora : Prof. Dr. Marino Francisco Laplane
Prof. Dr. Julio Sergio Gomes de Almeida
Prof. Dr. Jose Carlos de Souza Braga
Prof. Dr. Fabio Neves Peracio de Freitas
Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Data da defesa: 15-12-2005

Programa de Pós-Graduação: Economia

À Andrea

AGRADECIMENTOS

Algumas pessoas foram fundamentais na elaboração e conclusão desta tese a quem gostaria de prestar meus sinceros agradecimentos.

Ao Prof. Mariano Laplane, pela atenção e interesse desde a minha entrada no Instituto de Economia até o inestimável estímulo nesta fase final. Decididamente a elaboração e conclusão desta tese não teria sido possível sem a sua fundamental participação.

Aos professores Luiz Gonzaga Belluzzo, José Carlos de Souza Braga e Julio Sérgio Gomes de Almeida pelos importantes comentários a versões anteriores desta dissertação.

Ao Alberto e à Cida cuja eficiência e boa vontade permitiram que o doutorado transcorresse com grande tranquilidade.

À Vanessa Lopes, companheira de curso e de viagem, pela força durante todo este período.

Ao Bráulio pelo permanente apoio ao longo de todo o curso até a defesa desta dissertação.

Ao Fábio Freitas pela discussão de alguns pontos da dissertação em um momento decisivo para definição de seus rumos.

Ao Cláudio Hamilton, pelas discussões constantes sobre o tema desta tese.

Ao Rômulo, grande amigo, pela permanente discussão, pelo estímulo constante e pela amizade demonstrada em todos os anos de nossa convivência.

Aos meus pais, meus irmãos e sobrinhos e toda a minha família e amigos pelo constante apoio.

Ao Carlinhos, meu irmão e amigo, que foi decisivo para a conclusão da tese em um momento que pensava em desistir. Sua contribuição foi essencial não só para a organização da dissertação e pela discussão crítica dos temas da tese, mas pelo estímulo intelectual permanente.

Por último, à Andrea, pelo amor, carinho, companheirismo e paciência indispensáveis à conclusão da dissertação.

ÍNDICE

Introdução	1
1-Origem dos modelos de consistência entre fluxos e estoques e a Matriz SAM ...	9
1.1- A Necessidade de Consistência entre Fluxos e Estoques.....	10
1.2- O ponto de partida: a crítica ao modelo ISLM	12
1.3- Tobin e a 'reconstrução' da macroeconomia	15
1.4-Arcabouço contábil dos modelos de consistência entre fluxos e estoques .	18
1.5- 'Closures' Teóricos	26
2. A origem das normas e a abordagem New Cambridge.....	33
2.1-Um resumo do argumento kaldoriano.....	33
2.2- O Modelo da Abordagem New Cambridge	36
2.2.1-O modelo para economia fechada	39
2.2.2-O modelo para economia fechada e com governo	45
2.2.3-O modelo para a economia aberta.....	52
2.3-O modelo New Cambridge para economias em crescimento	60
2.3.1-A hipótese do NAFA constante e suas implicações	62
2.3.2- O caso da Inglaterra nos anos setenta	68
2.3.3-A economia americana na década de noventa.	72
3-Avaliação crítica ao modelo do CEPG	79
3.1-Compatibilidade com o princípio da demanda efetiva	80
3.1.1-A versão do princípio da demanda efetiva	80
3.1.2-O modelo de Godley e o princípio da demanda efetiva	82
3.2-As implicações dos estoques sobre os fluxos e a hipótese sobre o NAFA..	84
3.2.1- Os juros da dívida pública e a hipótese sobre o NAFA.....	85
3.2.2-A renda líquida enviada ao exterior e a hipótese sobre o NAFA.....	87
3.3-Investimento, crescimento e a hipótese sobre o NAFA	89
3.4- A ausência de uma teoria do valor e distribuição	93
3.5- Versões recentes, decisões de portfólio e a 'Tobinesque Tradition'	97
3.6-A arbitrariedade da norma fixa entre estoques e fluxos.....	99
3.7-Críticas às conclusões do modelo para o caso dos EUA	99
4-Fluxos e estoques e a política de ajuste da economia brasileira na década de oitenta: a interpretação da UNICAMP	105
4.1- O endividamento forçado de Steindl.....	106
4.1.1-O endividamento forçado na economia fechada e sem governo	106
4.1.2- O papel do setor público e o endividamento forçado	113
4.1.3-As implicações para a economia aberta	115

4.2-A abordagem da UNICAMP e o ajustamento da economia brasileira	117
4.2.1- O Fato Estilizado.....	117
4.2.2-O marco teórico: o modelo de Belluzzo & Almeida (2002).....	121
4.2.3-Comportamento patrimonialista e o baixo investimento.....	123
4.3-As políticas de ajustamento e as origens da macroeconomia dos estoques	128
4.3.1-As origens do problema: endividamento externo nos anos setenta	128
4.3.2- As Duas Etapas do Processo de Estatização da Dívida Externa.....	132
4.3.3- O Ajuste externo de 1979-83 e a Crise Financeira do Setor Público .	134
4.3.4- O ajuste privado e o estrangulamento financeiro do setor público.....	138
5- Avaliação crítica da interpretação da UNICAMP	141
5.1- O saldo comercial e o lucro macroeconômico	142
5.2- Steindl e abordagem das Finanças Funcionais	145
5.2.1-A Teoria das Finanças Funcionais: breve resumo	146
5.2.2-Insolvência do Setor Público: crítica à UNICAMP	153
5.3-O 'financiamento' da compra de divisas pelo governo	154
5.3.1-A abordagem da taxa de juros exógena	155
5.3.2-O mecanismo do refluxo	158
5.3.3-O superávit comercial e pagamento de juros.....	160
5.4-A teoria do investimento da UNICAMP e a abordagem do acelerador.....	162
5.5-O papel da restrição externa	165
6-O acelerador, mutiplicador e a interpretação alternativa.....	167
6.1-O ponto de partida: a crítica à <i>New Cambridge</i> e à UNICAMP.	167
6.2-O Arcabouço Contábil.....	170
6.3-O modelo do surpemultiplicador para uma economia aberta e com governo	172
6.3.1-Demanda efetiva, produto e produto potencial	172
6.3.2-Restrições ao crescimento.....	183
6.3.2.1-O papel da restrição de poupança.....	184
6.3.2.2-A restrição externa e o modelo do supermultiplicador.....	185
6.4-O modelo do supermultiplicador, a política fiscal e os déficits e superávits	189
6.5- A economia brasileira e o supermultiplicador: breves considerações	192
Referências Bilbliográficas	199

RESUMO

A dissertação tem como objetivo avaliar que tipos de constrangimentos a trajetória da dívida pública e o ajuste patrimonial privado impuseram ao crescimento da economia brasileira. Tal preocupação leva ao questionamento sobre a relação entre as variáveis de estoques e o comportamento dos fluxos. O ponto de partida desta discussão é a montagem de um arcabouço contábil que explicita e defina corretamente as relações que se estabelecem entre os fluxos e os estoques. Nesta dissertação, analisam-se criticamente duas possibilidades de leitura deste arcabouço. De um lado temos a abordagem *New Cambridge*, baseada em um modelo que trata de forma consistente os fluxos e estoques, tendo como hipótese central a adoção de uma norma fixa entre os ativos financeiros do setor privado e sua renda disponível. Tal suposição determina todos os resultados do modelo e suas implicações de política econômica. De outro lado temos a interpretação da UNICAMP sobre o ajustamento da economia brasileira aos choques externos dos anos oitenta. Embora a análise da abordagem *New Cambridge* seja feita em um nível de abstração elevado e de forma determinística e a interpretação da UNICAMP seja baseada na análise concreta da economia brasileira, ambas guardam semelhanças. Em primeiro lugar, o comportamento privado no que diz respeito à acumulação de ativos financeiros é fundamental para a explicação do comportamento do nível de produto. Em segundo lugar, as implicações de política econômica também são parecidas, particularmente no que concerne à insustentabilidade da trajetória da dívida pública.

Com base nas críticas às duas abordagens referidas, propõe-se ainda uma alternativa para a análise das restrições ao crescimento da economia brasileira. A abordagem proposta tem como base um modelo consistente do ponto de vista contábil, em que seja válido o princípio da demanda efetiva na versão de longo prazo e onde a restrição externa seja considerada uma restrição estrutural ao crescimento. Além disso, o comportamento privado não será determinado por nenhuma norma entre fluxos e estoques. Por fim, considera-se válida a abordagem da taxa de juros exógena e a teoria das finanças funcionais. Desta maneira, reabilitaremos a política fiscal como um instrumento importante como forma de estimular o crescimento econômico. A única restrição objetiva à política fiscal será a restrição externa imposta ao nível de atividades e sua taxa de crescimento. Uma vez estabelecido o modelo, conclui-se de forma breve como ele pode ser utilizado para interpretar o baixo crescimento da economia e a política econômica das décadas de oitenta e noventa.

Introdução

O objetivo deste trabalho é explicar quais restrições foram impostas à economia brasileira nas décadas de oitenta e noventa através de um modelo macroeconômico para uma economia aberta e com governo. Este modelo deve ser compatível com a validade do princípio da demanda efetiva a longo prazo, e tratar explicitamente as relações entre as variáveis de fluxo e as de estoque.

Avaliaremos, com base no instrumental teórico desenvolvido inicialmente, se o comportamento dos estoques, especialmente a evolução do endividamento público, implica em algum constrangimento ao crescimento econômico.

A idéia de estudar as implicações teóricas do comportamento das variáveis de estoques e suas conseqüências para o crescimento da economia brasileira reflete uma preocupação recorrente na interpretação da UNICAMP sobre o ajustamento da economia brasileira nas últimas décadas.

O problema apontado em tal literatura tem como origem o processo de ajustamento da economia brasileira (transportado para a década de noventa) que gerou transferências patrimoniais do setor público ao setor privado. Este fez o seu ajuste patrimonial acumulando ativos financeiros enquanto o setor público ampliou seu endividamento interno levando a aumentos do estoque de dívida pública.

Portanto, na década de oitenta, temos um setor privado que acumulou ativos financeiros ampliando sua posição de credor frente a um Estado endividado e estrangulado financeiramente. Uma das contrapartidas deste processo de ajustamento patrimonial ocorrido na economia brasileira teria sido o baixo crescimento econômico apresentado na década de oitenta.

Na década de noventa, conforme descrito por Tavares (1998) processo semelhante ocorreu. O argumento é que a elevação das taxas de juros para estimular a entrada de capitais e aumentar as reservas gerou um aumento significativo da dívida pública.

Dentro da interpretação da UNICAMP, tanto na década de oitenta como na de noventa, um fator fundamental a ser destacado como origem do baixo crescimento na economia brasileira foi a acumulação de passivos do setor público

junto ao setor privado como resultado da situação do balanço de pagamentos. O argumento é semelhante mesmo considerando que os mecanismos de transmissão do balanço de pagamentos para a dívida pública nas duas décadas tenham sido diferentes¹.

Sendo assim, como esta interpretação está fortemente baseada no comportamento e implicações das variáveis de estoques, consideramos ser necessário melhor avaliá-la a partir de um arcabouço contábil que mostre e trate consistentemente as variáveis de fluxo e de estoque. Isto significa que, inicialmente, é preciso explicitar e definir corretamente as relações contábeis que se estabelecem entre as variáveis de fluxo e estoques.

A princípio definem-se relações meramente contábeis entre as variáveis de gasto e a forma como são financiadas, válidas necessariamente *ex-post* e que por si só já definem os limites da análise teórica. Ademais, ao estabelecer hipóteses teóricas e comportamentais que explicitem relações de causalidade e os mecanismos de transmissão, é possível utilizar este esquema para representar as eventuais influências dos estoques sobre os fluxos e as implicações de política econômica.

Dentro desta perspectiva é fundamental o estudo detalhado da abordagem *New Cambridge* proposta por Godley e seus associados que pode ser extremamente útil para compreensão das relações de causalidade implícitas na interpretação da UNICAMP.

Estes modelos nos interessam, em primeiro lugar, porque tratam de forma explícita e consistente (em termos contábeis) as variáveis de fluxo e de estoques. Em segundo lugar, porque são modelos kaldorianos/keynesianos nos quais o princípio da demanda efetiva bem como a hipótese de que a taxa de juros é fixada pelo Banco Central são utilizados.

Entretanto, todos os resultados deste modelo são condicionados por uma hipótese comportamental estabelecida para o setor privado como um todo, especificamente a hipótese sobre a relação entre gasto privado e sua renda

¹ Na década de oitenta há uma escassez absoluta de divisas ao passo que nos noventa o cenário é diametralmente oposto, dada a retomada dos fluxos de capitais voluntários.

disponível. Esta relação implicará que, as variáveis de fluxo se ajustarão à necessidade de equilíbrio dos estoques.

Portanto, o modelo *New Cambridge*, é um modelo de origem keynesiana/kaldoriana, que toma como ponto de partida a idéia de que é preciso, em primeiro lugar, montar um arcabouço contábil que mostre de forma explícita e consistente o comportamento das variáveis de fluxos e suas contrapartidas em termos de estoques. Além disso, este modelo se baseia na noção de equilíbrio de estoques como determinante dos fluxos de renda, e notadamente, assume uma razão fixa entre variáveis de estoques e fluxos.

No entanto, os resultados de política econômica também são inteiramente condicionados pela hipótese teórica sobre os gastos privados e sua relação com a renda disponível. Nos interessa em particular os casos aplicados da Inglaterra para a década de setenta e para os EUA na década de noventa. As análises para Inglaterra (década de setenta) e EUA (década de noventa) apontam a restrição externa como principal restrição no primeiro caso e uma “trajetória insustentável” para a economia americana por conta de um excessivo endividamento privado e dos riscos de crescimento de sua dívida pública.

A abordagem da UNICAMP, também de origem keynesiana/kaleckiana não parte de um arcabouço contábil explícito que relacione os fluxos e os estoques de forma consistente, mas utiliza para a sua interpretação do ajustamento da economia nas últimas duas décadas, ainda que de forma não determinística, a hipótese de que a acumulação de ativos pelo setor privado influencia diretamente a evolução dos fluxos. Particularmente, no que tange às restrições ao crescimento da economia brasileira, apontam um suposto “ajuste patrimonial” e excessivo endividamento público como suas causas.

As abordagens *New Cambridge* e da UNICAMP são de origem keynesiana supostamente baseadas em alguma versão do princípio da demanda efetiva. Ambas se sustentam, do ponto de vista teórico, em um conceito de equilíbrio de estoques, sobre a noção de que o comportamento das variáveis de estoques define a evolução dos fluxos, notadamente dos gastos e da produção. Por fim, ambas as abordagens levam a conclusões semelhantes no que concerne às

implicações de política econômica, especialmente no que diz respeito ao papel da política fiscal e as consequências do endividamento do setor público.

Desta maneira, avaliaremos em que medida estas abordagens atendem aos nossos objetivos averiguar, as restrições ao crescimento da economia brasileira nas décadas de oitenta e noventa com base em um modelo baseado no princípio da demanda efetiva que trate consistentemente os fluxos e os estoques.

Para cumprir tal objetivo, esta dissertação está dividida em seis capítulos além desta introdução. No capítulo dois apontamos para a necessidade de tratamento consistente entre as variáveis de fluxos e estoques discutindo a origem e o contexto em que se constrói. Além disso, montaremos e discutiremos o significado de um arcabouço contábil que mostre as relações entre as variáveis de fluxo e estoque, denominado Matriz de Contabilidade Social.

No terceiro capítulo apresentamos e discutiremos as implicações teóricas e de política econômica do modelo *New Cambridge* ligado ao grupo de economistas formavam o CEPG- *Cambridge Economic Policy Group* bem como sua evolução histórica desde a década de setenta até as versões mais recentes. O modelo que apresentaremos é inteiramente baseado em Godley & Cripps (1983) e Godley (1984a). Especial ênfase será dada a um aspecto relevante e peculiar desta abordagem, a imposição de normas entre as variáveis de fluxo e estoque que governam todo o comportamento do sistema e definem as implicações de política econômica.

No quarto capítulo avaliaremos criticamente o modelo do CEPG tendo como marco teórico os seguintes pontos: compatibilidade entre o modelo do CEPG (em suas diversas versões e níveis de abstração) e o princípio da demanda efetiva na versão de Serrano (1995,1996); as consequências teórico/empíricas necessárias para a manutenção da hipótese do NAFA constante como proporção do PIB nos casos em que haja transações com ativos financeiros entre o setor privado e o setor público e externo e os respectivos pagamentos/recebimentos de rendas; as hipóteses sobre a função investimento compatíveis com a suposição acerca do comportamento do NAFA descrito anteriormente; a ausência de uma teoria do valor e distribuição como base de tal modelo tendo como base a crítica

de Blinder (1978), Malinvaud (1984) e Pasinetti (1984); a crítica de Solow (1984) acerca da arbitrariedade da hipótese de norma fixa; as mudanças nas características e objetivos do modelo: a incorporação das decisões de portfólio e a 'tobinesque tradition'; e a crítica de Serrano (2004) às proposições de política econômica para a economia americana na segunda metade da década de noventa em que serão destacados dois pontos a insustentabilidade de seus déficits públicos e em conta corrente.

No quinto capítulo teremos como objetivo fazer uma revisão da interpretação teórica dos economistas da UNICAMP sobre o processo de ajustamento da economia brasileira na década de oitenta e suas conseqüências. Esta interpretação guarda algumas semelhanças com a do CEPG, particularmente no que diz respeito à suposta insustentabilidade do crescimento da dívida pública. Além disso, ainda que de forma não tão explícita, se baseia na noção de que existe um equilíbrio de estoques que determina a evolução dos fluxos.

Para tal, tomaremos, como marco teórico para a interpretação dos economistas da UNICAMP sobre os anos oitenta, o trabalho de Belluzzo & Almeida (2002). O que nos remeterá à análise do processo de endividamento forçado de Steindl que é um ponto referido explicitamente por estes autores em sua discussão. Neste sentido, veremos como que, seguindo o princípio da demanda efetiva kaleckiano e o argumento de Steindl, o lucro macroeconômico pode ser mantido em um cenário em que se combinam redução do investimento privado e superávit primário nas contas públicas.

No capítulo seis avaliaremos criticamente o argumento apresentado no capítulo cinco. Em primeiro lugar, será discutida a consistência lógica da interpretação de Belluzzo & Almeida (2002). Nesta análise, veremos que a manutenção do lucro privado supondo a validade do princípio da demanda efetiva kaleckiano e o argumento de Steindl, não pode ser cumprido única e exclusivamente pela estatização da dívida externa como apontado em Belluzzo & Almeida (2002). Além disso, analisaremos criticamente os pontos abaixo listados: com base na abordagem das finanças funcionais, avaliaremos a idéia de que o governo necessitava dos recursos externos para se financiar; com base na teoria

da taxa de juros exógena e no mecanismo do refluxo para economias abertas, discutiremos a dicotomia superávit comercial privado/pagamento de divisas público e as conseqüências deste processo apontadas pela UNICAMP; com base em Serrano (2001b) avaliaremos a visão da UNICAMP acerca dos determinantes do investimento e da acumulação de capital; e por fim, discutiremos de forma breve qual o papel que a escassez de financiamento externo e a restrição de divisas cumpre na interpretação dos economistas da UNICAMP.

Como as duas abordagens, da UNICAMP e do CEPG, se mostram insuficientes em diversos aspectos, no capítulo sete será construído um modelo que permita e fundamente de acordo com nossa avaliação, de forma mais adequada, a análise do ajuste da economia brasileira nos anos oitenta e noventa. Este modelo, baseado no supermultiplicador sraffiano para economia aberta e com governo de Serrano & Willcox (2000) e ao contrário dos demais analisados, não se baseia na noção de que estoques governam o sistema, e não sofre das inconsistências listadas nos capítulos quatro e seis.

Neste modelo, alguns aspectos teóricos terão papel central. Primeiro, para discutir crescimento econômico devemos analisar de forma explícita os determinantes do investimento agregado da economia. Por este motivo o modelo deve ter como base a validade do princípio keynesiano-kaleckiano da demanda efetiva de longo prazo, isto é, devemos levar em conta não só os efeitos das despesas em investimento como componente do gasto agregado, mas também, e principalmente, seus efeitos sobre a capacidade produtiva da economia.

O princípio da demanda efetiva em sua versão de curto prazo nos diz que é a demanda efetiva que determina o quanto dos recursos potenciais serão efetivamente utilizados. Usualmente considera-se um componente da demanda que é endógeno, isto é, varia na proporção dos custos salariais incorridos pelos capitalistas, e um componente exógeno que é financiado de forma independente das decisões de produzir.

Entretanto no longo prazo a capacidade produtiva da economia também tende a se ajustar ao nível de produto e da demanda efetiva. O que garante que a capacidade se ajustará à demanda é que o investimento será uma função da

evolução dos componentes autônomos da demanda agregada através do mecanismo do acelerador. Desta forma, a taxa de crescimento da economia será determinada pela taxa de crescimento dos gastos autônomos.

Neste modelo os componentes dos gastos autônomos seriam o consumo autônomo, os gastos públicos e as exportações, e a taxa de crescimento dos gastos autônomos seria uma média ponderada das taxas de crescimento de cada um destes gastos, ponderado pelas suas participações nos gastos totais.

Por fim será possível também representar aquela que é a principal restrição estrutural ao crescimento econômico da economia brasileira: a restrição imposta pelo balanço de pagamentos. A restrição externa se manifestará como uma restrição ao crescimento dos gastos autônomos: as importações se elevam com a elevação do nível de atividades, isto gera uma piora no balanço de pagamentos, e para manter o equilíbrio nas contas externas é necessário que a demanda se reduza.

Assim, devido à necessidade de ajuste no balanço de pagamentos, a taxa de crescimento dos gastos autônomos não pode se elevar. Do nosso ponto de vista existe um nível de atividades que equilibra o balanço de pagamentos que será uma restrição ao nível de atividades que a economia pode alcançar. Por este motivo o balanço de pagamentos se constituirá em uma restrição à taxa de crescimento dos gastos autônomos e logo da taxa de crescimento da economia no longo prazo.

O importante deste modelo é que como não há nenhuma hipótese que defina comportamento para o superávit privado, a evolução dos superávits/déficits e dos estoques dos vários setores é uma consequência ou um resíduo da evolução do crescimento da demanda efetiva.

Neste modelo, como por hipótese a taxa de juros é fixada pela Autoridade Monetária, as modificações nos estoques privados de moeda e dívida pública refletirão um ajuste de portfólio do setor privado.

Além disso, como nos basearemos na Teoria das Finanças Funcionais, o crescimento da dívida pública (seja em termos absolutos como em proporção do PIB) não causa nenhum constrangimento ao crescimento econômico. A escolha

de portfólio do setor privado passará a ser importante caso sejam alocados recursos em ativos denominados em moeda estrangeira. Tal fato, para uma economia sujeita à escassez de divisas, poderá gerar restrições a seu crescimento segundo o modelo que desenvolveremos.

Neste sentido, a evolução do saldo em conta corrente também se torna relevante na medida em que pode gerar um crescimento no passivo externo do país. Este gera envio de rendas ao exterior, agravando o eventual déficit em conta corrente. Para um país sob restrição externa tal fato contribui para uma redução ainda maior do crescimento.

Finalmente, neste capítulo discutimos brevemente como este modelo pode ser utilizado para compreender o baixo crescimento da economia brasileira nas décadas de oitenta e noventa.

1-Origem dos modelos de consistência entre fluxos e estoques e a Matriz SAM

É prática freqüente na literatura econômica, seja no debate teórico, seja nas discussões mais aplicadas e principalmente na análise de política econômica, fazer referência a temas como endividamento público, endividamento externo, formas de financiamento do investimento, intermediação financeira, fragilidade financeira, ataques especulativos. Isso só para citar alguns temas que são objeto de tal debate teórico e mesmo mais aplicado.

Invariavelmente todos estes temas que mencionamos se referem, em termos analíticos, a comportamentos específicos de determinadas variáveis econômicas de estoques e suas relações com certas variáveis de fluxos. Entretanto, a maioria destas análises não tem como base nenhum instrumental analítico que relacione de forma consistente, do ponto de vista contábil, as variáveis de fluxos e suas contrapartidas em termos de estoques.

Segundo, Tobin & Brainard (1968), as interdependências entre fluxos e estoques são:

“easy to acknowledge in principle but difficult to honor in practice, either in theoretical analysis or in empirical investigation. All of us seek and use simplifications to overcome the frustrating sterility of the cliché that everything depends on everything else. But we all know that we do so at some peril” (Tobin & Brainard, pp. 99, 1968).

NO caso específico deste trabalho estamos interessados em algumas variáveis que resultam nos fatos estilizados definidos pela interpretação da UNICAMP que serão discutidos nos capítulos quatro e cinco deste trabalho como vital para o estudo da economia brasileira.

O problema apontado é que tanto na década de oitenta quanto na década de noventa o processo de ajuste da economia brasileira à situação do balanço de

pagamentos gerou transferências patrimoniais do setor público ao setor privado. Isto implicou que em ambos os casos o setor privado fez o seu ajuste patrimonial acumulando ativos financeiros enquanto o setor público ampliou seu endividamento interno levando a aumentos do estoque de dívida pública.

Sendo assim, o objetivo deste capítulo é mostrar que para discutir fenômenos que envolvam um certo conjunto de variáveis de fluxo e de estoques, é condição *sine qua non* utilizar um arcabouço que leve em consideração a consistência contábil entre fluxos e estoques.

1.1- A Necessidade de Consistência entre Fluxos e Estoques

As interdependências contábeis entre fluxos e estoques são 'fatos da vida'. Ao início de cada ano (considerando ano o período contábil) famílias, empresas, instituições financeiras, setor público acumulam certa quantidade de ativos financeiros e ativos reais do país e do resto do mundo e se endividam entre si e com o resto do mundo. Este acúmulo de ativos e de dívidas é o resultado cumulativo dos investimentos, poupanças, déficits públicos e déficits em conta corrente passados, decisões passadas de *portfólio* e das perdas e ganhos de capital².

Estas quantidades estarão se modificando ao longo do período, uma vez que as famílias estarão decidindo o quanto acrescentar a sua riqueza e em que forma, as firmas estarão decidindo o quanto de capital acumular e como financiarão seus investimentos, o setor público estará incorrendo em déficits/superávits e financiando estes déficits/reduzindo suas dívidas, ao passo que o saldo em conta corrente no balanço de pagamentos terá como contrapartida emissão ou demanda de ativos contra o resto do mundo.

Ao mesmo tempo, os vários setores podem modificar a composição das suas carteiras de ativos ou a composição de suas dívidas. Segue-se que, ao final de um período de tempo, cada um dos setores terá uma nova posição de ativos e passivos, que poderão ser ajustados novamente, ou não, no próximo período.

² Ver Tobin et alli (1980) e Tobin (1980).

Entretanto, caso as composições dos ativos e das dívidas não seja aquela desejada, a modificação só poderá acontecer no período seguinte.

Este processo de ajuste poderá ser influenciado ou influenciar (dependendo das hipóteses teóricas e das relações comportamentais que descrevem a economia) o nível de atividades, o consumo, o investimento, o déficit público e o saldo em conta corrente.

Uma consequência importante é que as várias formas de política implementadas pelo governo afetarão diretamente os fluxos e os estoques da economia. Segundo Tobin et alli (1980):

“Budget policies determine government purchases of goods and services, transfer payments and taxes. In addition to their direct effects on commodity markets, these policies help to determine the government deficit and new supplies of liabilities. Financial and monetary policies determine how the deficits is financed, in particular what combination of monetary issue and non-monetary debt. In addition, the government may refinance its existing debt, and in particular the central bank may change the monetary issue by open-market operations in outstanding government securities.” (Tobin et alli, pp. 260, 1980).

De maneira bastante apropriada, Patterson & Stephenson (1988) colocam que a análise macroeconômica que leva em conta explicitamente as interdependências entre os fluxos e os estoques, não é nova. Entretanto, afirmam (erradamente) que não foi desenvolvido de forma sistemática nenhum modelo teórico, apenas aplicações empíricas que faziam uso da base conceitual das contas nacionais e das matrizes de fluxo de fundos.

O equívoco decorre da não observação de que esta forma de construção de modelos pode ser encontrada já em Tobin & Brainard (1968) e Tobin *et alli* (1980) e mais recentemente em modelos teóricos de Tobin (1980, 1982) entre outros.

Só para termos uma idéia, Tobin *et alli* (1980), por exemplo, discutem questões relativas aos efeitos da política fiscal a partir de um modelo

econométrico cuja principal característica é tratar de forma consistente as relações existentes entre os fluxos e os estoques: “consistent tracking of asset stocks is necessary to answer questions about long-run impacts of short-run cyclical fluctuations and stabilization policies on capital accumulation”. (Tobin et alli, pp. 261, 1980).

Na realidade, Tobin e seus associados propuseram a metodologia para a construção de modelos baseada na consistência entre fluxos e estoques, proposta esta que foi elaborada paralelamente por Godley e seus colaboradores em Godley & Cripps (1976,1983), Godley (1984a), Godley (1984b), Godley, Anadyke-Danes & Coutts (1987), Godley & Lavoie (2000) entre outros³. Godley, assim como Tobin⁴, advoga a necessidade de um modelo macroeconômico coerente que trate em conjunto a dimensão de fluxo da macroeconomia, como já foi tratada nos modelos keynesianos, e a dimensão de estoques⁵.

1.2- O ponto de partida: a crítica ao modelo ISLM

A dimensão das variáveis de estoque foi tratada de forma insatisfatória pela literatura, como é o caso do modelo ISLM⁶ e no próprio trabalho de Keynes, para citar apenas as duas principais abordagens da literatura keynesiana. Como Solow (1984) afirma: “Perhaps the largest theoretical gap in the model of General Theory was its relative neglect of stock concepts, stock equilibrium and stock-flow relations.” (Solow, pp. 164, 1984).

O ponto de partida natural desta reconstrução da macroeconomia é a crítica ao modelo ISLM. Em primeiro lugar, porque o modelo ISLM é o modelo macroeconômico mais difundido entre *policy-makers* e ensinado como instrumental básico nos cursos de macroeconomia em nível de graduação. Em segundo lugar, porque foi desta discussão que se passou a dar a devida

³ Em Lavoie (2001) na introdução ao trabalho faz estas conexões.

⁴Lavoie (2001) coloca que a despeito do mesmo método utilizado pelos autores, há claras diferenças teóricas entre eles. Enquanto Godley segue a tradição kaldoriana, Tobin apesar de ser um típico keynesiano, para as questões de longo prazo, com os preços flexíveis, chega aos resultados tradicionais da teoria neoclássica. Por enquanto, esta discussão não será importante, voltaremos a ela mais adiante.

⁵A conexão entre os trabalhos de Godley e Tobin fica clara em Godley (1984b) e Godley (1990) e Godley et alli (1987).

⁶Ver Tobin (1982) e Godley (1984b) entre outros.

importância à necessidade de tratamento de forma integrada e explícita entre os fluxos e os estoques^{7,8}.

Um dos objetivos de Godley *et alli* (1987), é fazer uma crítica ao modelo ISLM e fornecer um instrumental alternativo para evitar os problemas identificados neste último. Para Godley (e também Tobin) o problema maior do modelo ISLM era tomar os estoques como dados sabendo-se que as variáveis de fluxo como poupança, investimento, déficit público e déficit em transações correntes, fazem necessariamente os estoques de ativos se alterarem⁹.

Mais do que isso, as variáveis de estoque são completamente desarticuladas em termos contábeis, no sentido de que, elas não possuem qualquer contrapartida em nenhuma outra parte do sistema¹⁰.

Há ainda um outro problema com o modelo ISLM mostrado em Godley (1984b), Godley *et alli* (1987) e também em Tobin (1980, 1982). A solução do

⁷A rigor esta preocupação é um pouco anterior. Particularmente relevantes são os trabalhos de Morris Copeland sobre a construção de uma matriz de fluxo de fundos para os EUA em 1944. Desde então, tem-se claro, a necessidade de integrar pelo menos a contabilidade dos fluxos com a contabilidade dos estoques. Estes desenvolvimentos foram importantes do ponto de vista empírico no que diz respeito à geração de estatísticas, entretanto não se avançou em nenhum instrumental sistemático para a análise dos estoques e suas relações com os fluxos. Bain (1973) chega a afirmar que não surgiu pelo lado da análise dos estoques nada equivalente ao modelo keynesiano que explicava o lado dos fluxos. O autor, neste mesmo trabalho, aponta para a necessidade do desenvolvimento de teorias que expliquem o comportamento dos vários setores institucionais da economia (famílias, firmas, bancos, governo, setor externo etc). O que este *survey* de Bain (1973), sobre o surgimento e desenvolvimento das matrizes de fluxo de fundos, assim como os demais *surveys* do tema (como Roe (1972) e Cohen (1972)), nos mostram é que os trabalhos posteriores tanto dos autores da síntese como de Tobin como Godley e colaboradores de Cambridge trazem novamente à tona elementos que já tinham aparecido nos anos 50/60 de maneira tópica e esparsa agora apresentados de forma consistente e com relações teóricas de causalidade. Os modelos construídos a partir da matriz de fluxo de fundos tinham objetivos, única e exclusivamente, empíricos como estimar o comportamento dos estoques e fazer previsão de comportamento de variáveis como a taxa de juros. O que estas resenhas nos mostram é que as matrizes de fluxo de fundos fornecem apenas uma base contábil para os desenvolvimentos teóricos posteriores. A reclamação mais contumaz destas resenhas é ausência, na literatura sobre matrizes de fluxo de fundos, da elaboração de algum princípio teórico que fosse capaz de organizar a leitura das matrizes. Para detalhes desta literatura ver também Araújo (1998).

⁸Mas note bem que este defeito não é privilégio do modelo ISLM, vários autores heterodoxos, pós-keynesianos também não tratam de forma explícita, integrada e coerente os fluxos e os estoques. Para citar alguns exemplos poderíamos mencionar Minsky (1982,1986), Steindl (1982, 1989) e Kaldor (1986). Godley (1999) menciona, analisando o debate pós-keynesiano sobre endogeneidade da moeda, que muitos dos textos pós-keynesianos “rely solely on a narrative method which puts a strain on the reader’s imagination and makes disagreements difficult to resolve”(Godley, pp. 394, 1999). Portanto, esta crítica poderia ser também estendida para outros modelos procedentes de outra tradição teórica. O que será defendido aqui é que os argumentos teóricos seriam mais bem representados num esquema que trate de forma consistente os fluxos e os estoques.

⁹Especificamente no caso do modelo ISLM, alterações no estoque de moeda geram mudanças na taxa de juros, no investimento, na demanda agregada e na produção.

¹⁰Godley e seus associados apontam outros problemas com o modelo ISLM tais como: o sistema contábil é incompleto; só há uma identidade que mostra que a renda é igual aos gastos; há uma taxa de juros, mas não se inclui explicitamente o pagamento de juros em nenhuma outra identidade; há poupança, mas não se explicita a riqueza privada; há investimento, mas não se inclui de forma clara o estoque de capital.

modelo ISLM não seria um equilíbrio de longo prazo, no sentido de que o sistema tenderia para ele. Como mencionado, com um valor para poupança, investimento e déficit público positivo (só para tomar por simplificação uma economia fechada), o estoque de riqueza da economia estará se alterando. Pela lógica do ISLM, se o estoque nominal de moeda é exógeno e constante e a riqueza se altera, o montante de títulos está crescendo, a taxa de juros subirá, o investimento cairá e segue-se o *crowding-out* do investimento privado.

Nas versões iniciais do modelo ISLM¹¹, conforme mostrado por Godley (1984b), as variáveis de estoques não apareciam como argumentos das funções dos fluxos. Porém, em um trabalho posterior da década de sessenta Modigliani (1963) apresenta as funções consumo, investimento e demanda por moeda tendo estoques como argumentos. Por este motivo, o equilíbrio no modelo ISLM não é consistente quando levados em consideração os estoques, e ainda se de fato existisse este equilíbrio, não se discute como até ele se chega¹². As próprias mudanças nos estoques afetam novamente os fluxos, porque as variáveis de estoques aparecem como argumentos das funções que definem os comportamentos das variáveis de fluxos.

Segundo Godley (1984b) a partir da década de sessenta passou a ser amplamente aceito que o estoque de riqueza deveria aparecer como argumento das funções consumo e demanda por moeda, e o estoque de capital como argumento da função investimento¹³.

Além disso, especificamente na construção da curva LM dos livros-texto, os detentores de riqueza possuem uma ‘restrição’ de riqueza cuja origem são as poupanças passadas, e escolhem os estoques de moeda e outros títulos desejados aos preços de mercado. Os estoques de ativos são pré-determinados ‘pela história’ a não ser por modificações efetuadas pela autoridade monetária em suas operações de mercado aberto. Embora as famílias poupem e decidam os

¹¹ Hicks (1937) e Modigliani (1944) são os textos clássicos onde este modelo é sistematizado.

¹² Como mencionado acima, as variáveis de fluxos geram aumentos ou diminuições nos estoques. Por este motivo, a solução para o modelo ISLM tal qual é apresentada nos livros-texto, não pode ser considerada uma situação na qual as variáveis endógenas permanecem estacionárias.

¹³ Godley (1984b) afirma que este último aspecto é um pouco mais controverso. Para uma discussão da crítica da evolução da teoria neoclássica do investimento ver Petri (1997).

acréscimos que terão na sua riqueza não se discute sob que forma esta nova riqueza estará sendo acumulada. A única decisão contemplada é de alocação do estoque de riqueza já existente e não da nova riqueza que está sendo criada¹⁴. Dadas as relações teóricas estabelecidas no modelo ISLM, ignorá-las pode gerar soluções ambíguas.

Todas estas objeções são comuns tanto aos trabalhos de Godley como de Tobin (1980, 1982)¹⁵, com a diferença de que Tobin continua considerando o ISLM um instrumento útil para entender o funcionamento da economia e os impactos da política econômica, por isso propõe uma reformulação do modelo ISLM de maneira que “The major conclusions of Keynes-Hicks apparatus remain intact” (Tobin, pp. 172, 1982).

Por outro lado, Godley considera que o modelo ISLM é inútil porque o ponto de equilíbrio não é o ponto de repouso do sistema e, fazendo referência à interpretação de Tobin (1980, 1982) acerca do significado do equilíbrio no ISLM, coloca que o ponto de equilíbrio ‘it’s a journey to some unknown place’ (Godley, pp. 7, 1984b). Bastaria tratar a relação entre os fluxos e os estoques de forma explícita e precisa com as mesmas hipóteses convencionais sobre as funções comportamentais (consumo, investimento e demanda por moeda), que os resultados obtidos seriam radicalmente diferentes¹⁶.

1.3- Tobin e a ‘reconstrução’ da macroeconomia

Tobin em sua *Nobel Lecture* de 1982 procura reformular o modelo ISLM consertando os problemas apontados acima, o que de acordo com Godley (1984b) significa:

¹⁴Tobin (1980) admite que incorreu no mesmo erro do modelo ISLM no seu texto de 1969. Neste último, considerou apenas os vários ativos e analisou o equilíbrio de estoques existentes, não discutindo e solucionando o problema acima. Problema este que não é incorrido por Tobin & Brainard (1968).

¹⁵ Note que nenhum deles menciona a crítica fundamental ao modelo ISLM feita por Garegnani (1983). A partir deste trabalho, Garegnani e seguidores questionam a relação inversa entre investimento e taxa de juros, a partir da crítica do capital, concluindo ser impossível estabelecer uma relação inversa entre preço e demanda pelo fator. Como a curva de demanda por investimento reflete a relação entre demanda por novos bens de capital e a taxa de juros, também não seria possível estabelecer esta relação inversa. É compreensível que Tobin não tenha feito esta crítica em função do seu ‘mainstream pedigree’, como diria Lavoie (2001).

¹⁶ Vide as modificações nos resultados do próprio modelo ISLM quando se introduzem as mudanças nos estoque. Ver Silber (1970) e Currie (1978).

“Tobin’s ‘Nobel’ model yields one period or long run steady state solutions which are fully consistent in the sense that flow variables generates counterpart changes in stock variables while simultaneously stock variables and changes in them have appropriate effect on flow variables.” (Godley, pp. 8, 1984b)¹⁷.

Na realidade dentro da própria síntese neoclássica¹⁸ já em meados da década de sessenta começou a crescer a insatisfação com fato de que o equilíbrio no modelo ISLM tomar os estoques como dados e, ao mesmo tempo, logicamente, supor que eles estejam continuamente se modificando.

Este é o caso de trabalhos como o de Blinder & Solow (1974, 1978), Christ (1966, 1968, 1978, 1979), Buitter & Tobin (1976), Ott & Ott (1965) entre outros, integrantes de um debate relativamente grande dentro da própria síntese neoclássica. Um dos resultados deste debate é a própria modificação na noção de equilíbrio utilizado comumente nos modelos macroeconômicos. O equilíbrio passa a ser entendido como uma situação na qual tanto os estoques como os fluxos permanecem constantes, ou crescem à mesma taxa¹⁹.

Por este motivo Godley *et alli* (1987) afirma que ‘many of the ideas which follow have been around for years’(Godley et alli, pp. 11, 1987), e entre os trabalhos mais influentes se encontram os trabalhos de Tobin, sendo o mais influente Tobin (1982). Entretanto, para Godley *et alli* (1987), esta tradição não foi devidamente explorada na macroeconomia:

“However it seems to us that what may be called the Tobinesque tradition in macroeconomics has not been as influential as it should have been; that it is all easier to understand if stock-flow analysis does not start-off as an extension or

¹⁷Godley chega a ponto de tomar este modelo em 1984 como o ‘estado das artes’ da macroeconomia. O modelo apresentado em Godley et alli (1987) toma como ponto de partida o modelo de Tobin (1982), particularmente o seu sistema contábil: “The accounting system bears some resemblance to Tobin (1982)” (Godley et alli, pp. 6, 1987). O problema que Godley et alli (1987) aponta é que Tobin montou um sistema baseado em conceitos de balanços patrimoniais para concluir que qualitativamente os resultados do modelo ISLM se mantêm em seu modelo.

¹⁸ Denominação atribuída por Joan Robinson aos formuladores do modelo ISLM.

¹⁹ Godley (1984b) afirma que esta é uma crítica absolutamente destrutiva ao modelo ISLM porque levará a resultados completamente diferentes dos resultados tradicionais do modelo ISLM como, por exemplo, a relação inversa entre taxa de juros e nível de produto. Segundo Blinder & Solow (1978) *apud* Godley (1984b) respeitadas as condições de estabilidade uma elevação nas taxas de juros elevam a produção e não a diminuem.

elaboration of ISLM, and furthermore, that there are a number of respects in which the Tobinesque tradition can be usefully be further developed.” (Godley et alli, pp. 11, 1987).

A característica central desta metodologia utilizada tanto por Tobin como por Godley é que todos os estoques e fluxos estão coerentemente inter-relacionados. O ponto de partida deve ser a construção de um esquema contábil que mostre identidades macroeconômicas que relacionem as variáveis de gastos e a forma como serão financiadas²⁰.

Ao mesmo tempo, estas relações não podem ser violadas para a economia como um todo. Segundo Godley & Cripps (1983):

“The fact that money stocks and flows must satisfy accounting identities in individual budgets and in economy as whole provides a fundamental law of macroeconomics, analogous to the principles of conservation of energy in physics (Godley and Cripps, pp. 18, 1983).

Nesta mesma linha, Tobin (1982) lista algumas das principais características da abordagem proposta que a diferencia dos modelos macroeconômicos tradicionais. Destacaremos abaixo duas das mais relevantes para os propósitos deste trabalho:

- (i) Normalmente os modelos macroeconômicos tratam a oferta monetária como um estoque “M” sem discutir as contrapartidas das operações que dão origem a modificações na oferta de moeda. Esta é alterada como decorrência das transações do setor público ou com ativos não monetários que são trocados por moeda, ou por transações entre o setor bancário e o público.

²⁰ Tais identidades são válidas necessariamente *ex-post*, não sendo possível apontar relações de causalidade *a priori* entre as variáveis.

- (ii) Os excessos de demanda dos setores devem somar zero, esta é uma questão de consistência entre as restrições orçamentárias dos vários setores “the law imposes the consistency of meeting the budget constraint on the schedules of demand or supply which agents communicate to all the markets in which they participate” (Tobin, pp. 173, 1982)²¹.

Como o ponto de partida desta abordagem é a construção de um arcabouço contábil baseado na matriz de fluxo de fundos²², devemos montar o esquema contábil que será utilizado como a base da abordagem proposta por Godley em seus diversos trabalhos (e que estaremos explorando neste trabalho)²³.

Na próxima seção apresentaremos a discussão sobre a Matriz de Fluxo de Fundos e a Matriz de Contabilidade Social, que entendemos ser, em qualquer nível de agregação proposto, a base contábil para a elaboração de modelos que levem em conta as relações entre as variáveis de fluxo e estoques.

1.4-Arcabouço contábil dos modelos de consistência entre fluxos e estoques

Segundo Dawson (1996), a discussão sobre a matriz de fluxo de fundos começou como uma ramificação da contabilidade social. A principal virtude da contabilidade social foi montar as contas para a renda, demanda e produto. As

²¹Tobin & Brainard (1968) já alertavam para a importância de reconhecer “the essential interdependences of markets in theoretical and empirical specifications of financial models. Failure to respect some elementary interrelationships –for example those enforced by balance-sheet identities-can result in inadvertent but serious errors of econometric inference and of policy...This procedure guarantees us an Olympian knowledge of the true structure that is generating the observations” (Tobin & Brainard, pp. 99, 1968).

²²Como está claramente mencionado em Tobin (1980), Tobin et alli (1980) e Godley et alli (1987) entre outros. Na realidade Godley desde os trabalhos iniciais como Godley & Fetherson (1978), Godley & Cripps (1983), Godley (1984a) não se baseavam explicitamente na matriz de fluxo de fundos embora tratassem explicitamente os fluxos e os estoques e suas interrelações. Apenas nos artigos posteriores ao seu reconhecimento e de certa maneira da sua adesão explícita a *Tobinesque tradition*, como por exemplo, em Godley et alli (1987) e Godley & Lavoie (2000).

²³ Esta abordagem é também utilizada por Taylor (1990) e Taylor (2000). O primeiro trabalho é claramente influenciado por Tobin uma vez que não é citado nenhum dos diversos trabalhos publicados por Godley e seus colaboradores publicaram antes de 1990, enquanto que em 2000 o esquema contábil apresentado ‘was promoted by two economists from the University of Cambridge-Richard Stone and Winnie Godley’(Taylor, pp. 1, 2000). De acordo com Taylor (1990) o esquema contábil utilizado possui várias características importantes. A principal delas é que a poupança de cada setor se transforma em modificações nos ativos e passivos dos vários setores. Além disso, segundo Taylor (1990), esta abordagem permitir visualizar com clareza as conexões e interações que existem entre o lado real e o lado financeiro da economia.

matrizes de fluxo de fundos diferem das contas de produção e da renda porque ao invés de focalizarem a geração da produção e da renda, sua ênfase principal é na operação do sistema financeiro, nos fluxos de empréstimos e dívidas.

Para Dawson (1996) há três condições que devem ser cumpridas para aqueles que desejam aprender esta metodologia e construir modelos com base nela: (i) aprender o sistema de contas; (ii) aprender como os dados são sistematizados e; (iii) fazer os ‘números falarem’.

A segunda condição diz respeito à compilação das estatísticas monetárias e financeiras, além de uma análise empírica que é um possível desdobramento desta abordagem, mas que foge ao escopo deste trabalho. ‘Fazer os números falarem’ como colocado na condição (iii) significa simplesmente fazer hipóteses teóricas que permitam a ‘leitura’ da matriz²⁴. Nos deteremos exclusivamente nesta seção com a condição (i) isto é, com a compreensão do significado das contas da matriz de fluxos de fundos.

De acordo com Ritter (1963):

“Flow of Funds accounting is used to analyze borrowing and lending in financial markets. It traces financial transactions by recording the payments each sector makes to other sectors and the receipts it receives from them - just as family might keep track of its money by recording all its payments and receipts (...) Flow of funds analysis is useful in many ways. It provides a useful framework for analyzing what happens in various markets. It also can be thought of as tracing the financial flows that interact with and influence the nonfinancial economy. It records the maze of financial transactions underlying real saving and investment” (Ritter, pp. 115, 1963)²⁵.

²⁴ Neste trabalho discutiremos três propostas de leitura, duas em que os equilíbrios de estoques definem o comportamento dos fluxos e uma em que o comportamento dos fluxos define a evolução dos estoques.

²⁵Note, desde já que não se deve confundir o uso puro e simples de matrizes de fluxo de fundos com a análise baseada na consistência entre fluxos e estoques. Esta última não precisa ser feita através de matrizes de fluxo de fundos, entretanto as matrizes de fluxo de fundos tornam mais clara tal análise. Nos basearemos fortemente em Ritter (1963) que expõe de forma clara e didática o processo de construção de uma matriz de fluxo de fundos.

A construção das matrizes de fluxos de fundos parte da análise das fontes de recursos e os usos de fundos de cada unidade econômica seja qual for o nível de desagregação pretendido.

Estas informações serão organizadas na forma de um demonstrativo de resultados das unidades econômicas. Este é construído a partir de informações sobre as receitas e despesas das unidades econômicas (*income statement*) em conjunto com as informações sobre os estoques de ativos e passivos, extraídas dos balanços patrimoniais das mesmas (*balance sheet*).

Define-se o uso e fontes de recursos:

1. Fontes de recursos: (i) receitas correntes; (ii) qualquer aumento no endividamento; (iii) qualquer diminuição nos ativos (venda de títulos, desentoesouramento, etc etc);

2. Usos de fundos: (i) gastos correntes; (ii) qualquer aumento nos ativos sejam ativos reais, financeiros ou moeda (iii) qualquer diminuição no passivo, i.e, repagamento de dívidas;

Podemos representar os usos e fontes de recursos através do quadro abaixo em que consideramos o entesouramento líquido (o que acumulou em moeda menos o que desentoesorou) e a acumulação de dívidas líquida (a variação na dívida menos o pagamento de dívidas velhas).

Usos de Fundos	Fontes de Recursos
Gastos Correntes	Receitas Correntes
Poupança (Δ Patrimônio Líquido)	
Δ Ativos Reais (Investimento)	Δ Patrimônio Líquido
Δ Ativos Financeiros (Empréstimos)	Δ Dívidas (Tomada de Empréstimos)
Δ Moeda (Entesouramento)	

Este quadro representa segundo Ritter (1963) 'a complete sector sources and uses of funds statement'. Acima da linha pontilhada temos a declaração de gastos e renda e abaixo temos a variação patrimonial de cada um dos setores. O lado esquerdo e o lado direito (acima e abaixo da linha) devem ser iguais.

A igualdade entre os usos e fontes de recursos lados esquerdo e direito abaixo da linha implica que o somatório do investimento mais o entesouramento e o acúmulo de ativos deve ser igual ao aumento no endividamento mais a poupança. Neste caso, se um determinado setor investe mais do que poupa e tem uma necessidade de financiamento (isto é se o setor é deficitário) haverá necessariamente aumento no endividamento maior que o aumento no estoque de ativos financeiros e o entesouramento.

Caso a poupança seja maior que o investimento e o setor tenha uma capacidade financiamento (caso o setor seja superavitário) necessariamente o acúmulo de ativos financeiros mais o entesouramento será maior que a tomada de empréstimos. Os setores superavitários acumulam ativos financeiros e moeda ou pagam dívidas com os setores deficitários enquanto os setores deficitários financiam este déficit tomando emprestado, vendendo ativos financeiros ou desentesourando contra os setores superavitários.

A matriz de fluxo de fundos é obtida a partir da agregação das declarações de usos e recursos de cada um dos setores considerados. De acordo com Ritter (1963):

“The resulting matrix forms an interlocking self-contained system, showing the balanced sources and uses of funds for each sector; interrelations among sectors; and the aggregate totals of savings, investment, borrowing, lending, and hoarding for the economy as a whole” (Ritter, 1963, pp. 122).

A matriz de fluxo de fundos pode ser escrita de uma forma que torne mais clara a relação entre os gastos e suas formas de financiamento e as transações entre as variáveis de fluxo dos vários setores da economia. Construir a matriz em termos das poupanças e investimentos dos vários setores pode ocultar algumas

inter-relações entre os setores. Portanto, uma apresentação mais adequada envolve a explicitação das receitas e gastos de cada um dos setores, construindo o que se denomina como Matriz de Contabilidade Social.

A Matriz de Contabilidade Social torna clara as origens e os destinos de cada uma das transações que se realizam num determinado período de tempo. Algumas observações são necessárias antes de prosseguirmos. O esquema abaixo não é, e nem pode ser, um esquema rígido uma vez que a estrutura contábil dependerá do número de setores considerados, do número de ativos financeiros, hipóteses sobre pagamentos de impostos, hipóteses sobre a distribuição dos lucros das firmas, hipóteses sobre os bens importados etc, etc. A inclusão ou não de determinados itens dependerá do tipo de análise a ser implementada.

O significado da matriz e o procedimento de construção que apresentamos acima são gerais e podem ser utilizados para a discussão de qualquer questão em macroeconomia que envolva variáveis de estoques e sua relação com os fluxos. Para cada tema considerado, de acordo com ênfase dada a estes ou aqueles itens, setores podem ser incluídos e excluídos.

A matriz, cujo formato genérico mostraremos abaixo, é denominada Matriz de Contabilidade Social (Social Accounting Matrix - SAM), proposta originalmente por Richard Stone em Cambridge²⁶. Segundo Godley *et alli* (1987) a matriz SAM: “links in a consistent way, the flows of income, of expenditures and transfers within each period to changes in balance sheet (stock) variables between the beginning and end of the period in question”(Godley *et alli*, pp. 13, 1987).

Uma matriz como a que apresentaremos abaixo não apresenta ‘ralos’, isto é, para todas as transações com bens e serviços como para os ativos financeiros mostra-se que setor demanda (compra) e aquele que oferta (vende).

No esquema contábil baseado numa matriz de fluxo de transações, todas as linhas representam os fluxos de transações para cada ativo e para cada tipo de fluxo e as colunas representam setores e suas respectivas restrições

²⁶ Ver Taylor (1990), Taylor (2000) e Godley & Lavoie (2000).

orçamentárias. Tanto as colunas como as linhas devem somar zero. Num esquema como este, as restrições orçamentárias de cada um dos setores descrevem como a relação entre gastos, renda e transferências que têm como contrapartida os ativos e obrigações.

Estas contas tornam absolutamente claras as relações que se estabelecem entre as variáveis de fluxo e de estoque uma que ‘every flow comes somewhere and goes somewhere’ (Godley, pp. 394, 1999). Sem um instrumento como este ‘accounting errors may pass unnoticeable and unacceptable implications may be ignored’ (Lavoie, pp. 1, 2001). Ainda, seguindo Godley, num esquema como este ‘there are no black holes’ (Godley, 1996, *apud* Lavoie, pp. 1, 2001).

As colunas representam setores da economia, cujo número depende do grau de desagregação em que se deseja construir o modelo e as linhas representam ativos e os bens e serviços. Como Tobin (1980) e Tobin *et alli* (1980) alertam, esta matriz comporta qualquer nível de desagregação, variando livremente o número de setores, ativos e transações contempladas.

A matriz SAM é baseada nas partidas dobradas (*double-entry bookkeeping*) como forma de organização das informações das variáveis que aparecem nas contas nacionais e nas matrizes de fluxo de fundos. Nesta matriz, distinguem-se as transações em conta corrente e na conta de capitais, na qual os símbolos com sinal positivo indicam fontes de recursos e o sinal negativo o uso de fundos. A diferença entre a renda e os gastos de cada um dos setores, lendo a matriz pelas colunas, é sempre igual ao total das transações com ativos financeiros. Por outro lado, se a matriz for lida através das linhas, teremos as ofertas e demandas de bens e serviços e ativos financeiros²⁷.

Taylor (1990, 2000) destaca dois pontos importantes sobre as matrizes SAM, na realidade duas regras contábeis: primeiro o somatório de todas as colunas deve ser igual ao somatório de todas as linhas; o segundo princípio é que a matriz é construída em termos nominais e todas as células estão lançadas na mesma unidade²⁸. Assim, a SAM ‘provide a powerful base for economic analysis’

²⁷ Ver Godley & Lavoie (2000).

²⁸ Taylor (1990) discute com mais detalhes o processo de construção das SAM's e suas principais características. Não iremos entrar em todos os detalhes, mas torna-se importante um comentário sobre a

(Taylor, 1990) e o macroeconomista deve explorar esta característica de consistência contábil até o limite.

Vamos apresentar uma SAM que embora seja extremamente simplificada comporta diversos níveis de desagregação, sejam em termos das colunas como das linhas:

	Setor 1		Setor 2		(...)		Setor n	
	Corrente	Capital	Corrente	Capital	Corrente	Capital	Corrente	Capital
Rendas								
Gastos Correntes								
Poupança								
Investimento								
Δ Ativos Financeiros								
Δ Endividamento								
$i=1,2,\dots,n$								

Vejamos o significado das colunas. As colunas mostram cada bem, serviço e ativo financeiro que as unidades econômicas compram ou vendem. Elas somarão zero porque representam a restrição orçamentária de cada um dos setores, i.e, nos mostram que as receitas menos gastos de cada um dos setores será igual à acumulação de ativos financeiros. Como os usos de recursos são lançados com sinal negativo e as fontes com sinal positivo, e como existem as contas residuais como as poupanças de cada setor, o somatório deve ser zero.

utilização desta matriz para aplicações empíricas. Esta matriz é baseada em dados das contas nacionais e das matrizes de fluxo de fundos e em várias situações estes dados serão inconsistentes entre si, o que requer modificações nas estimativas para tornar a SAM consistente.

As linhas mostram que setor compra e vende cada um dos bens, serviços e ativos financeiros. A soma será zero porque os usos dos fundos de cada um dos setores representam demanda por bens, serviços ou ativos financeiros, e as fontes de recursos representam as ofertas de bens e serviços e ativos financeiros. A oferta é lançada contabilmente com sinal positivo e negativo para compra, cada lançamento de venda terá como contrapartida o lançamento para algum outro setor de uma compra com sinal oposto,

Desta forma então, a SAM nos fornece todas as informações sobre as transações de variáveis de fluxo e as variações correspondentes nos estoques em um determinado período de tempo.

Para completar a contabilidade da economia podemos organizar as informações sobre os estoques. Vamos considerar a contabilidade dos estoques para cada um dos setores dispondo as informações em uma matriz na qual as colunas representem os setores e as linhas representam os estoques ao final do período. Para os estoques, no que concerne a sua sistemática contábil, o sinal positivo significa ativos e, portanto demanda pelo estoque, e negativo para passivo, isto é, indica que setor está ofertando os ativos.

	Setor 1	Setor 2	(...)	Setor n	Total
Ativos Reais					
Ativos Financeiros					
Endividamento					
Total					
i=1,2...,n					

O somatório das colunas nos dá o patrimônio líquido de cada um dos setores, e a última linha, uma vez consolidada, dará o estoque de riqueza da economia.

Uma vez estabelecido o arcabouço contábil são necessárias hipóteses que permitam a 'leitura' destas matrizes. A princípio, a construção deste arcabouço deve ser condição prévia aos modelos que se destinam ao estudo das relações entre variáveis de fluxos e de estoques. Note que este instrumental comporta quaisquer tipos de hipóteses teóricas.

Como veremos na próxima seção, existem várias possibilidades embora neste trabalho nos detenhamos apenas em algumas hipóteses pós-keynesianas, precisamente aquelas subjacentes à abordagem New Cambridge formulada por Godley e seus associados, e às associadas aos economistas da UNICAMP.

1.5- 'Closures' Teóricos

A despeito desta contabilidade dos fluxos e dos estoques ter sido apresentada de forma genérica e extremamente simplificada, este é um esquema que independe de hipóteses teóricas que definam o comportamento de cada um dos setores.

Certamente, é um esquema que comporta qualquer nível de desagregação e que pode ser utilizado por economistas de várias matrizes teóricas conforme fica claro pela comparação, ainda que superficial, entre Godley e Tobin considerados aqui como os principais expoentes deste tipo de abordagem 'metodológica'.

Como Lavoie (2001) coloca, de maneira apropriada, Godley é um economista de inspiração keynesiana e kaldoriana²⁹, Tobin é um economista da síntese neoclássica, que utiliza o instrumental neoclássico como seu fundamento teórico. O seu 'keynesianismo' de curto prazo depende exclusivamente da existência da rigidez nos salários nominais, mas no longo prazo Tobin é absolutamente neoclássico uma vez que para as questões de acumulação de capital utiliza o modelo do Solow. Isso fica claro em Tobin (1982) em sua discussão sobre o equilíbrio de longo prazo no estado estacionário, quando a acumulação de capital ocorre à taxa natural.

²⁹ Só para se ter uma comprovação desta proposição Godley (1990) afirma que: "I think it is true to say that anti-neoclassical Keynesian economists among whom I number Sylos Labini and Kaldor, notwithstanding their penetrating and suggestive insights have not succeeded in creating an alternative paradigm. There is, for instance, no kaldorian textbook; kaldorian ideas in their positive mode have not been put together in a way which covers the syllabus" (Godley, 1990, pp.5).

Na realidade um dos nossos objetivos iniciais foi mostrar que este esquema deve preceder a qualquer hipótese teórica e, portanto pode ser utilizado por macroeconomistas de qualquer matriz teórica. A escolha de que tipo de abordagem utilizar deve necessariamente atender a critérios de plausibilidade teórica associada à relevância empírica.

Ademais, a escolha da abordagem teórica é importante, porque as conclusões acerca das proposições de política econômica dependerão das hipóteses teóricas e as relações funcionais estabelecidas.

As matrizes SAM associadas à matriz de estoques sumarizam todas as transações que podem ser observadas em uma economia. Como são explicitadas todas as relações contábeis possíveis entre as variáveis de fluxos e suas contrapartidas em termos de estoques, e as relações entre todas as variáveis de estoque num ponto do tempo, este esquema define os limites entre aquilo que o macroeconomista pode e aquilo que não pode dizer sobre a realidade. Em última instância define os limites sob os quais as relações teóricas entre variáveis podem ser estabelecidas³⁰.

A montagem de um esquema contábil consistente no sentido proposto acima não basta para explicar os fenômenos macroeconômicos e os efeitos de política econômica. A tarefa da teoria é, parafraseando Tobin (1980, 1982), dar vida às colunas e linhas fazendo hipóteses sobre os comportamentos dos setores, notadamente sobre suas decisões de gasto e se são influenciadas pelos estoques, os determinantes do produto e assim por diante.

Segundo Tobin (1980): “The accounting framework comes to life as an economic model when the entries x_{ss} , at least some of them, become variables to be explained by the behaviour of the sector” (Tobin, 1980, pp. 84).

Na mesma linha de argumento, Godley & Cripps (1983) colocam que: “(...) adding-up constraints are obviously not sufficient to determine what will happen. For this we must add behavioural assumptions about how people and institutions operate within such budgetary constraint” (Godley and Cripps, pp. 18, 1983).

E ainda segundo Minsky (1986):

³⁰ De acordo com Taylor (2000): “...the balanced set of accounts already puts significant restrictions on the degrees of freedom of the variables it contains”.(Taylor, pp. 3, 2000).

“A mere presentation of accounting identities is not a theory and does not lead to any causal inferences. In order to understand what happened, we must look at how the end result is achieved (i.e. how the sectoral surpluses and deficits, when summed over all sectors). We must formulate ideas about what are the determinants and what are the determined items in the accounting tables (i.e. introduce assumptions on how the economy actually works so that the end result is always achieved” (Minsky, 1986, pp. 30),”

Uma vez que se façam hipóteses teóricas para explicar o comportamento dos setores, as identidades contábeis *ex-post* apresentadas acima se transformam em equações, e a condição de soma zero para linhas e colunas se torna condição necessária para a determinação de alguma variável.

A partir de então se definem as relações comportamentais escolhendo-se as variáveis exógenas, endógenas bem como os mecanismos de causalidade teórica utilizados para determinar as variáveis endógenas. Há uma passagem em Taylor (1990) que embora extensa ilustra bem este ponto:

“The fifth point about models is that their behaviour depends crucially upon their description of causal linkages in the macroeconomic system. (...) there are many ways in which the economy can adjust when its perturbed –output levels or the income distribution across classes may change, interest rates may vary, positions of wealth may expand or erode. A model builder has to select which of these adjustment mechanism to build into his or her equations-the qualitative nature of the solutions will depend upon the choice. In the jargon, a model’s “closure” has to be chosen and justified on the basis of empirical and institutional analysis of the economy at hand.”(Taylor, pp. 7, 1990).

Na realidade um “closure” nada mais é do que a definição de quais são as forças macroeconômicas que fazem o sistema funcionar. A questão mais importante para a escolha do “closure” teórico mais adequado, como já citado

anteriormente, é a plausibilidade teórica, a consistência lógica dos mecanismos teóricos escolhidos, além é claro da relevância empírica³¹. Uma vez escolhido o *closure* teórico, cada modelo gerará suas recomendações de política econômica específicas.

Por fim, uma característica relevante destes modelos diz respeito ao conceito de equilíbrio empregado³². Tobin *et alli* (1980) caracteriza o equilíbrio de longo prazo do modelo como um estado no qual as variáveis de estoque não crescem ou crescem todas a mesma taxa. De acordo, com Tobin (1980):

“In a steady state if one exists, interest rates and asset prices are constant, government policy settings are stable, real stocks and flows are growing at a common natural rate, and nominal quantities are growing the same rate plus a constant actual and expected rate of inflation”(Tobin, pp. 96, 1980)³³.

Godley em seus diversos trabalhos³⁴ também enfatiza que é o equilíbrio de estoques que governa todo o sistema. Em Godley (1983) esta proposição é colocada de forma clara: “But whereas in Keynes’s core model aggregate income brings the flow of savings into equality with investment, in mine the income flow equalizes the demand for financial assets with the stock of debts” (Godley, pp. 136, 1983).

Além disso, assume-se como uma propriedade do equilíbrio de longo prazo que as razões riqueza/renda e estoque de capital/renda são constantes. Isto significa o mesmo que o definido por Tobin: os fluxos e os estoques crescem a mesma taxa de forma a manter constantes estas razões.

³¹ Ademais, de certa maneira, os modelos de Godley e Tobin são, por sua própria natureza e pelos objetivos mais pragmáticos que pretendem atingir, mais ‘institucionais’, preocupados com o comportamento das instituições e setores agregados. Mesmo Tobin (1982), apesar de seu pedigree neoclássico, não baseia seu modelo no comportamento maximizador de agentes individuais, segundo Tobin (1982): “Following an older tradition, economy-wide structural equations are an amalgam of individual behaviour and aggregation of a multitude of diverse individuals” (Tobin, pp. 174, 1982).

³² Embora para UNICAMP não se emprega de forma explícita e formal como veremos nos capítulos cinco e seis deste trabalho.

³³ Esta taxa natural a que se refere esta passagem, é aquela mesma dos modelos de crescimento de Solow. No longo prazo, segundo Tobin, a economia se comporta de acordo com o modelo neoclássico de crescimento. Ver Tobin (1980, 1982).

³⁴ Ver Godley (1983) e Godley (1990).

Na realidade Godley (1990) segue a definição de equilíbrio adotada desde a segunda metade dos anos sessenta e anos setenta por Blinder & Solow (1973, 1974), Tobin & Buitter (1976), Ott & Ott (1965), Christ (1966, 1968) entre outros³⁵. Esta definição implica que no equilíbrio, a acumulação de ativos do setor privado será igual a zero e logo o setor público apresentará equilíbrio orçamentário. Segundo Ott & Ott (1965):

“The logic of this result is exceedingly simple. Since deficits or surpluses affect assets – money and government debt – held by the public, and since there can be no equilibrium so long as the money and debt holdings of public are changing because such changes will affect aggregate spending and income directly...the only true equilibrium level of income is when the budget is balanced” (Ott & Ott, pp. 74, 1965).

Talvez este resultado seja a implicação mais importante deste tipo de abordagem e que discutiremos criticamente com mais detalhes nos próximos capítulos.

Nos próximos capítulos avaliaremos criticamente a abordagem proposta por Godley e seus associados (*New Cambridge*) e dos economistas da UNICAMP. A primeira foi originalmente desenvolvida para o estudo da economia inglesa (que recentemente vem sendo aplicada à análise da economia americana) enquanto a última foi concebida para explicar o ajuste da economia brasileira principalmente na década de oitenta.

Estas abordagens são de origem keynesiana supostamente baseadas em alguma versão do princípio da demanda efetiva. Ambas se sustentam, do ponto de vista teórico, em um conceito de equilíbrio de estoques, sobre a noção de que o comportamento das variáveis de estoques define a evolução dos fluxos, notadamente dos gastos e da produção.

³⁵ Esta insatisfação vinha dos próprios economistas da síntese neoclássica com a solução do modelo ISLM. Para citarmos alguns exemplos tomemos uma passagem de Tobin & Buitter (1976) e outra de Ott & Ott (1965). De acordo com Tobin & Buitter (1976): “The attack has some justification, because it is generally true that incomplete stock-flow equilibrium determined in such models implies changes in some stocks whose assumed constancy was a condition of the flow equilibrium itself.” (Tobin & Buitter, pp. 276, 1976).

Por fim, ambas as abordagens levam a conclusões semelhantes no que concerne às implicações de política econômica, especialmente no que diz respeito ao papel da política fiscal e as consequências do endividamento do setor público.

2. A origem das normas e a abordagem New Cambridge

O objetivo deste capítulo é descrever a evolução da abordagem New Cambridge desenvolvida pelo economista Wynne Godley e diversos economistas ligados ao *Department of Applied Economics* que formavam o CEPG - *Cambridge Economic Policy Group*³⁶. Especial ênfase será dada a um aspecto relevante e peculiar desta abordagem, a imposição de normas entre as variáveis de fluxo e estoque que governam todo o comportamento do sistema e definem as implicações de política econômica.

Os trabalhos iniciais deste grupo tinham preocupações estritamente pragmáticas. Segundo Godley (1992): “I had no interest whatever in economic theory unless, and so to the extent that, it was directly concerned with real life economies and would be relevant policy” (Godley, pp. 189, 1992). O modelo do CEPG era de origem kaldoriana e, segundo o próprio Godley, as suas idéias iniciais sobre o funcionamento da economia poderiam ser enquadradas dentro da tradição keynesiana³⁷. Desta forma antes de entrarmos no estudo propriamente dito das idéias de Godley é importante analisar seus fundamentos teóricos.

2.1-Um resumo do argumento kaldoriano³⁸

Kaldor (1989) considerava que a produção, em uma economia capitalista, não seria determinada pela disponibilidade de recursos, e sim pela demanda efetiva, que define o quanto dos recursos potenciais serão utilizados.

A demanda é composta por um componente endógeno (que varia com os custos incorridos pelos empresários) e um exógeno (financiado por empréstimos ou venda de ativos). Uma elevação no componente exógeno da demanda faz com

³⁶ Esta é o que Dos Santos (2003) chamou de primeira fase do trabalho do Godley e seus associados. A segunda fase, como veremos adiante, será caracterizada pelo reconhecimento da influencia do trabalho de Tobin. Vide Dos Santos (2003).

³⁷ Considerava-se que a demanda agregada determinava a produção e o emprego, sendo que às variáveis exógenas, gasto público e exportações, tinham grande importância porque juntos determinavam os efeitos multiplicadores sobre a renda e acelerador sobre o investimento. Além disso, a inflação era determinada pelos custos não tendo influência da demanda agregada da economia. Mais importante, porém, é que a restrição externa imposta pelo saldo na conta corrente impunha uma restrição sobre o crescimento. Acrescenta-se ainda, o fato de se considerar a moeda como inteiramente endógena. Ver Kaldor (1986) e Kaldor (1989).

³⁸ Obviamente que este não é um resumo completo das idéias de Kaldor sobre crescimento econômico. Este é um breve resumo de uma das fases do pensamento de Kaldor sobre o tema, que influenciaram a abordagem New Cambridge. Para uma descrição exaustiva da evolução das idéias de Kaldor sobre o tema ver Freitas (2003).

que a produção aumente, o que causa um aumento no componente endógeno da demanda através do processo conhecido como multiplicador dos gastos. O investimento por seu turno, embora exógeno do ponto de vista do processo de geração de renda, depende do comportamento dos componentes exógenos da demanda³⁹.

Além disso, Kaldor considerava que a restrição mais aguda ao crescimento das economias capitalistas era imposta pela necessidade de equilíbrio na balança comercial. Este resultado era demonstrado através da utilização do multiplicador do comércio exterior de Harrod, que define que a produção e sua taxa de crescimento são dadas pela razão entre as exportações e a propensão a importar, e a taxa de crescimento das exportações e da elasticidade renda das importações respectivamente⁴⁰. Segundo Kaldor (1989): “the actual output of employment regions or countries and their rate of growth over time will be limited by their exports and by the imports which can be paid for by these exports” (Kaldor, 1989, pp. 94).

Para Kaldor, a existência da restrição externa gera um conflito entre os objetivos de política econômica de obtenção de pleno emprego da força de trabalho e de equilíbrio no balanço de pagamentos⁴¹.

Daí seguem-se algumas recomendações de política econômica⁴². No que diz respeito às políticas econômicas voltadas para a promoção do crescimento

³⁹ O investimento é induzido pela demanda, respondendo muito pouco a incentivos diretos como a taxa de juros. Ao contrário, será mais afetado se os estímulos forem dados ao componente exógeno da demanda.

⁴⁰ Para detalhes ver Kaldor (1989) e McCombie & Thirwall (1994) e para a crítica ver Serrano & Medeiros (2001) e Willcox (2002).

⁴¹ Um outro aspecto interessante é que Kaldor considerava a inflação como sendo determinada pelos custos e não pela demanda como resultado do crescimento da quantidade de moeda em circulação. Esta última visão segundo Kaldor, ignora o fato de que um incremento nos custos é consequência dos aumentos nos preços das matérias primas ou dos salários que elevam o custo dos adiantamentos de capital realizados pelas firmas, que por sua vez aumenta a necessidade de crédito bancário. Desta maneira, a oferta de moeda passa a ser consequência e não a causa do aumento nos preços e dos salários o que significa que a moeda passa a ser inteiramente endógena. Os defensores destas idéias (os monetaristas) enfatizam que o banco central pode, e deve, determinar a oferta de moeda (ou ao menos a base monetária que está sob seu controle). Na realidade os bancos centrais, na prática, não farão tal coisa, uma vez que não deixarão de fornecer as reservas necessárias sob pena de comprometer a solvência do sistema bancário. Isto significa que eles devem manter sua função de prestador de última instância. Sendo assim, não podem controlar o aumento ou diminuição das reservas bancárias a não ser por uma política indireta de desencorajamento ao redesconto através da taxa de redesconto.

⁴² No caso do controle da inflação, por exemplo, políticas fiscais e monetárias restritivas são completamente ineficazes. Em sua análise da inflação dos anos setenta o problema identificado era o aumento dos preços internacionais das *commodities* que teve origens em movimentos especulativos resultado da desvalorização

econômico, as recomendações mais importantes tinham como objetivo estimular as exportações. Estas têm um duplo papel uma vez que induzem o investimento e, ao mesmo tempo, geram divisas para pagar as importações geradas pelo aumento no investimento e do nível de atividades⁴³. Com isso, contribuem decisivamente para 'afrouxar' a restrição externa e elevar a taxa de crescimento.

A inspiração inicial do modelo do CEPG foi baseada nas idéias kaldorianas⁴⁴ descritas neste brevíssimo resumo feito acima. Segundo Godley (1992), tais idéias formaram a base das conclusões de política econômica do modelo do CEPG: o sucesso ou fracasso da indústria em vender bens nos mercados internacionais determina o crescimento ou estagnação da economia como um todo.

Em um primeiro momento, os economistas do CEPG travaram um debate com os monetaristas, cujo argumento se tornava extremamente influente na Inglaterra. Para Godley (1992) sua abordagem estava em uma posição desfavorável no debate porque naquele momento:

“in my own thinking I was only beginning to incorporate balance sheets concepts systematically and therefore found myself unable, at the elementary level of accountancy, to give convincing answers to perfectly simple questions about where money ‘was’ in my model” (Godley, 1992, pp. 199)⁴⁵.

Sendo assim, o modelo que será apresentado abaixo, de inspiração kaldoriana, permitiu que as idéias dos economistas do CEPG se sustentassem, de acordo com Godley, sobre bases teóricas mais consistentes.

do dólar em relação às demais moedas com o fim de Bretton-Woods. Por isso as políticas de mais apropriadas seriam as políticas de renda. Ver Kaldor (1989) e Serrano & Medeiros (1999), para uma revisão crítica ver Serrano (2004).

⁴³Por exemplo, o crescimento do consumo autônomo embora induzisse também um maior nível de investimento, não gera divisas e, portanto, as importações decorrentes do aumento no investimento não teriam como ser pagas, logo seria preciso estimular as exportações.

⁴⁴O debate sobre o tratamento consistente entre fluxos e estoques no modelo ISLM descrito no capítulo anterior ainda não havia sido levado em consideração. Isto só viria a ocorrer nos modelos de Godley já na segunda metade dos anos oitenta a partir de um conjunto de críticas que foram feitas, como Blinder (1978), Solow (1984) e Malinvaud (1984).

⁴⁵Segundo Godley (1992) apenas a partir deste debate com os monetaristas é que aprofundaram os seus estudos sobre a síntese neoclássica e o modelo ISLM. Possivelmente, isso só ocorreu em decorrência das críticas feitas por Blinder (1978) a Godley & Fetherston (1978).

2.2- O Modelo da Abordagem New Cambridge

Esta seção tem como objetivo descrever o modelo da abordagem *New Cambridge* com base em Godley & Cripps (1983) e em seu resumo em Godley (1984a), versões que consideramos as mais desenvolvidas do modelo do CEPG.

Segundo Dos Santos (2003) a abordagem *New Cambridge* se modificou bastante ao longo do tempo, no entanto, todas as versões possuem uma estrutura teórica baseada na idéia de que a tendência do sistema é governada por normas entre fluxos e estoques. Tal argumento só foi apresentado de maneira organizada no livro publicado em 1983⁴⁶ porque, segundo os próprios economistas do CEPG, as publicações dos anos setenta não foram apresentadas de maneira rigorosa e organizada:

“unfortunately our publications have fallen well short of a comprehensive statement of our views, their relationship to those of other economists, and their grounding in evidence (...) our views have often emerged in a disorderly way (usually in the service of intervening, under a time constraint, in the public discussion of policy issues)” (CEPG, n° 4, pp. 35).

Por este motivo, os economistas do CEPG publicaram um livro, de forma a expor seu argumento de maneira organizada. Em Godley & Cripps (1983) e Godley (1984a) há uma descrição mais detalhada das propriedades do modelo assim como das implicações teóricas da hipótese das normas entre estoques e fluxos e desta maneira o equilíbrio de estoques determinando o comportamento de todo o sistema. De acordo com Godley & Cripps (1983):

“Our first attempt to formalize the nature of these constraints consisted of the ‘New Cambridge’ hypothesis originally published in 1974. This attracted some attention at the time but never gained acceptance, being too crudely conceived and expressed to carry conviction as a realistic representation of the central driving

⁴⁶Segundo Dos Santos (2003) o argumento ‘is carefully presented in a textbook by Godley & Cripps (1983)’ (Dos Santos, pp. 68, 2003), provavelmente porque as versões apresentadas nos anos setenta, especialmente Godley & Fetherson (1978), sofreram algumas críticas, dentre as quais se destaca a crítica de Blinder (1978) como reconhecem os próprios economistas do CEPG.

mechanism of a complex modern economy. Yet the New Cambridge hypothesis is the grandfather of the theory presented in the first half of this book” (Godley & Cripps, pp. 16, 1983).

Originalmente, o CEPG visava construir um modelo de cunho keynesiano para analisar a política econômica inglesa, partindo do reconhecimento de que os modelos keynesianos utilizados na Inglaterra não levavam em conta satisfatoriamente a restrição orçamentária do setor privado como um todo⁴⁷.

Segundo Fetherson & Godley (1978), o objetivo era preencher uma lacuna observada nos modelos keynesianos que ignoraram sistematicamente o equilíbrio de estoques nos mercados de ativos financeiros e trataram como residual (e logo sem importância) a aquisição líquida de ativos financeiros do setor privado⁴⁸. Desta maneira, segundo, Vines & Maccallum (1981), “the New Cambridge position(...) postulates that private sector asset accumulation (or decumulation) is a phase in the process of adjustment to stock equilibrium rather than an equilibrium flow” (Vines & Macallum, pp. 443, 1981). Ou segundo Fetherson & Godley (1978): “the explicit hypothesis associated with the term ‘New Cambridge’ is that virtually all the disposable income of the private sector as a whole will be spent on goods and services with a fairly short lag”(Fetherson & Godley, pp. 34, 1978).

Desta forma, o ponto central deste modelo é mostrar que a renda é determinada pelo equilíbrio de estoques, ‘the income flow equalizes the demand for financial assets with the stock of debts’(Godley, pp. 136, 1984), condicionados por uma hipótese (um axioma segundo Godley) que define que as variáveis de estoques não se alterarão indefinidamente como proporção das variáveis de fluxo.

Este axioma, que assume o *status* de uma variável exógena, ‘is something that the model cannot explain’(Godley & Cripps, pp. 42, 1983),. Ademais, caso esta norma fosse instável, ‘most of the theory set out in this book would be rendered useless’. (Godley & Cripps, pp. 42, 1983).

⁴⁷ “The mainspring of New Cambridge was the realization as to how unsatisfactory was the treatment of financial stocks and flows in the ‘vulgar’ Keynesian position generally taught in the 1950s e 1960s and built into first generations of macroeconomic forecasting model” (Economic Policy Review, n. 6, pp. 40, 1980).

⁴⁸ O que para os economistas do CEPG era um comportamento implausível para o setor privado.

O arcabouço contábil terá apresentação baseada em uma Matriz de Contabilidade Social como a que construímos no capítulo anterior⁴⁹. De acordo com Godley (1990):

“the accounting of the RSFM (real stock flow monetary model) model starts off with a consistent set of sectoral and national balance sheets where every financial asset, valued at current market prices, has a counterpart in a financial liability somewhere else; the net worth of each sector obtained by summing its assets and liabilities. Budget constraint describes for each sector how net flows of expenditures, factors income and transfers have counterparts in changes in asset stocks” (Godley, pp. 6, 1990).

A hipótese sobre os gastos privados (e suas implicações teóricas e de política econômica), será discutida com detalhes distinguindo duas situações: o estado estacionário e a transição entre dois estados estacionários. Nestas, será observado:

- (i) as propriedades do modelo no estado estacionário no qual a propensão a gastar do setor privado é igual a um, a aquisição líquida de ativos financeiros pelo setor privado é zero e a renda assim como os estoques totais de ativos são constantes;
- (ii) as propriedades na transição entre dois estados estacionários em resposta a alguma modificação em uma variável exógena, neste caso a propensão a gastar é menor do que um e desenvolve-se um processo do multiplicador no qual o setor privado estará ajustando o estoque de ativos financeiros à norma desejada.

⁴⁹ Como já falamos inúmeras vezes no capítulo anterior, este procedimento faz a contabilidade ser ‘comprehensive in the sense that there no black hole-every flow comes from somewhere and goes somewhere’(Godley, pp. 7, 1996)

Inicialmente consideraremos as implicações das hipóteses adotadas por Godley para uma economia que não cresce.

2.2.1-O modelo para economia fechada

Vamos seguir a apresentação do modelo feita em Godley (1984a) para uma economia fechada inicialmente, representado em termos de uma matriz de contabilidade social e de balancetes patrimoniais.

Matriz SAM-Economia fechada e sem governo					
		Setor Privado não financeiro		Bancos	
	Corrente	Capital	Corrente	Capital	
Gastos Privados	-PE	+PE			
Investimentos em Estoques	- ΔI	+ ΔI			
Salários	+W	-W			
Juros	-iPD ₋₁		+iPD ₋₁		
Déficit/Superávit	+ P	-P			
Empréstimos		+ ΔPD			- ΔPD
Depósitos a Vista		- ΔDV			+ ΔDV

	Balancete Patrimonial		
	Setor Privado não financeiro	Bancos	Total
Estoques	+ I		+I
Depósitos a Vista	-DV	+ DV	0
Empréstimos	+PD	- PD	0

Esta economia possui apenas um ativo financeiro, o depósito à vista que forma o estoque de moeda da economia. Os empréstimos são feitos apenas para financiar a aquisição de estoques de matérias-primas e bens semi-acabados. Começando pelo balancete patrimonial dos bancos podemos observar que o ativo

dos bancos comerciais é composto apenas de empréstimos feitos ao setor privado não bancário e o passivo é composto pelos ativos financeiros detidos pelo setor não bancário, no caso os depósitos à vista mantidos junto aos bancos. Assim:

$$PD = FA \quad (1)$$

onde PD é o ativo dos bancos composto pelos empréstimos concedidos às firmas para formação de estoques e FA o passivo (e ativo do setor privado não bancário).

A produção é determinada pelos gastos privados e a acumulação voluntária de estoques⁵⁰ :

$$Y = PE + \Delta I \quad (2)$$

onde PE são os gastos privados e ΔI a variação planejada de estoques.

Por hipótese, todos os estoques são financiados por empréstimos bancários⁵¹, o que implica que:

$$PD = I \quad (3)$$

onde I é o estoque de matérias-primas e bens semi-acabados

Estes empréstimos são feitos pelos bancos comerciais às firmas, e os ativos criados como contrapartida, depósitos à vista, são os meios de pagamentos da economia. Desta maneira, o ato de criar crédito gera simultaneamente um ativo financeiro para algum outro setor (moeda), e também poder de compra que financiará a injeção de demanda agregada e renda no sistema.

No início do período de produção os capitalistas tomam a decisão de produção com base na demanda efetiva incluindo as variações planejadas nos estoques. Para tal, precisam pagar os salários, comprar as matérias primas e

⁵⁰ Ou investimento em capital circulante como definido em Serrano (1995, 1996).

⁵¹ Ver Godley (1984a) pp. 139.

tomar um financiamento junto aos bancos. Ao produzirem e venderem esta produção, as firmas pagam os empréstimos. O acréscimo na dívida será apenas relativo ao aumento desejado nos estoques ou a eventuais estoques involuntários⁵².

Formalmente, podemos afirmar que:

$$\Delta FA = \Delta PD = \Delta I \quad (4)$$

Este modelo para economia fechada e sem governo se caracteriza como um 'animal spirits model' em que a acumulação de estoques é exógena. De acordo com Godley (1984a) "It has been possible to generate exceptionally simple results with accumulation taken as exogenous" (Godley, pp. 142, 1984)⁵³.

Assim teremos:

$$Y = PE + \Delta FA \quad (5)$$

A principal hipótese do modelo pode ser estabelecida com base em uma passagem de Godley & Cripps (1983): 'that stocks of financial assets will tend to some norm relative to flows of income' (Godley & Cripps, pp. 140,1983). A importância deste 'postulado' segundo Godley (1984a), como veremos abaixo na discussão de política econômica, é permitir 'so much to be explained with so little, that it serves as very powerful organizing principle even if the norm has a time trend or is moderately unstable'(Godley, pp. 140, 1984).

Supõe-se que, no estado estacionário, a acumulação líquida de ativos pelo setor privado (doravante NAFA) é nula. Formalmente temos que:

$$FA^* = \alpha Y \quad (6)$$

α é a norma entre o estoque de ativos do setor privado e o nível de renda.

⁵² Vale ressaltar que a extensa discussão sobre a acumulação de estoques é extremamente importante dentro da Abordagem New Cambridge principalmente para caracterizar a endogeneidade do processo de criação de moeda.

⁵³ Como veremos adiante no modelo com governo será introduzida também uma norma entre o estoque de bens e matérias-primas e a renda disponível do setor privado

No equilíbrio de longo prazo, ou no estado estacionário⁵⁴, tanto a acumulação desejada de estoques como de ativos financeiros serão nulas. Isto é, a equação (6) implica, para uma economia que não cresce, que a acumulação líquida de ativos do setor privado é nulo.

No momento em que o setor privado tiver atingido o seu estoque desejado de ativos financeiros, as firmas terão também atingido o seu estoque desejado de bens, com $\Delta I = \Delta FA = 0$, a renda será determinada da seguinte forma:

$$Y^* = FA / \alpha = I / \alpha \quad (7)$$

Como consequência, a aquisição líquida de ativos financeiros do setor privado será constante no estado estacionário bem como o estoque bens e matérias-primas detidos pelas firmas. Como a hipótese sobre a acumulação líquida de ativos financeiros se refere ao setor privado como um todo os gastos privados são determinados pela necessidade de manter o NAFA nulo⁵⁵. Decorre disto, que no equilíbrio, o superávit privado será igual a zero.

Com isso, no estado estacionário, a propensão marginal a gastar será igual a um, uma vez que qualquer poupança positiva implicaria mudanças nos estoques de ativos financeiros, e, portanto, mudanças nas normas⁵⁶.

⁵⁴ Assume-se que isso ocorrerá, pois o setor privado não acumulará ativos não desejados indefinidamente. Ver MacCallum & Vines (1981) e Dixon (1983).

⁵⁵ Nas primeiras versões do modelo de Cambridge, considerava-se que as decisões de gasto privado eram complexas e a melhor maneira de tratá-los seria através de uma função de gastos única, unindo consumo e investimento ao invés de duas funções separadas. Ver Cuthbertson (1979). Esta hipótese foi justificada com base em que, na prática, "the private sector shows a small and stable surplus" (Godley & Cripps (1974) apud Higgins, 1976, pp. 201). Na década de setenta, as estimativas confirmaram a hipótese de que a propensão a consumir do setor privado em relação a sua renda disponível seria igual a um. Não havia, entretanto, justificativa teórica, apenas uma forte confirmação empírica: "the empirical support for the relationship thus remains rather strong. The problem remains to provide an entirely convincing explanation of why such a relationship should hold-particularly with an overall lag as one year" (Economic Policy Review, pp. 48, 1976). Ademais: "The New Cambridge theorem, that private expenditure as a whole (personal and company) is related to private disposable income as a whole, was put forward as a useful approximation which ensured at least that all financial flows, albeit at a very high degree of aggregation, were incorporated into the system and that nothing absurd about the relationship of stocks to flows of financial assets was being assumed by default". (Economic Policy Review, pp. 40, 1980). Como veremos adiante, as conclusões do CEPG em termos de política econômica se derivam diretamente desta hipótese, que implica em uma relação entre política fiscal, demanda doméstica e balanço de pagamentos muito mais simples e clara do que aquelas dos modelos keynesianos tradicionais.

⁵⁶ Há uma outra implicação para a dinâmica do ajuste que é o tempo de resposta dos gastos privados quando a renda se eleva. O ajuste se dá com uma defasagem de α . Neste trabalho não analisaremos esta hipótese.

A lógica deste modelo é extremamente simples. Suponha uma economia em um estado estacionário e considere um aumento exógeno na acumulação de estoques financiado por empréstimos bancários^{57,58}. Esta injeção de poder de compra e o conseqüente aumento dos gastos autônomos geram um aumento inicial da renda, o que faz com que o setor privado fique com a sua norma abaixo da desejada. Por conta disso, parte da renda gerada será poupada e utilizada para acumular ativos de forma a restabelecer a norma desejada⁵⁹.

O processo de transição é exatamente igual ao multiplicador keynesiano. Há um aumento nos gastos autônomos financiados por novos empréstimos feitos às firmas⁶⁰ os receptores de renda poderão gastá-la ou poupá-la. Como não ajustam seus estoques de ativos instantaneamente, terão uma propensão a gastar menor do que um enquanto estiverem reconstituindo o seu estoque de ativos financeiros e restabelecendo a norma.

Podemos analisar formalmente a transição para o estado estacionário. O setor privado ajusta o seu estoque de ativos ao nível desejado de acordo com a seguinte regra:

$$\Delta FA = \varphi (FA^* - FA_{-1}) \quad (7')$$

o termo φ designa o quão rápido ou lento o setor privado ajusta o seu estoque de ativos financeiros ao nível desejado.

Substituindo as equações (6) e (7') em (4) e resolvendo para o nível de atividades, teremos:

⁵⁷ Note que este é apenas um exercício hipotético cujo intuito é auxiliar na compreensão do mecanismo de ajuste. Como veremos na seção seguinte a dinâmica dos estoques de bens e matérias-primas é endógena, uma vez que também deverão manter uma norma fixa com a renda.

⁵⁸ Na economia descrita acima, a única maneira de se criar ativos financeiros (e moeda por conseqüência), são os bancos emprestarem para as firmas aumentarem seus estoques de bens e matérias primas.

⁵⁹ Os gastos privados se ajustarão com uma certa defasagem temporal ao aumento da renda, que de acordo com Godley & Cripps (1983), é igual à norma fluxo-estoque. Ver Godley & Cripps (1983) pp. 54.

⁶⁰ De acordo com Economic Policy Review (1976) a hipótese do NAFA constante foi um dos pontos mais criticados do argumento de New Cambridge, 'it is of a black box variety and as likely as not will not hold in the future' (Economic Policy Review, pp. 47, 1974). Caso os gastos privados não crescessem um para um (sujeitos a defasagens temporais) com a renda disponível do setor privado, seguiria-se que um aumento do nível de renda resultaria num acréscimo ou decréscimo contínuo de ativos financeiros demandados pelo setor privado relativo a sua renda disponível. Por isso consideravam que seria pouco plausível que esta relação não valesse no longo prazo.

$$Y = (\Delta I + \varphi FA_{-1}) / \alpha \varphi \quad (7'')$$

Na transição, além do choque exógeno representado pelo investimento em estoques, há também um consumo efetuado pelo setor privado que é uma proporção do estoque de ativos financeiros do início do período. Como o setor privado está em processo de ajuste à norma, gasta poder de compra oriundo de uma fração do estoque de ativos do período anterior. O denominador de (7'') deve ser menor do que um, isto é, a propensão a consumir a partir da renda durante a transição deve ser menor do que um⁶¹.

A lógica, na transição, é a mesma do multiplicador keynesiano: os gastos aumentam, mas numa magnitude menor que o aumento da renda o que faz com a economia alcance um novo estado estacionário. Entretanto, a justificativa teórica para o multiplicador é distinta do modelo keynesiano. Neste, a propensão a consumir menor do que um é explicada com base em uma lei psicológica fundamental, e o processo de ajuste explica o ajuste do nível de poupança ao investimento, através de variações no nível de renda.

Segundo Godley (1984a), o multiplicador keynesiano nos conta apenas parte da história. Na transição a poupança está se ajustando ao aumento exógeno no investimento em estoques. Contudo este processo termina no momento em que o setor privado tenha se ajustado a sua norma. A propensão a gastar menor que um é justificada única e exclusivamente pela necessidade do setor privado de reconstituir seu estoque de ativos. A norma estoque-fluxo faz com que, ao final do período, a renda e os gastos se ajustem de forma que no agregado as pessoas estejam voluntariamente demandando todo o estoque adicional de ativos que foi criado⁶².

No estado estacionário, como o único gasto autônomo do modelo é nulo, toda a produção estará sendo vendida porque o setor privado gastará toda a sua

⁶¹ Para detalhes ver Godley & Cripps, pp. 89, 1983.

⁶² De acordo com Godley & Cripps (1983) o processo de ajuste da renda à variação exógena na acumulação de estoques é similar ao processo do multiplicador keynesiano. A diferença é que, ao final, se iguala à criação de crédito com a demanda por ativos financeiros determinado pela necessidade de manter a norma entre fluxos e estoques.

renda disponível. Por este motivo, a norma cumpre um papel lógico fundamental garantindo que, no estado estacionário, toda produção será integralmente vendida. Por consequência, a produção estará em uma razão constante em relação ao estoque de bens e matérias-primas.

Na próxima seção introduziremos o governo e discutiremos as implicações teóricas para o modelo tanto na transição como no estado estacionário bem como as implicações de política econômica.

2.2.2-O modelo para economia fechada e com governo

Com a introdução do governo, não só a equação que determina a produção se altera como também se modificam os balancetes patrimoniais do setor privado e dos bancos. Vejamos estas mudanças por intermédio da matriz de contabilidade social e o balancete patrimonial:

Matriz SAM-economia fechada e com governo						
	Setor Privado não financeiro		Bancos		Governo	
	Corrente	Capital	Corrente	Capital	Corrente	Capital
Gastos Privados	+PE	- PE				
Gastos Públicos	+ G				-G	
Investimentos em Estoques	+ ΔI	- ΔI				
Salários	+W	-W				
Impostos	-T				+T	
Juros	- iPD_{-1}		+ iPD_{-1} + iGD_{-1}		- iGD_{-1}	
Déficit/Superávit	+P	-P			+Sg	-Sg
Empréstimos ao setor privado		+ ΔPD		- ΔPD		
Depósitos a Vista		- ΔDV		+ ΔDV		
Dívida Pública				- ΔGD		+ ΔGD

	Balancete Patrimonial			Total
	Setor Privado não financeiro	Bancos	Governo	
Estoques	+ I			-I
Depósitos a Vista	-DV	+DV		0
Empréstimos	+PD	-PD		0
Dívida Pública		-GD	+GD	

O estoque total de ativos financeiros detido pelo setor privado não bancário será composto pelo estoque de depósitos a vista, igual por definição, ao somatório da dívida pública e dos empréstimos dos bancos às firmas para acumulação dos estoques. Por hipótese, considera-se que o governo financia seu déficit tomando emprestado dos bancos sendo que a taxa de juros sobre estes empréstimos é fixada pela política monetária⁶³. Além disso, os estoques de bens e matérias-primas continuam sendo financiados pelos empréstimos obtidos junto aos bancos⁶⁴.

Em primeiro lugar, a equação que determina a produção será modificada da seguinte maneira:

$$Y = G + PE + \Delta I \quad (8)$$

onde G são os gastos públicos considerados exógenos.

Além disso, o montante de impostos líquidos das transferências e juros da dívida pública é uma função positiva da renda agregada, de modo que:

$$T = tY \quad (9)$$

onde t é a alíquota do imposto.

⁶³ Ou seja, considera-se a hipótese de que a moeda é endógena. Ver Godley & Cripps (1983) pp. 101.

⁶⁴ Ver Godley & Cripps (1983) capítulo 6.

Caso subtraíssemos dos dois lados da equação (8) por T obteríamos a importante identidade contábil que mostra a relação entre os déficits e superávits públicos e privados em uma economia fechada:

$$Y - T - PE - \Delta I = G - T \quad (10)$$

A equação (10) implica que qualquer déficit/superávit público, 'pelos leis da lógica' terá como contrapartida um superávit/déficit privado. O lado esquerdo de (10) representa o excesso da renda disponível privada ($Y-T$) sobre os gastos totais privados incluindo a acumulação de estoques, ao passo que o lado direito é o superávit ou déficit público.

Do ponto de vista do balancete patrimonial da economia, temos que o total de ativos financeiros detidos pelo setor privado não bancário é:

$$FA = GD + PD \quad (11)$$

onde GD é a dívida pública (líquida de qualquer obrigação que os bancos tenham junto ao governo).

O déficit público terá como contrapartida a variação da dívida pública:

$$G - T = \Delta GD \quad (12)$$

Por (10) e (12) é possível observar que o superávit privado é igual à variação na dívida pública, que por sua vez é igual à variação dos ativos totais menos a variação na dívida privada. Senão vejamos:

$$Y - T - PE - \Delta I = \Delta FA - \Delta PD \quad (13)$$

Ademais, supõe-se que os estoques acima citados mantêm uma norma fixa com a renda disponível do setor privado, descrita pela equação que se segue:

$$I^* = PD^* = \gamma(1-t)Y \quad (14)$$

onde γ é a norma fixa e $(1-t)Y$ a renda disponível do setor privado.

Ao mesmo tempo, o equilíbrio de estoques no estado estacionário requer que:

$$FA^* = \alpha(1-t)Y^* \quad (15)$$

onde Y^* é o nível de renda que garante o equilíbrio total de estoques.

Da mesma forma como no caso da economia fechada e sem governo, as variações no nível de renda devem garantir que o estoque de ativos detido pelo setor privado esteja no nível desejado determinado pela norma.

Substituindo (11) em (15), e analisando o nível de renda como “equilibrador” dos estoques, observamos que:

$$Y^* = \frac{(GD + PD)}{\alpha(1-t)} \quad (16)$$

Se substituirmos a equação (14) em (16) teremos:

$$Y^* = \frac{GD}{(\alpha - \gamma)(1-t)} \quad (17)$$

No estado estacionário, o nível de atividades deve ser tal que garanta o ajuste à norma tanto dos empréstimos obtidos para financiar a acumulação de estoques como dos ativos financeiros detidos pelo setor privado não bancário. Para tal o estoque de dívida pública cumpre o papel de variável de ajuste, como explicaremos adiante.

No estado estacionário, o equilíbrio total de estoques requer também que os impostos (líquidos das transferências) sejam iguais aos gastos públicos, o que implica que:

$$Y^* = \frac{G}{t} \quad (18)$$

A lógica do modelo de Godley, por conta da imposição da norma, implica a necessidade de uma injeção de gastos autônomos para que seja gerada renda para o setor privado de maneira que este possa acumular ativos financeiros e atingir a norma desejada.

De acordo com Godley (1984a) o ajuste ao estado estacionário na economia com governo poderia ser explicada da seguinte forma:

“Given the fiscal stance (G/t) so long as aggregate income exceeds its warranted level ($Y > Y^*$) the tax yield must be such that the government’s income expenditure exceeds its expenditures so that government debt is falling: if income is below the warranted level ($Y < Y^*$) the government’s income is less than its expenditure so government debt is rising. Either way Y will converge towards Y^* , accompanied by changes in government debt until it reaches whatever level exactly satisfies the stock equilibrium condition” (Godley, pp. 147, 1984).

O equilíbrio de estoques ocorrerá quando o orçamento do setor público estiver equilibrado. O ajuste ao estado estacionário, como discutimos na seção anterior, é similar ao de um modelo keynesiano. Um aumento exógeno do gasto público financiado por empréstimos junto aos bancos, gera um aumento na produção e, por conseguinte na renda disponível do setor privado. Este consumirá parte do acréscimo à renda e poupará a outra fração até recompor sua norma desejada. Como a receita do setor público depende da renda, ela se elevará durante o ajuste, até que o orçamento do setor público se equilibre.

O setor privado gasta e acumula ativos de forma que, ao final do período, o seu NAFA seja zero e o estoque total de ativos esteja na razão com a renda disponível definida pela norma.

Em um primeiro momento, o déficit público aumenta⁶⁵, elevando o estoque de ativos financeiros (e de moeda) da economia. Ao mesmo tempo, a elevação da produção e da renda, por conta da norma, faz o setor privado acumular mais estoques de matérias primas e bens semi-acabados com as firmas tomando empréstimos junto aos bancos contribuindo também para o aumento do estoque total de ativos financeiros.

O aumento do estoque de ativos financeiros faz com que o setor privado fique com excesso de ativos financeiros em relação ao determinado pela norma, o que o faz gastar mais. Com efeito, a renda e a arrecadação se elevam, o déficit público se reduz. Com isso, a acumulação de dívida pelo setor público vai reduzindo o seu ritmo, assim como o aumento no nível de atividades, a acumulação de estoques e a dívida das firmas junto aos bancos. Este processo ocorre até que o nível de atividades se eleve a um patamar tal que as normas de fluxos e estoques sejam novamente restabelecidas.

O modelo, na transição, é um modelo keynesiano tradicional com a propensão a consumir menor do que um, explicada pela necessidade de ajuste de estoques tal qual na economia sem governo. No estado estacionário, entretanto, a introdução do governo traz algumas modificações. A existência dos gastos públicos exógenos gera uma injeção constante de renda no sistema e faz com que a norma seja desnecessária do ponto de vista lógico, como forma de garantir que a produção seja integralmente vendida. O fluxo de renda gerado pelos gastos públicos define um nível de renda tal que o setor privado estará ajustado a sua norma e com isso, o orçamento estará equilibrado.

Além disso, no estado estacionário embora a propensão a consumir da renda disponível seja igual a um, a propensão a consumir da renda agregada é menor que um. O setor privado estará gastando a fração $(1-t)$ da renda agregada da economia. A norma é, desta forma, uma hipótese comportamental que define importantes implicações de política econômica. Na economia fechada, esta hipótese implica que a política fiscal é o único instrumento disponível para gerar uma expansão da demanda agregada e eventualmente levar a economia ao pleno

⁶⁵Claro que não no mesmo montante que a elevação dos gastos porque os impostos são endógenos e se elevam com a elevação do nível de atividades.

emprego. Além disso, a política de ampliação dos gastos, por conta da norma, resultará em um 'ajuste fiscal' como descrevemos acima, com o estoque de dívida pública constante.

Na próxima seção, analisaremos o modelo para a economia aberta, que do ponto de vista teórico, se assemelha ao modelo com governo, mas gera proposições de política econômica extremamente peculiares, precisamente sobre a relação entre déficits públicos e na conta corrente do balanço de pagamentos.

2.2.3-O modelo para a economia aberta

A introdução do setor externo traz algumas implicações para os resultados do modelo até aqui considerado. Começemos pela Matriz de Contabilidade Social e pelo balancete patrimonial dos diversos setores em uma economia aberta.

Matriz SAM-economia aberta								
	Setor Privado não financeiro		Bancos		Governo		Setor Externo	
	Corrente	Capital	Corrente	Capital	Corrente	Capital	Corrente	Capital
Gastos Privados	+PE	-PE						
Gastos Públicos	+ G				-G			
Investimentos em Estoques	+ ΔI	- ΔI						
Exportações	+ X						-X	
Importações	- M						+M	
Salários	+W	-W						
Impostos	-T				+T			
Juros	- iPD_{-1}		+ iPD_{-1} + iGD_{-1} + $iODP_{-1}$		- iGD_{-1}		- i^*ODP_{-1} + i^*ODG_{-1}	
Déficit/Superávit	+ P	-P			+Sg	-Sg	+B	-B
Empréstimos ao setor privado		+ ΔPD		- ΔPD				
Depósitos a Vista		- ΔDV		+ ΔDV				
Dívida Pública				- ΔGD		+ ΔGD		
Ativos Externos				+ ΔODP		+ ΔODG		- ΔODG - ΔODP

	Balancete Patrimonial			Total
	Setor Privado não financeiro	Bancos	Governo	
Estoques	+I			+I
Depósitos a Vista	-DV	+DV		0
Empréstimos	+PD	-PD		0
Dívida Pública		-GD	+GD	0
Ativos Externos		+ODP	+ODG	+ODP+ODG

Na economia aberta, as exportações e importações cumprem um papel similar aos gastos públicos e aos impostos respectivamente, estabilizando os estoques de ativos do setor privado.

Entretanto, como veremos, o ajustamento entre fluxos e estoques da economia fechada não é suficiente para trazer ao mesmo tempo, o déficit público e em conta corrente ao equilíbrio. Haverá um nível de renda tal que o orçamento e a conta corrente poderão estar em desequilíbrio que Godley & Cripps (1983) definem como um *quase estado estacionário*. O estado estacionário com equilíbrio completo de estoques só ocorrerá caso o nível de atividades esteja em um nível tal que, por coincidência, as exportações sejam iguais às importações e os impostos iguais aos gastos públicos.

Vejamos antes como o modelo da seção anterior é modificado para levar em conta o setor externo. As exportações e importações incluem, além do comércio de mercadorias, os serviços. As importações são endógenas e dependem da renda ao passo que as exportações são exógenas.

Antes de prosseguir é extremamente importante discutir a forma como os modelos do CEPG excluem da contabilidade o saldo na conta de rendas, ou para utilizar a terminologia mais conhecida, as rendas líquidas enviadas e recebidas pelo setor público e setor privado.

Na economia considerada tanto o setor privado como o público acumulam ativos ou passivos junto ao resto do mundo, o que necessariamente implica em

rendas pagas ou recebidas. Este fato, que decorre simplesmente de que as variáveis de estoque tem contrapartidas nos fluxos, foi tratado de forma diferenciada por Godley em seus diversos trabalhos.

Em Godley (1984a) & Godley & Cripps (1983) as rendas não são incluídas no modelo e também não há nenhuma justificativa ou hipótese. Em Godley & Cripps (1976) é feita a hipótese explícita de que o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos é definido ignorando as rendas enviadas e recebidas do exterior⁶⁶.

Em Fetherson & Godley (1978) há uma hipótese explícita coerente com o arcabouço contábil utilizado. Considera-se que o estoque líquido de ativos/passivos externos é nulo e o estoque de dívida externa do setor público é igual aos ativos do setor privado, logo as rendas se compensam. Ademais, como adotam a hipótese de que o saldo em conta corrente é nulo, não há acumulação de reservas internacionais.

Nesta seção ignoraremos as rendas pagas e recebidas do exterior e discutiremos quais as implicações para as conclusões do modelo de Godley.

A relação entre produção e demanda é alterada para incluir as exportações e importações:

$$Y = PE + G + X - M + \Delta I \quad (19)$$

onde X são as exportações e M as importações.

A conta corrente do balanço de pagamentos, ignorando as transferências correntes e o saldo na conta de rendas, se torna igual ao saldo na conta comercial sendo representado por:

$$B = X - M \quad (20)$$

O volume das importações é determinado pelo nível de renda conforme a equação (21) abaixo:

⁶⁶Ver Godley & Cripps pp. 339, 1976.

$$M = mY \quad (21)$$

onde m é a propensão a importar.

As exportações dependem do crescimento mundial e da competitividade dos exportadores definidas principalmente pela taxa de câmbio real⁶⁷. Os efeitos das exportações e importações sobre o nível de atividades são claros: as exportações representam um acréscimo à demanda agregada enquanto a propensão a importar representa um vazamento⁶⁸.

Devemos estudar como as exportações e importações (*'trade performance'*) afetam os ajustamentos de ativos e dos gastos. Para isso, vamos primeiro definir a relação entre os superávits e déficits dos três grandes setores da economia que estamos considerando, equação esta que será extremamente relevante para a discussão de política econômica nas seções posteriores:

$$Y - T - PE - \Delta I = (G - T) + (X - M) \quad (22)$$

A equação (22) implica que o superávit ou déficit privado terá sempre como contrapartida o déficit ou superávit do setor público e externo. Obviamente que estes dois setores podem ter superávits ou déficits isoladamente, entretanto o seu somatório deve ser sempre a contrapartida do que ocorre com o setor privado. A equação (22) implica também que o superávit privado (ou eventuais déficits) terá como contrapartida por um lado a acumulação de ativos emitidos pelo governo e, por outro lado, ativos (líquidos) emitidos pelo setor externo.

Sendo assim, do ponto de vista patrimonial, definimos os ativos financeiros do setor privado como:

⁶⁷ Em geral se o mercado mundial se expandir, as exportações crescerão. Caso a tecnologia e os padrões de consumo se modifiquem, a propensão a importar crescerá assim como se os produtores nacionais se tornarem mais competitivos as exportações crescerão mais rápido e a propensão a importar se reduzirá. Além disso, estas variáveis podem ser alteradas pela política de comércio exterior que o país adote como subsídios às exportações, restrições às importações etc.

⁶⁸ Os efeitos sobre o balanço de pagamentos são menos claros. A elevação das exportações gera um aumento dos gastos e da renda que induz um aumento das importações que poderá ser maior que o aumento inicial das exportações. Por razões similares, um aumento na propensão a importar pode gerar, ao final, uma diminuição nas importações.

$$FA = PD + GD + ODP \quad (23)$$

onde ODP representa o ativo externo líquido dos bancos.

As propriedades do modelo não se alteram uma vez que as mudanças nos estoques continuam governando o sistema, determinando os gastos privados e a renda. A lógica do ajuste é a mesma, os gastos públicos e as exportações são exógenos assim como as propensões a tributar e o coeficiente de importação. Os gastos privados e a renda variam de forma a conciliar as mudanças nos estoques privados com as várias fontes de ativos (saldo em conta corrente e o déficit público).

O equilíbrio, definido como um *quase estado estacionário*, é uma situação na qual o NAFA é zero e os estoques de ativos e dívidas privadas estão constantes. Como resultado, como pode ser observado na equação (22), o déficit público será igual ao saldo em conta corrente.

Caso o setor público tenha um déficit e acumule dívida pública, tal aumento será acomodado por modificações nos ativos externos líquidos do setor público. O resto do mundo deve, neste caso, comprar a dívida do governo como pagamento do déficit externo. Se o governo tiver um superávit deverá reduzir sua dívida com o resto do mundo ou acumular ativos denominados em moeda estrangeira. Formalmente, este quase estado estacionário é definido como:

$$Y = \frac{G + X}{t + m} \quad (24)$$

Analisando o quase estado estacionário pelo lado dos estoques de equilíbrio substituindo (23) em (15) teremos que:

$$Y^* = \frac{(GD + PD + ODP)}{\alpha(1-t)} \quad (25)$$

Se substituirmos a equação (14) em (25) teremos:

$$Y^* = \frac{GD + ODP}{(\alpha - \gamma)(1 - t)} \quad (26)$$

O modelo para a economia aberta é semelhante ao modelo da economia fechada e sem governo no que concerne à transição. Os gastos autônomos são o gasto público e as exportações, e o multiplicador deve levar em consideração a propensão a importar. No estado estacionário a propensão a consumir da renda é menor do que um, da mesma forma que na economia fechada e com governo.

Contudo, não haverá um equilíbrio completo de estoques no qual todos os estoques estarão constantes. O nível de renda que faz com o setor privado esteja em sua norma desejada, não equilibra simultaneamente, a não ser por coincidência, o saldo em conta corrente e o déficit público. Por este motivo, o equilíbrio é definido como um quase estado estacionário porque não há equilíbrio completo de estoques.

Neste quase estado estacionário é possível que, continuamente, a dívida do governo se altere desde que acomodada por mudanças nos ativos externos líquidos. Vamos tomar como exemplo um exercício hipotético. Considere que o setor público esteja incorrendo em um déficit, mas o setor privado esteja ajustado a sua norma.

Do ponto de vista dos fluxos, um déficit público deve ser acompanhado de um déficit em conta corrente. Neste caso, o resto do mundo deverá estar aplicando em dívida pública como decorrência de superávit com o país. No caso de um superávit público o argumento é exatamente o oposto. O equilíbrio completo de estoques só ocorrerá, se por coincidência o nível de atividades for tal que equilibre simultaneamente as contas públicas e a conta corrente do balanço de pagamentos.

Considere que Y_G e Y_E sejam respectivamente os níveis de atividade que equilibram as contas públicas e a conta corrente. Caso $Y_G < Y < Y_E$, o governo terá superávit público e em conta corrente, na situação em que $Y_E < Y < Y_G$ haverá déficit público e em conta corrente. Não há nenhum mecanismo previsto no ajustamento de estoques que faça os dois níveis de atividades serem iguais.

Com isso, a dívida pública e a dívida com não residentes, podem estar aumentando em relação a uma renda dada. Godley & Cripps (1983) consideram que uma situação de aumento contínuo da dívida pública acompanhada de um déficit em conta corrente não é uma hipótese plausível para o longo prazo⁶⁹.

Com este modelo Godley and Cripps (1983) e Godley (1984a), acreditam ter estabelecido o 'quintessential Keynesian effective demand principle' como um determinante da produção e do emprego. Neste sentido, a política fiscal torna-se um instrumento essencial como forma de estímulo à produção e o emprego, a não ser que haja uma restrição externa que 'would prevent real output from rising enough to reach full employment of labour and, still less, of physical output capacity'(Godley, pp. 157, 1984).

Um dos pontos essenciais do argumento original do CEPG é a proposição (kaldoriana) de que existe uma restrição externa imposta pela necessidade de equilíbrio na conta corrente do balanço de pagamentos. Nos vários números dos boletins do CEPG, por exemplo, no número 4 de março de 1978, se colocava (discutindo a política econômica inglesa) que:

"The potential of GDP is limited not only by available labour supply and trends in productivity, but also by constraints associated with the balance of payments. The task (...) is to consider how severe these constraints are likely to be in future under different strategies, and to infer the rate of growth of GDP which might be achieved under each"(CEPG, n. 4 march, 1978).

Também em Godley & Cripps (1983) & Godley (1984a), notadamente em suas conclusões, afirmam ter mostrado que a restrição externa é o principal limitador da produção em uma economia capitalista, especificamente em Godley & Cripps (1983) considera-se que:

⁶⁹Na prática haverá ou uma redução nos gastos públicos ou aumento de alíquota de imposto, e/ou aumento nas exportações ou redução na propensão a importar. São duas as razões apontadas para que este ajuste ocorra: (i) a dificuldade do governo financiar o déficit público no caso em que aumento na dívida pública seja direta ou indiretamente demandado por não residentes; (ii) a persistência de déficits em conta corrente 'will make the national currency less and less acceptable in currency markets'(Godley & Cripps, pp. 298, 1983).

“In sum, we have reestablished something very like the keynesian position as perceived by policy-makers through the 1950s e 1960s, when economic performance throughout the developed world was more consistently successful than in any other period of history. In the absence of external constraints, government by its fiscal decisions, would inevitably be choosing the degree of capacity utilization and the level of employment” (Godley & Cripps, pp. 305. 1983).

Portanto, o produto é determinado pelo equilíbrio na conta corrente do balanço de pagamentos⁷⁰. Tal resultado traz importantes implicações de política econômica. Segundo Godley & Cripps (1976), ‘the current account determines the maximum level of real national income that can be achieved’(Godley & Cripps, pp. 341, 1976).

Para que Y seja igual a Y_E , é necessário que Y seja também igual a Y_G ⁷¹. Ou seja, do ponto de vista de política econômica, como as exportações são exógenas, a única forma desta situação ocorrer é o governo ajustar os seus gastos de forma que este nível de atividades seja atingido⁷².

Com base nesta abordagem os economistas do CEPG formularam estratégias que permitissem a obtenção de duas metas de política econômica, o pleno emprego e equilíbrio no balanço de pagamentos.

A política fiscal era desde logo descartada como forma de estímulo isolado à demanda agregada e ao crescimento, uma vez que, como vimos acima, um aumento dos gastos públicos tem como contrapartida uma piora no saldo em conta corrente do balanço de pagamentos⁷³. Dada a existência da restrição

⁷⁰ A restrição externa é vista como um determinante do produto e não como uma restrição, como seria mais adequada. Para a idéia do equilíbrio em conta corrente como restrição e não como condição de equilíbrio no trabalho de Kaldor ver Freitas (2003). Para um modelo em que o equilíbrio em conta corrente é uma restrição à taxa de crescimento ver Serrano & Willcox (2000).

⁷¹ Ver Freitas (2003).

⁷² Isto pode ser confirmado, como veremos adiante pelas proposições de política econômica do CEPG. A principal idéia é a política fiscal expansiva para levar a economia ao pleno emprego deveria ser combinada com políticas que reduzissem o coeficiente de importações. Do ponto de vista analítico isso significaria expandir o Y_E e o Y_G simultaneamente.

⁷³ A não ser que fosse acompanhada por uma política que reduzisse a propensão a importar ou que elevasse as exportações o que permitiria atingir as duas metas simultaneamente.

externa, a política mais adequada para promover o pleno emprego seria a política fiscal expansiva acompanhada de controle das importações⁷⁴.

Tal proposição de política acaba por ter uma implicação teórica importante. Neste caso, e somente neste caso, com o equilíbrio simultâneo da conta corrente do balanço de pagamentos e do déficit público, haverá equilíbrio completo de estoques, tal qual no modelo para a economia fechada e com governo. Note, entretanto, que este não é um caso geral, decorre do fato que, na prática, principalmente como resultado da observação do comportamento da economia inglesa nos anos setenta, considerava-se que o nível de atividades de equilíbrio seria aquele em que a conta corrente estivesse em equilíbrio⁷⁵.

Na próxima seção consideraremos as aplicações empíricas feitas a partir do modelo do CEPG notadamente para o estudo da economia inglesa e americana, e as adaptações necessárias para aplicá-lo a estas análises.

2.3-O modelo New Cambridge para economias em crescimento

Os modelos *New Cambridge*, desde a década de setenta nos estudos sobre a economia inglesa e nas recentes análises sobre a economia americana, tiveram como objetivo discutir as implicações de política econômica voltadas para administração da demanda agregada tendo em vista os comportamentos dos superávits/déficits dos setores privado, público e externo.

Partindo-se de uma economia que cresce a uma taxa constante, discutem-se os comportamentos possíveis para os superávits/déficits dos setores privado, público e externo, dadas algumas hipóteses comportamentais. Com isso, definem-se quais as estratégias de política fiscal e de comércio exterior seriam capazes de estimular a demanda agregada sem deteriorar as metas para o déficit público e o saldo em conta corrente.

Considerava-se que tais inferências sobre os resultados de política só seriam possíveis caso se tivesse alguma hipótese sobre o comportamento do superávit privado e da acumulação líquida de ativos financeiros. De acordo com o

⁷⁴ Para a defesa do controle das importações associada à política fiscal expansiva ver Godley & Cripps (1978).

⁷⁵ Para a discussão destas condições no modelo de Kaldor, ver Freitas (2003).

CEPG: “the choice of PSBR (Public Sector Borrowing Requirements) target by the government has implications for the balance of payment which can be known **if and only if** [grifo nosso] Δ NAFA is predictable.” (CEPG, pp. 34, vol.8 n°1,1982).
Ou:

“Given the target chosen for balance of payments and prediction of private asset accumulation, the PSBR (Public Sector Borrowing Requirements) can be set(...) and a combination of public spending and tax rates should be decided which will achieve this PSBR at the desired level of income chosen jointly with balance of payments targets” (CEPG, pp. 34, 1982, vol.8 n°1).

Nas análises aplicadas aos casos concretos da Inglaterra e EUA, a hipótese sobre o NAFA é um pouco diferente da que foi definida no modelo das seções anteriores. Para estudar economias em crescimento, a suposição é de que o setor privado manterá um superávit constante ao longo do tempo como proporção do PIB: “The essential hypothesis which we still take to be an appropriate presumption, was that the private sector’s net stock of financial assets **grows** [grifo nosso] broadly in proportion to the flow of money income” (CEPG, pp.35, 1982).

Na prática, os economistas do CEPG consideraram a hipótese do NAFA igual a zero uma aproximação, uma vez que historicamente, seja na Inglaterra seja nos EUA, o setor privado apresentou pequenos e constantes superávits ao longo do tempo:

“The New Cambridge theorem (....) was put forward as an usual approximation which ensured at least that all financial flows, albeit at a very high degree of aggregation, were incorporated in the system and that nothing absurd about the relationship of stocks to flows of financial assets was being assumed by default” (CEPG, vol. 6, n°1, pp. 40, 1980).

Em textos mais recentes, como em Godley (1995a), aparece também a mesma idéia: “As the NAFA is identically equal to the PSD less the balance of

payments, the two deficit would be identical twins, if and only if, the NAFA were always zero, they would look quiet like twins if the NAFA were nearly constant” (Godley, pp. 11, 1995a).

Embora o NAFA (como uma proporção do PIB) aparentasse não ter uma tendência de longo prazo, na prática, segundo Godley, flutuava muito pouco, sendo possível considerá-lo constante como proporção do PIB e não igual a zero⁷⁶.

Desta maneira, conclui-se que o PIB seguirá o que Godley define como CFTR (‘combined fiscal and trade performance’) ‘roughly one for one, albeit erractily’ (Godley, pp.1, 1999a)⁷⁷.

Nas seções que se seguem descreveremos as aplicações do modelo de New Cambridge para o caso da Inglaterra na década de setenta conforme pensado originalmente pelo CEPG e para o caso americano recente. Antes, porém, reformularemos a hipótese sobre o NAFA apresentado na seção anterior considerando-o constante em proporção da renda ao longo do tempo.

2.3.1-A hipótese do NAFA constante e suas implicações

Consideram-se apenas os três setores agregados da economia, setor privado, setor público e setor externo. Todas as hipóteses do modelo apresentado na seção anterior, inclusive a principal delas, de que o setor privado acumula ativos financeiros em uma proporção fixa em relação à renda disponível, são mantidas. Contudo, supõe-se que o estoque de ativos financeiros cresce a mesma taxa que o produto da economia. Isto implica que o setor privado irá manter um superávit constante ao longo do tempo como proporção do PIB, segundo Godley (1995a):

“For the author’s view, there are good theoretical and empirical grounds for postulating a stable relationship between real private expenditure, disposable income and the real stock of financial assets (...) The claim is that in the absence

⁷⁶ Ver Godley (2000a, 2000b, 2002, 2003) entre outros.

⁷⁷ Como veremos abaixo, para os EUA, entre 1961 e 1992 o PIB de fato, ainda que de forma errática, seguiu a CFTR. A questão é que após 1992, especialmente entre 1992-2001, o PIB americano não seguiu exatamente este padrão.

of cyclical fluctuations, it is reasonable to expect that the real NAFA, the private sector's surplus of real income over real expenditure, would be a some small, positive and fairly stable proportion of GDP" (Godley, pp. 12, 1995a)

Com isso, é possível fazer algumas inferências sobre o comportamento do déficit público e o do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos considerando que a economia cresce a uma taxa constante: "These properties of the NAFA lead, by themselves, to the important conclusion that the public sector deficit will normally and on average, be at least as large as the balance of payment deficit"(Godley, pp. 12, 1995a)⁷⁸.

Formalmente temos que:

$$NAFA = \alpha g[(1-t)Y] \quad (27)$$

onde g é a taxa de crescimento da demanda agregada e da renda por conseguinte, que Godley supõe ser dada.

Esta equação significa que o estoque de ativos financeiros crescerá a mesma taxa que a renda disponível do setor privado. Decorre daí, como consequência, o NAFA como proporção do PIB será constante para uma dada taxa de crescimento. O modelo é praticamente o mesmo da seção anterior com exceção dos gastos privados que dependerão da taxa de crescimento do produto.

Os gastos privados são por definição iguais à renda disponível menos o NAFA. Podemos, considerar adotando o mesmo procedimento de Godley & Cripps (1976), que o investimento em capital circulante para uma economia em crescimento pode ser definido por:

⁷⁸ Ou em sua análise sobre a economia americana na década de noventa: "As the private sector's financial deficit is likely to revert toward its usual state of surplus, it follows that as a matter of accounting logic that the government would have to run a deficit at least as large as the balance of payment deficit (...)"(Godley, pp. 2. 2003).

$$\Delta I = \gamma \Delta YD = \gamma(1-t)gY \quad (28)$$

Desta maneira:

$$PE = (YD - NAFA - \Delta I) = [(1-t)Y - \alpha(1-t)gY - \gamma(1-t)gY] = [(1-t)Y][1 - \alpha g - \gamma g]$$

(29)

Substituindo (29) em (22) obteremos:

$$Y = [(1-t)[1 - \alpha g - \gamma g]Y + G + \gamma(1-t)gY + X - mY] \quad (30)$$

Resolvendo para o nível de produção teremos que:

$$Y = \frac{G + X}{1 - (1-t)(1 - \alpha g) + m} \quad (31)$$

O termo αg define quanto do incremento da renda deve ser alocado para a acumulação de ativos financeiros, e, por conseguinte, $1 - \alpha g$ é a parte que será alocada para consumo e investimento em capital fixo⁷⁹.

A questão relevante que pode ser colocada é porque em uma economia que cresce, o ‘acelerador’ do investimento em capital circulante não tem impacto sobre o nível de renda de equilíbrio.

Os gastos privados são um resíduo, logo se ajustam para manter o NAFA constante com uma proporção do PIB. Desta maneira, qualquer aumento no investimento em estoques reduz o NAFA e, por isso, deve ser compensado pela queda em algum componente do gasto privado (consumo ou investimento em capital fixo). Com isso, sua contribuição ao nível de renda acaba por se anular,

⁷⁹ Discutiremos adiante qual a forma de tratamento do capital fixo que é compatível com o modelo do Godley e a hipótese sobre o NAFA.

como se houvesse um deslocamento de um outro componente do gasto privado para que o NAFA permanecesse constante como proporção do PIB⁸⁰.

No estado estacionário, com a economia crescendo a uma taxa constante, a propensão a gastar do setor privado não será igual a um, uma vez que se o NAFA é positivo. Por razões óbvias, uma fração do aumento da renda será poupado em um montante superior a ampliação no consumo e investimento e assim, a propensão a gastar não pode ser igual a um.

Modificações permanentes nas taxas de crescimento dos gastos públicos e/ou das exportações definirão as variações em seus respectivos déficits e superávits como proporção do PIB. A taxa de crescimento da demanda agregada pode ser decomposta da seguinte forma⁸¹:

$$g = \left(\frac{G}{G+X}\right)g_{SP} + \left(\frac{X}{G+X}\right)g_X \quad (32)$$

onde g_{SP} e g_X são respectivamente as taxas de crescimento dos gastos do setor público e das exportações.

Podemos observar que a taxa de crescimento da demanda agregada é uma média das taxas de crescimento dos gastos públicos e das exportações, ponderada pelo peso de cada uma delas no seu somatório. Esta discussão sobre os determinantes da taxa de crescimento da renda é extremamente relevante para a análise da evolução dos déficits e superávits dos três setores da economia como proporção do PIB. Senão vejamos:

$$\frac{\overline{NAFA}}{Y} = \left(\frac{G-T}{Y}\right) + \left(\frac{X-M}{Y}\right) \quad (33)$$

Por (33), como o NAFA deve ser constante como uma proporção do PIB, alterações no déficit público serão refletidas em mudanças de igual magnitude no

⁸⁰ Estranhamente em Godley & Cripps (1976) a acumulação de estoques é excluída do cálculo do NAFA. Ver Godley & Cripps pp. 338, 1976.

⁸¹ Note que esta é uma decomposição que tem como objetivo tornar claro o argumento de Godley.

déficit em conta corrente e vice-versa. Como, por hipótese, o setor privado se mantém na norma estoque fluxo, dada a taxa de crescimento do produto, o NAFA será constante uma vez que todos os gastos privados são induzidos pela renda.

No estado estacionário, definido como uma situação em que a taxa de crescimento é dada, o NAFA (como proporção do PIB) é constante, mas na transição entre os dois estados estacionários ele deve se elevar para se adequar à norma estabelecida entre o estoque de ativos financeiros do setor privado. Os gastos privados são residuais, e variarão sempre no montante necessário para ajustar o estoque de ativos à norma. Desta forma, o superávit privado deve se elevar, o que terá necessariamente como contrapartida um aumento do déficit do setor público e setor externo como um todo. Vejamos algumas situações possíveis:

(i) $g_{SP} > g_X$

Neste caso a renda crescerá a uma taxa maior que as exportações e menor que os gastos públicos. Com isso, os impostos (que dependem positivamente da renda e logo crescem a mesma taxa) crescerão menos que os gastos públicos e as importações (que também são uma função positiva da renda) crescerão mais que as exportações, o que fará com que o déficit público se eleve(ou o superávit diminua) e o déficit em conta corrente se eleve (ou o superávit se reduza). O peso dos gastos públicos na renda se eleva em detrimento da queda no peso das exportações, e como a alíquota dos impostos e a propensão a importar são dados, o déficit público aumenta (ou o superávit diminui) e o déficit em conta corrente se eleva (ou o superávit se reduz) como proporção do PIB.

(ii) $g_X > g_{SP}$

Neste caso a renda crescerá a uma taxa maior que os gastos públicos e menor que as exportações. Com isso, os impostos crescerão mais que os gastos públicos e as exportações crescerão mais do que as importações, o que fará com que o déficit público se reduza (ou o superávit aumente) e o déficit em conta

corrente diminua (ou o superávit aumente). De forma análoga, o peso das exportações no PIB se eleva em detrimento da queda no peso dos gastos públicos, fazendo com que déficit público se reduza (ou o superávit aumente) e o déficit em conta corrente diminua (ou o superávit aumente) como proporção do PIB.

(iii) $g_{SP}=g_X$

caso os gastos públicos cresçam a mesma taxa que as exportações, os déficits e superávits se manterão constantes ao longo do tempo como proporção do PIB.

Tanto nas situações (i) como (ii) os superávits e déficits do setor público ou em conta corrente estarão se modificando. No caso (i) o déficit público estará aumentando continuamente (ou o superávit se reduzindo) assim como o déficit em conta corrente se elevando (ou superávit se reduzindo). No caso (ii) a situação é exatamente oposta.

Considere que, por coincidência, as taxas de crescimento das exportações e gastos públicos sejam idênticas e o governo decida fazer uma política fiscal expansiva elevando de maneira permanente a taxa de crescimento dos gastos públicos. Neste caso, estaríamos na situação (i) descrita acima, tendo como resultado um maior déficit público acompanhado (ou um menor superávit) e um maior déficit em conta corrente (menor superávit). Caso, por intermédio de uma política de comércio exterior a taxa de crescimento das exportações se elevasse também de forma permanente, cairíamos no caso (ii) acima, com superávit em conta corrente (menor déficit) e superávit público (menor déficit).

Os gastos privados, o consumo e o investimento são residuais e variarão sempre para ajustar o setor privado à sua norma. Por este motivo, no momento em que há um aumento permanente na taxa de crescimento, as parcelas do consumo e do investimento na renda se reduzem e se manterão constantes enquanto a taxa de crescimento não se alterarem. Por outro lado, a parcela das exportações e/ou dos gastos públicos se elevarão caso suas taxas aumentem de forma permanente.

Nas próximas seções discutiremos as implicações de política econômica do modelo do CEPG para o caso da Inglaterra e Estados Unidos.

2.3.2- O caso da Inglaterra nos anos setenta

Os economistas do CEPG consideravam que a principal restrição ao nível de atividades da economia inglesa era imposto pelo saldo na conta corrente do balanço de pagamentos. Desta maneira, impunham uma meta para o déficit em conta corrente, e, como o NAFA por hipótese é constante, o déficit público se ajustaria ao nível de renda necessário para manter a meta do saldo em conta corrente⁸².

O ponto era extremamente claro:

“the success of manufacturing industry in selling goods in world markets which determines the growth (or decline) of the economy as a whole. In view of endemic weakness of British manufacturing, we took a consistently very gloomy, view about the long-term prospects of the British economy- at least unless, by hook or by crook, the extremely adverse trends in foreign trade could be reversed” (Godley, pp. 195, 2002).

A política econômica deveria ter como estratégia para lidar com a restrição externa e estimular o crescimento da produção, o controle das importações e não a desvalorização da taxa de câmbio nominal. A idéia, em última instância, era que o comércio internacional deveria ser administrado de modo que as propensões a importar fossem reduzidas sem, entretanto, que houvesse uma diminuição no volume das importações.

A política fiscal era vista como o único instrumento capaz de levar a economia inglesa ao pleno emprego, desde que acompanhada do controle de importações para que a economia não batesse no teto imposto pela restrição externa. Caso contrário, a política fiscal expansiva geraria uma ampliação do déficit em conta corrente.

⁸² Ver Godley & Fetherson (1978).

De acordo com os economistas do CEPG, a política que deveria acompanhar a política fiscal expansiva era o controle das importações por meio de imposição de tarifas ou quotas, considerada superior à desvalorização da taxa de câmbio nominal:

“The argument, to recap briefly, is that if protection is undertaken together with fiscal expansion on such a scale that the current balance of payments does not improve in compared with what otherwise would have happened, imports (other’s countries exports) will not in total be lower than otherwise have been” (Godley & Christodoulakis, pp. 407, 1987).

Nos modelos do CEPG discutiam-se os determinantes do volume das importações e exportações e seus respectivos preços. Estes últimos dependem, respectivamente, do nível de renda doméstico e mundial (e das suas respectivas elasticidades) e dos seus custos relativos medidos em uma mesma moeda. Os efeitos da desvalorização da taxa de câmbio sobre o saldo em conta corrente e sobre o nível de produto dependem dos impactos da taxa de câmbio nominal sobre os termos de troca, o que na prática não ocorreria para os economistas do CEPG.

Segundo Cuthbertson (1979), os efeitos da desvalorização sobre as importações e exportações não são significativos. A taxa de câmbio real é uma medida dos preços relativos das importações e das exportações. A desvalorização nominal não afeta a taxa real de câmbio segundo os economistas do CEPG. Os preços de importação e de exportação estão dados em moeda estrangeira e se elevam em moeda doméstica como resultado de uma desvalorização nominal.

O comportamento dos preços domésticos depende dos custos de produção, que por sua vez dependerá primordialmente da evolução dos salários nominais. A desvalorização da taxa de câmbio nominal só teria efeito sobre a taxa de câmbio real caso os preços domésticos subissem menos que a taxa de câmbio nominal.

Em outras palavras, isso só ocorreria caso a indexação salarial não acompanhasse a desvalorização nominal e os trabalhadores aceitassem esta

modificação na distribuição de renda. Caso não aceitassem, a desvalorização causaria um aumento igual nos custos de produção e os termos de troca não se alterariam.

Decorre daí, que o volume de importações e exportações responderia muito pouco a uma desvalorização cambial, porque esta não altera significativamente a taxa de câmbio real. Com isso, não teria efeitos sobre o balanço de pagamentos e sobre o nível de produção e de emprego no longo prazo.

A única forma de se relaxar a restrição externa e elevar a produção, seria a adoção de desvalorizações sucessivas, de forma que os preços “corressem” à frente dos aumentos nos custos e nos salários. O resultado disso seria uma espiral de desvalorizações cambiais e elevações no nível geral de preços. Com efeito, como os salários nominais eram indexados, a desvalorização geraria uma aceleração da inflação.

Por este motivo, a desvalorização da taxa de câmbio nominal não era considerada uma política adequada. O controle das importações por seu turno, não teria conseqüências inflacionárias.

Godley defendia que o controle das importações não deveria ser feito do estilo ‘beggar-my-neighbour’⁸³. As restrições às importações também não poderiam ser discriminatórias, e não deveriam ser utilizadas para melhorar o balanço de pagamentos do país em detrimento dos demais⁸⁴. Esta estratégia de política implica que deveria existir algum país deficitário que não retaliasse aqueles que se movessem na direção de um superávit⁸⁵.

Nos diversos boletins do CEPG publicados nos anos setenta considerava-se que a política econômica inglesa foi conduzida de forma inadequada “by a failure to recognise the central importance of the balance of payments constraint on the growth of output and loss of industrial market as the main cause of this constraint” (CEPG, n° 4, pp. 3, 1978). O CEPG considerava que a condição necessária para a expansão sustentada da produção é que:

⁸³ E, portanto não deveria haver retaliação por parte dos parceiros comerciais.

⁸⁴ De acordo com Godley & Christodoulakis (1987) a Inglaterra deveria modificar a composição das suas importações na direção dos países que também tivessem problemas de balanço de pagamentos uma vez que consideravam que tal política geraria uma expansão líquida da produção mundial e do comércio.

⁸⁵ Ver Godley & Cripps (1978).

“the public sector deficit should be progressively reduced and with the share of available resources preempted by domestic demand. It is essential to the sustainable growth strategy which we have always advocated that the agent of expansion should be rising exports or reduced import penetration” (CEPG, pp. 2, n°2, 1979).⁸⁶

Na prática, a política seguida para lidar com a restrição externa foi a política fiscal restritiva. Tal estratégia, seguida pela Inglaterra durante várias décadas no pós-guerra levou à economia inglesa a diversos ciclos de *stop-and-go*, condicionados pelo balanço de pagamentos⁸⁷.

A política fiscal restritiva embora contribuísse para reduzir o déficit em conta corrente, agravava o problema do desemprego. Com base neste argumento defendiam que as ‘exportações líquidas’ deveriam ser os “agentes” da expansão. Como decorrência do instrumental analítico utilizado, o déficit público se reduziria⁸⁸.

Do ponto de vista analítico, como vimos em seções anteriores, o objetivo era aproximar Y_E , o nível de renda que equilibra a conta corrente do balanço de pagamentos de Y_G , o nível que equilibra o déficit público. Do ponto de vista normativo, deveria se estimular as exportações e reduzir o coeficiente de importações, entretanto na prática a política seguida foi de redução nos gastos públicos.

Por este motivo defendiam-se políticas destinadas a reverter o declínio da indústria inglesa, principalmente o protecionismo, ainda que reconhecendo os limites impostos pelos arranjos internacionais de comércio exterior e pelos organismos multilaterais.

⁸⁶A questão para a imposição de quotas e tarifas eram os obstáculos institucionais impostos pelos acordos internacionais de comércio e os organismos multilaterais. Por outro lado, os problemas estruturais da indústria inglesa tornavam implausíveis os aumentos requeridos para as exportações. Ver CEPG n°2, pp. 17, 1976).

⁸⁷ Ver por exemplo o número 4 do CEPG em 1978 e Godley (1995b).

⁸⁸ Veja que o ajuste no déficit público é consequência direta da ampliação do nível de atividades, decorrente das mudanças nas exportações e na propensão a importar.

2.3.3-A economia americana na década de noventa.

Godley utilizou este instrumental diretamente para estudar a economia americana, principalmente, o período que se estende de 1992 a 2000. O argumento básico é que a trajetória de crescimento apresentada pela economia americana seria insustentável sem uma mudança na direção de sua política de comércio exterior, uma vez que foi liderada por um ‘pouco usual’ déficit do setor privado⁸⁹.

Esta discussão é extremamente importante se tivermos em conta as conclusões peculiares que se derivam da transposição direta para a economia americana do modelo apresentado na seção acima e suas conclusões designadas para o estudo da economia inglesa.

Historicamente, nos EUA o setor privado e o setor externo apresentaram superávits, ao passo que o setor público apresentou um déficit. No período entre 1992 e 2000, o setor público passou a apresentar um superávit. Para Godley & Izurieta (2004):

“Yet it only needed a glance at the configuration of financial balances to infer that a situation had been developing which was unsustainable. The change in government’s balance had steadily, and on an increasing scale, been withdrawing purchasing power from the economy and the same thing was true of the balance of payments. It could therefore be inferred that the motor driving the economy had resided entirely in a wholly exceptional rise in private expenditure relative to disposable income, causing the whole private sector to fall ever more deeply into financial deficit.(...)It was this pattern of balances which led us, in a series of papers published around that time, to point out that the private financial balance would revert towards its long run average and that when this happened the stance of fiscal policy would have to be transformed if a severe recession was to be avoided; also that net export demand would eventually have to be raised as well” (Godley & Izurieta, pp. 4, 2004).

⁸⁹ Esta proposição pode ser observada nos diversos textos publicados por Godley desde 1995, especialmente as Policy Notes publicadas no Levy Institute.

A situação da economia americana a partir da segunda metade dos anos noventa, considerando os superávits e déficits dos vários setores, foi de déficits em conta corrente e “restrição fiscal”⁹⁰. Como consequência lógica, o setor privado incorreu em um déficit, sendo considerado o motor do crescimento americano no período⁹¹.

No entanto, do ponto de vista das hipóteses analíticas do modelo do CEPG, o crescimento americano não poderia ser sustentado pela expansão dos gastos privados, uma vez que se supõe que há a norma fixa entre o estoque de ativos financeiros e a renda disponível. Por este motivo, ainda que temporariamente os gastos privados estivessem crescendo acima do crescimento da renda disponível, no momento em que o setor privado retornasse a sua norma, a economia americana encontraria problemas, por conta da política fiscal seguida no período e do suposto problema externo da economia americana⁹².

Com o setor privado gastando menos e o setor público gastando mais e gerando déficits, necessariamente seria gerado um déficit em transações correntes e a economia americana ‘bateria’ na restrição externa, como explicado acima para o modelo com a economia aberta.

Tal política de obtenção de superávits fiscais leva Godley (2000) a concluir que:

“If, as it seems likely, private expenditure at some stage reverts to its normal relationship with income, there will be **given present fiscal plans** [grifo nosso] a

⁹⁰Godley associa superávit fiscal a políticas fiscais contracionistas. É possível que o setor público tenha superávit com uma economia em expansão sem que haja nenhuma restrição fiscal. Basta que os demais gastos cresçam a uma taxa superior que a taxa de crescimento dos gastos públicos. Neste modelo tal fato só é possível se estivermos em uma situação parecida com a que descrevemos no item (ii) da seção acima, uma vez que todos os gastos privados são induzidos. Analisaremos mais adiante como estas conclusões se modificam em um modelo que hajam gastos autônomos privados que crescem e podem crescer a taxas distintas do gastos público e exportações.

⁹¹ Ver Godley (2000a,2000b).

⁹²Note que nos diversos trabalhos publicados desde 1995 a ênfase na principal restrição enfrentada pela economia americana se modifica. Em alguns textos, o principal problema parece a orientação do governo americano de seguir uma suposta ‘restrição fiscal’. Em outros, claramente o problema maior é o balanço de pagamentos.

severe and unusually recession with a large rise in unemployment” (Godley, pp. 1, 2000a)⁹³.

Entretanto, o relaxamento da política fiscal não seria suficiente porque há limites para seu uso como forma de estimular o nível de atividades por conta do agravamento do déficit em conta corrente. Ao mesmo tempo, em textos mais recentes Godley aponta uma outra razão contra a política fiscal: supostamente há limites para o endividamento do setor público como uma fração do PIB⁹⁴.

Esta proposição se confirma, quando, ao analisar a evolução da configuração dos superávits e déficits da economia americana, Godley coloca que:

“the expansion has again been powered by forces which, while different, must again prove unsustainable in the long run. It seems impossible that the fiscal expansion can be continued much longer, taking the budget deficits and eventually government debt uncharted territory. Even if it rises no further the present implies an unacceptable growth in public debt towards 100% of GDP.” (Godley & Izurieta, pp. 5, 2003).

Por este motivo, e pelo fato do comportamento do setor privado no período analisado ser considerado atípico, Godley conclui que o motor do crescimento sustentado americano não pode ser nem o déficit privado nem público. Portanto, o caminho é adotar políticas que estimulem as exportações líquidas⁹⁵.

Note que há uma certa descontinuidade nas proposições de Godley. Em alguns trabalhos, por exemplo, Godley (2000a) e Godley (2000b), a política fiscal expansiva não era recomendada. A justificativa não estava em nenhum limite imposto ao endividamento público (como apontado em textos recentes como

⁹³ Como veremos em capítulos posteriores, esta afirmação não é válida. Em um modelo keynesiano, com os gastos públicos dados, o comportamento do déficit público depende da evolução da renda. Portanto, o setor público pode estar seguindo uma política de ampliação dos gastos, e ainda assim, ter um superávit dependendo do comportamento dos demais gastos autônomos da economia, notadamente os gastos autônomos privados não contemplados por Godley em seu modelo.

⁹⁴ Curioso que Godley em diversos trabalhos menciona que como o déficit privado tem uma tendência a retornar a sua média histórica, a economia americana entraria em uma recessão a não ser que houvesse uma revolução na ‘fiscal stance’. Mas esta suposta revolução tem um limite imposto pela razão dívida pública PIB. Ver Godley et alli (2003) e Godley et alli (2004).

⁹⁵ Ver também Godley, Izurieta & Zezza (2004).

Godley et alli (2003) e Godley et alli (2004)), mas por conta do agravamento do déficit em conta corrente e da ‘escalada do endividamento externo’⁹⁶.

Um déficit em conta corrente ainda que constante, por aumentar a dívida externa, eleva os riscos de que em algum momento o resto do mundo deixe de financiar a economia americana. De acordo com Godley (1995a):

“however the debt ratio may be, is defective because it ignores the fact that, even after “stability” has been achieved, there remains a balance of payments deficit which needs to be financed, and the larger the debt, the larger will be this current account deficit” (Godley, pp. 23, 1995a).

Podemos ainda tomar como exemplo uma passagem em Godley et alli (2004):

“However a government deficit equal to 9% of GDP, combined with interest rates in excess of 5% will send the internal and external debts hurtling towards 100% of GDP (...) If there is anyone who considers a 9% budget deficit to be tolerable, what about 15% or 30%? It has to stop somewhere. The longer the deficit goes on rising the larger and more painful the adjustment will be when the tide eventually turns” (Godley et alli, pp. 12, 2004).

A contradição está no fato de que para a economia não entrar em recessão o governo americano deveria modificar a direção da política fiscal. Entretanto, os déficits públicos requeridos para evitar uma recessão levariam a dívida pública como fração do PIB a níveis insustentáveis. Por outro lado, tal política elevaria o déficit em conta corrente levando também o endividamento externo a níveis insustentáveis.

Portanto, não haveria alternativa para a economia americana, que não a elevação das exportações líquidas⁹⁷. A idéia é que o déficit em conta corrente

⁹⁶ ‘if the United States merely replaced deficient private demand with extra public demand, the economy would run ever larger current account deficits and escalate its external indebtedness’(Godley & Martin, pp. 3, 1999).

importa para os EUA da mesma forma como importam para qualquer outro país ou setor, porque gera uma carga crescente de juros que, em algum momento, se torna difícil de financiar^{98,99}.

De acordo com Godley (1995b), seria claro que o déficit em transações correntes não poderia ser financiado sem que se elevassem os juros, o que contribuiria para gerar um maior envio de renda líquida para o exterior. Esta situação se agravaria caso os não residentes deixassem de utilizar o dólar como a moeda de reserva ou como meio de pagamento internacional¹⁰⁰.

Portanto, o único ‘antídoto’ para a situação contraditória em que se encontrava a economia americana na segunda metade da década de noventa seria uma expansão das exportações líquidas. Como estimular as exportações líquidas? A prescrição de política é a mesma sugerida para a Inglaterra, a adoção de ‘temporary, non selective import restrictions at some stage’ (Godley, pp. 10, 1995b), claro que dentro das regras de comércio estabelecidas pelos organismos multilaterais de comércio.

As alternativas de políticas fiscais deflacionistas e desvalorização da taxa de câmbio nominal continuam não sendo consideradas as mais adequadas. A primeira, porque agravaria o desemprego. A segunda é absolutamente implausível em um mundo onde os fluxos de capital são desregulamentados e que a taxa de câmbio é determinada pelo equilíbrio entre oferta e demanda por divisas¹⁰¹.

⁹⁷ Segundo Godley (1995a) os EUA, como uma nação devedora, devem ter um superávit comercial, porque ninguém questionaria que há limites para o endividamento externo americano. Ainda segundo Godley (1995a) não importa qual seja este limite, o que realmente importa é que em algum momento um superávit comercial deverá ser gerado. Ver Godley, pp. 23, 1995a. Ver também Godley (1995b).

⁹⁸ Godley (1995b, pp. 11) e Godley (pp. 2, 2003).

⁹⁹ Basicamente, segundo Godley nos seus diversos trabalhos, a renda líquida enviada ao exterior pelos EUA é resultado dos juros e menos de lucros e dividendos. Curiosamente, Godley (2002b) constata que a renda líquida enviada ao exterior pelos EUA ficou próxima de zero para o período. Isto foi resultado do fato de que os juros embora crescentes foram compensados pelos lucros decorrentes dos investimentos diretos americanos no exterior. Por um lado os retornos dos investimentos americanos foram altos e superaram os juros pagos sobre o passivo externo que seguem a tendência da taxa de juros sobre os títulos americanos. Ver Godley (2002b).

¹⁰⁰ Como mencionado anteriormente, o argumento de Godley nesta série de artigos sobre a economia americana possui algumas descontinuidades e contradições. Em Godley (2003) ele afirma, ao se referir às consequências do déficit em conta corrente que: “Deficits in the balance of payments are usually feared because they have to be financed by external borrowing that may not be forthcoming on acceptable terms and because foreign debts have to be serviced. The argument put forward here is an entirely different one: that the developing balance of payments deficit is going to act as a formidable drag on demand.” (Godley, pp.7, 2003).

¹⁰¹ E que portanto, não há qualquer garantia que esta taxa de câmbio seja exatamente aquela que levará as exportações e a propensão a importar nos níveis desejados. Ver Godley, pp. 25, 1995b. Veja que para a economia americana o argumento contra desvalorização nominal se altera, uma vez que como descreve

Portanto, a alternativa seria a adoção do controle das importações como menciona Godley (2003): “It is possible to imagine circumstances under which recourse to protective tariffs might be the only way in with the US’s strategic problem can be solved”(Godley, pp. 7, 2003).

Não tivemos como objetivo nesta seção fazer uma análise exaustiva da política americana na década de noventa, mas apenas ilustrar a análise teórica do CEPG com as aplicações à economia americana, e como veremos, as conclusões peculiares que se derivam. Como mostraremos, a economia inglesa teve como sua principal restrição ao crescimento nos anos setenta o balanço de pagamentos, ao passo que os EUA por ser o emissor do meio de pagamento internacional não enfrentam tal restrição. Por este motivo, a transposição direta da análise da economia inglesa à economia americana leva a proposições de política extremamente peculiares¹⁰².

No próximo capítulo, além das críticas às implicações de política econômica, apresentaremos outras críticas de cunho teórico, analisando a compatibilidade com o princípio da demanda efetiva, a consistência da hipótese do NAFA constante, a arbitrariedade da suposição de uma norma fixa entre fluxos e estoques, a ausência de uma teoria do valor e distribuição como base do modelo e a mudança nos objetivos originais do modelo do CEPG com a maior influência dos trabalhos de Tobin.

Serrano (2004), o grau de resistência dos trabalhadores se reduziu bastante desde os anos 80 e uma redistribuição de renda a favor dos capitalistas não encontraria obstáculos para ser efetivada. Para Inglaterra tal situação não era factível, segundo Godley. Por isto, a defesa do controle das importações em detrimento da desvalorização nominal passa ter outra justificativa.

¹⁰² Para uma análise crítica da política econômica americana ver próximo capítulo.

3-Avaliação crítica ao modelo do CEPG

O modelo do CEPG apresentado no capítulo anterior sofreu algumas críticas absolutamente diversas indo desde a ausência completa de referências à literatura macroeconômica¹⁰³, até a falta de uma discussão mais sistemática sobre o ‘lado da oferta’ da economia e de explicações consistentes sobre a hipótese das normas entre fluxos e estoques. Dentre os mais importantes se destacaram aquelas realizadas por Blinder (1978), Solow (1984), Malinvaud (1984) e Pasinetti (1984)

Neste capítulo enunciaremos estas observações, acrescentando a crítica de Serrano (2004) às proposições de política econômica aplicadas à economia americana, e ainda, discutiremos alguns aspectos que dizem respeito à lógica e coerência do modelo. As críticas estarão divididas em seis blocos.

- (I) Compatibilidade entre o modelo do CEPG (em suas diversas versões e níveis de abstração) e o princípio da demanda efetiva na versão de Serrano (1995,1996);
- (II) As hipóteses necessárias para a manutenção da hipótese do NAFA constante como proporção do PIB nos casos em que haja transações com ativos financeiros entre o setor privado e o setor público e externo e os respectivos pagamentos e recebimentos de rendas.
- (III) As hipóteses sobre a função investimento compatíveis com a suposição acerca do comportamento do NAFA;
- (IV) A ausência de uma teoria do valor e distribuição como base do modelo: a crítica de Blinder (1978), Malinvaud (1984) e Pasinetti (1984);

¹⁰³“Who could think today of writing a book on macroeconomics without mentioning the names of John Maynard Keynes and Milton Friedman?” (Pasinetti, 1984, pp. 109). Pasinetti (1984) faz a crítica também ao método de exposição pouco didático utilizado no livro.

- (V) A crítica de Solow (1984) acerca da arbitrariedade da hipótese de norma fixa;
- (VI) As mudanças nas características e objetivos do modelo: a incorporação das decisões de portfólio e a ‘tobinesque tradition’; e
- (VII) Crítica de Serrano (2004) às prescrições de política econômica para a economia americana na segunda metade da década de noventa em que será destacada a insustentabilidade de seus déficits públicos e em conta corrente;

3.1-Compatibilidade com o princípio da demanda efetiva

Nesta seção discutiremos a compatibilidade entre o modelo do CEPG e o princípio da demanda efetiva conforme formulado por Serrano (1995, 1996). Tal avaliação levará em consideração os modelos para economia fechada e sem governo e aberta com governo, separando as duas situações analisadas no modelo de Godley (principalmente no caso da economia fechada): o estado estacionário e a transição entre estados estacionários.

Veremos que para a economia fechada e sem governo o modelo de Godley é compatível com o princípio da demanda efetiva na transição, entretanto no estado estacionário, por conta da imposição da norma, vale a Lei de Say. No modelo para a economia aberta e com governo, com a introdução de gastos autônomos, o modelo de Godley passa a ser compatível com o princípio da demanda efetiva na transição e no estado estacionário.

3.1.1-A versão do princípio da demanda efetiva

Tomando como base os trabalhos de Serrano (1995, 1996) e Kaldor (1989), podemos estabelecer, resumidamente, as duas condições necessárias para que o princípio da demanda efetiva seja válido¹⁰⁴:

¹⁰⁴ Veja que estamos seguindo a versão do princípio da demanda efetiva resultado da crítica de Garegnani (1983) à Teoria Geral de Keynes. De acordo com Garegnani (1983) a crítica fundamental de Keynes à teoria marginalista do emprego diz respeito à teoria da taxa de juros. Observa Garegnani (1983), que se a taxa de

- (i) a propensão a gastar da economia deve ser maior que zero e menor do que um;
- (ii) deve haver um montante positivo de gastos autônomos.

O princípio da demanda efetiva estabelece que a demanda agregada determina o nível efetivo de renda, o que implica que os lucros só são gerados no momento em que os gastos são realizados. Contudo, considerar que a demanda determina a renda e a produção não significa que as decisões de produzir não gerem nenhum gasto.

Parte da renda, as rendas contratuais, é gerada pelas decisões de produção. Estas geram automaticamente gastos em consumo decorrentes de rendas contratuais que são geradas pelo pagamento de salários e outros custos incorridos na produção.

Portanto, as decisões de produção geram uma parte da demanda necessária para que a sua realização. Não garante, porém, que toda a produção será vendida uma vez estes gastos representam no máximo (caso os receptores destas rendas tenham propensão a consumir igual a um), parte da produção equivalente ao montante das rendas contratuais.

Caso só existissem estes gastos na economia, o sistema colapsaria uma vez que, para qualquer nível de produção, a demanda seria sempre insuficiente para

juros fosse exógena ao mercado de poupança e investimento, só por coincidência ela estaria no nível necessário para ajustar o investimento à poupança de pleno emprego, e, portanto, levar a economia ao pleno emprego dos fatores. Desta maneira, é mais importante para a crítica de Keynes à natureza da taxa de juros e menos a forma específica como explicá-la. No entanto, para “não deixar a taxa de juros no ar” Keynes utilizou a teoria da preferência pela liquidez para explicá-la. Para Garegnani (1983) a parte mais original da crítica keynesiana é a explicação, através do multiplicador dos gastos, do ajuste entre poupança e investimento. Do ponto de vista desta dissertação a preferência pela liquidez não tem qualquer importância para o estabelecimento do princípio da demanda efetiva. Como já discutimos no capítulo quatro, seguindo Serrano (1995, 1996) e Kaldor (1989), dois fatores são essenciais para o estabelecimento da proposição de que a demanda determina a produção: (i) a existência de uma propensão a gastar menor que um, explicada não pela lei psicológica fundamental, mas sim pelo fato de que a distribuição de renda é tal que a parcela dos salários na renda é menor do que um, o lucro é uma categoria de renda que só é realizada quando o gasto é efetuado, assim ainda que os trabalhadores gastassem toda a sua renda a propensão a consumir seria menor do que; (ii) a existência de gastos autônomos financiado através de poder de compra obtido fora do processo de produção e geração da renda. Portanto, nesta versão do princípio da demanda efetiva a preferência pela liquidez não cumpre nenhum papel relevante. Como Keynes supunha uma relação inversa entre investimento e taxa de juros, a preferência pela liquidez tornava-se relevante porque, ao determinar a taxa de juros no mercado monetário, fixava também o nível de investimento.

fazer com que toda a produção fosse vendida. Com isso os capitalistas reduziriam a produção de forma a adequá-la à demanda e, como todos os gastos são induzidos pela produção, a demanda se reduziria e continuaria aquém da produção. Neste caso, o único nível de produção factível seria zero.

Como na prática o sistema capitalista não colapsa, significa que há outros gastos que são financiados independentemente das decisões de produzir. Estes são financiados por poder de compra obtido “fora” do processo de determinação da produção e da renda, por exemplo, através da venda de ativos financeiros, obtenção de crédito e desentesouramento. Estes gastos são definidos como gastos autônomos.

Segundo Serrano (1995), só é possível afirmar que a demanda determina a produção se pelo menos parte da demanda é financiada independentemente das decisões de produção. Além disso, como mencionamos acima, só há níveis de produção lucrativos caso existam gastos autônomos.

Formalmente temos:

$$Y = \frac{A}{1 - c} \quad (34)$$

onde A é montante de gastos autônomos e c a propensão marginal a consumir

Para que possamos afirmar que a produção é determinada pela demanda efetiva, o montante de gastos autônomos A deve ser maior que zero e a propensão marginal a consumir deve ser maior do que zero e menor do que um. Caso fosse igual a um, seria o mesmo que afirmarmos que a Lei de Say seria válida. Resta-nos discutir se os modelos de Godley apresentados acima são compatíveis com esta versão do princípio da demanda efetiva.

3.1.2-O modelo de Godley e o princípio da demanda efetiva

Devemos analisar separadamente, com base na equação (34), a transição para o estado estacionário do próprio estado estacionário discutindo suas respectivas propriedades. O modelo para economia fechada e sem governo com o

investimento em estoques como autônomo é compatível com o princípio da demanda efetiva.

A variável A da equação (34) é composta pelo investimento em estoques. A propensão a consumir é menor do que um na transição. A justificativa para isso é diferente da dada por Keynes, baseado na lei psicológica fundamental, e da versão mais estrutural de Kaldor/Kalecki descrita em Serrano (1995, 1996) e utilizada na seção anterior.

Se a economia estiver fora do estado estacionário, o setor privado está fora da sua norma, e, portanto, deverá ajustar o seu estoque de ativos financeiros ao nível desejado em relação à renda. Por isso, para acumular ativos financeiros e restabelecer a norma, terá uma propensão a poupar positiva, e logo uma propensão a consumir menor do que um.

Como o investimento em estoques é realizado *once-for-all* e a economia se ajusta à norma, no estado estacionário os estoques estarão constantes e o investimento será zero. Desta forma, o setor privado não irá acumular nem desacumular ativos, assim a propensão a consumir será igual a um. Conforme observamos na equação (34), no estado estacionário, nenhuma das duas condições necessárias para que o princípio da demanda efetiva seja válido são respeitadas: a propensão a consumir é igual a um e os gastos autônomos são nulos.

Podemos considerar que, no estado estacionário, vale a Lei de Say sustentada com base na hipótese da norma fixa. Portanto, para este modelo a norma cumpre um papel lógico fundamental, garantindo, na ausência de choques exógenos, um nível de produção de equilíbrio. Caso não houvesse a norma nem os choques exógenos o sistema colapsaria.

No caso da economia aberta e com governo, o modelo se modifica em alguns aspectos importantes. Introduzem-se duas fontes de injeções de gastos autônomos, os gastos públicos e as exportações, e duas fontes de vazamentos, a alíquota da tributação e a propensão a importar. Além disso, o investimento em capital circulante passa a ser determinado pelo nível de renda esperado por conta

da imposição de uma norma entre o estoque de bens semi-acabados e matérias-primas e o nível de renda.

A análise da transição para o estado estacionário não se modifica em relação àquela feita acima. A variável A da equação (34) será igual a $G+X+\Delta I$, e o denominador $1-c(1-t)+m$. Caso o setor privado não esteja em sua norma será desencadeado um ajuste como o mencionado acima.

No estado estacionário, com o setor privado ajustado à norma, a propensão a gastar da renda disponível do setor privado é igual a um. Do ponto de vista formal, isso implica que $c=1$, e a propensão a gastar **da renda agregada** é igual a t , que por definição é menor do que 1.

Desta maneira, as duas condições necessárias à validade do princípio da demanda efetiva são respeitadas no modelo para a economia aberta e com governo. A norma entre estoques e fluxos não tem nenhum papel lógico fundamental de garantir um nível de produção factível no estado estacionário, como no caso da economia fechada e sem governo.

Entretanto, cabe ressaltar, que a norma se constitui em uma hipótese comportamental fundamental que definirá a principal implicação de política econômica do modelo do CEPG, qual seja, o fato de que o déficit público (ou superávit) se reflete inteiramente em um déficit em conta corrente (ou superávit), e toda a discussão que dela se deriva.

3.2-As implicações dos estoques sobre os fluxos e a hipótese sobre o NAFA

Nesta seção, analisaremos a implicação da consideração explícita das rendas pagas e recebidas pelo setor privado no modelo para a economia aberta e com governo.

Veremos que as transações com estoques de ativos, entre o setor privado e o setor público, e entre o setor privado e o setor externo que tenham contrapartida em fluxos de pagamentos e recebimentos de rendas terão importantes implicações sobre a hipótese acerca do NAFA na versão do modelo com taxa de

crescimento e logo com a hipótese do NAFA constante como proporção da renda¹⁰⁵.

3.2.1-Os juros da dívida pública e a hipótese sobre o NAFA

Vamos considerar a equação (22) tornando explícito o pagamento de juros pelo setor público ao setor privado detentor da dívida pública, separando-os da tributação líquida e desconsiderando por enquanto, como faz Godley, as rendas enviadas e recebidas do exterior:

$$Y + RG - T - PE = (G + RG - T) + (X - M) \quad (35)$$

onde T é montante de impostos líquidos das transferências excluindo RG que é o pagamento de juros sobre a dívida pública detida pelo setor privado.

A equação (27) que define os gastos privados também deve se alterar:

$$PE = YD(1 - \alpha g) = [(1 - t)Y + RG][1 - \alpha g] \quad (36)$$

Substituindo as relações comportamentais do modelo na equação (35) e a equação (36) em (35), considerando que a economia cresce a uma taxa constante e tomando todas as variáveis como proporção do PIB temos que:

$$[(1 - t - \frac{RG}{Y}) - ((1 - t) - \frac{RG}{Y})(1 - \alpha g)] = (\frac{G}{Y} + \frac{RG}{Y} - t) + (\frac{X}{Y} - m) \quad (37)$$

Simplificando, obteremos:

$$[\alpha g(1 - t - \frac{RG}{Y})] = (\frac{G}{Y} + \frac{RG}{Y} - t) + (\frac{X}{Y} - m) \quad (38)$$

¹⁰⁵ Este problema não se coloca para o modelo com nível. Neste, como se supõe que o NAFA é nulo no estado estacionário, os gastos privados estarão num montante que mantenha o NAFA nulo. Por isso, qualquer acréscimo ou decréscimo na renda disponível (gerado por rendas pagas ou recebidas) terá como contrapartida gastos maiores ou menores de forma que o NAFA se mantenha nulo.

O montante de juros pagos ao setor privado é igual à taxa de juros fixada pelo Banco Central vezes o estoque de dívida pública do período anterior conforme equação abaixo:

$$RG = iGD_{-1} \quad (39)$$

onde i é a taxa de juros nominal da economia fixada por hipótese pelo Banco Central

Desta forma:

$$[\alpha g(1 - t - \frac{iGD_{-1}}{Y})] = (\frac{G}{Y} + \frac{iGD_{-1}}{Y} - t) + (\frac{X}{Y} - m) \quad (40)$$

No estado estacionário a razão entre o estoque total de ativos, igual ao somatório de PD, GD e ODP, e a renda, é fixa. Entretanto, a taxa de crescimento do estoque total de ativos não deve ser, necessariamente, igual à taxa de crescimento de cada um dos ativos particulares. Isto significa que o estoque de dívida pública pode crescer a uma taxa maior que FA desde que ODP cresça a uma taxa menor e vice-versa. Ou seja, a taxa de crescimento do estoque de ativos FA é uma média da taxa de crescimento dos três ativos que o compõe.

Caso GD cresça a uma taxa superior a FA, e, por conseguinte do nível de renda, os pagamentos de juros como proporção da dívida pública estarão crescendo ao longo do tempo. Desta maneira, o NAFA como proporção da renda estará aumentando a não ser que esteja sendo compensado pelo aumento da alíquota do imposto.

Para o NAFA como proporção da renda permanecer constante, dada uma taxa de crescimento, será necessário: (i) a mudança na norma; (ii) o aumento simultâneo da alíquota do imposto.

Implicitamente, Godley considera que a alíquota do imposto se ajusta¹⁰⁶ para manter o NAFA como proporção do PIB constante através do cálculo de uma alíquota necessária para gerar o nível de renda de estado estacionário¹⁰⁷.

Considerar que o governo aumenta a alíquota do imposto é uma suposição arbitrária. Ao mesmo tempo, alterar a norma significa violar o axioma de comportamento do modelo que condiciona e define todos os seus resultados de política econômica.

3.2.2-A renda líquida enviada ao exterior e a hipótese sobre o NAFA

Nesta seção consideraremos explicitamente o pagamento de rendas supondo que o setor privado e o setor público recebem e pagam rendas ao exterior respectivamente, e discutiremos suas implicações lógicas para o modelo. A equação (35) se transforma em:

$$Y + RG + RLP - T - PE = (G + RG + RLG - T) + (X + RLP - RLG - M) \quad (41)$$

onde RLP é a renda líquida recebida pelo setor privado e RLG é a renda paga pelo setor público ao setor externo.

A renda líquida paga pelo setor público depende da taxa de juros externa, que consideraremos como dada, e o estoque passado de ativos externos:

$$RLP = i^* ODP_{-1} \quad (42)$$

i^* é a taxa de juros externa

A renda líquida recebida pelo setor privado se define da mesma maneira, depende da taxa de juros externa, que consideraremos como dada, e o estoque passado de passivo externo:

¹⁰⁶ Ver Godley & Cripps (1976) pp. 339.

¹⁰⁷ Segundo, Economic Policy Review (1976): "tax rates should be set by reference only to external and internal targets, the likely full-employment yield of the tax system, and, and the likely level of public expenditure." (Economic Policy Review, pp. 46, 1976).

$$RLG = i^* ODG_{-1} \quad (43)$$

Com isso, temos que:

$$[\alpha g(1-t - \frac{iGD_{-1}}{Y} + i^* \frac{ODP_{-1}}{Y})] = (\frac{G}{Y} + \frac{iGD_{-1}}{Y} + i^* \frac{ODG_{-1}}{Y} - t) + (\frac{X}{Y} - m - i^* \frac{ODP_{-1}}{Y} - i^* \frac{ODG_{-1}}{Y})$$

(44)

Assim como discutido na seção anterior, podemos afirmar que os ativos financeiros individualmente não crescem necessariamente à mesma taxa que o estoque total de ativos. Isto significa que a razão ODP/Y estará se modificando ao longo do tempo.

Por exemplo, se ODP estiver crescendo a uma taxa superior a FA e a renda Y, o NAFA do setor privado estará se reduzindo como proporção do PIB, a não ser que alguma outra variável esteja compensando este aumento na renda líquida. Neste caso, a alíquota do imposto teria que estar se reduzindo, ou o montante de juros pagos pelo governo deve estar aumentando ou um aumento nas normas. Como vimos acima, todas estas possibilidades são igualmente arbitrárias.

A conclusão que chegamos é que qualquer transação de estoques que o setor privado faça e que tenha uma contrapartida em termos de pagamento/recebimento de rendas para fora do setor privado trará este tipo de problema. Para que não haja este problema é preciso que outras variáveis compensem o movimento do pagamento de juros e das rendas líquidas ou o abandono da hipótese das normas fixas.

Os únicos casos em que não ocorrerá este tipo de problema e que o modelo do CEPG se manterá consistente com a hipótese da norma (ou não necessitará de nenhuma outra hipótese arbitrária) são:

- (i) caso em que o setor público só se endivida com o exterior e que o setor privado não acumule ativos/se endivida com o exterior: neste caso, o

estoque de ativos privados, FA, será igual à PD, o estoque de empréstimos que financiam a acumulação de estoques e o setor privado não recebe nem paga renda para nenhum outro setor;

- (ii) caso em que a conta corrente do balanço de pagamentos e o déficit público estão em equilíbrio simultaneamente: neste caso $Y_E = Y_G$, e o NAFA é zero, haverá equilíbrio completo de estoques e a economia estará de fato no estado estacionário (e não no quase estado estacionário) com os estoques de ativos constantes (ou crescendo a mesma taxa) e as proporções das rendas pagas e recebidas também inalteradas.

3.3-Investimento, crescimento e a hipótese sobre o NAFA

Blinder (1978), ao analisar criticamente o trabalho de Godley & Fetherson (1978), aponta que a grande diferença para os modelos keynesianos tradicionais é a especificação da função dos gastos privados¹⁰⁸. De acordo com Blinder (1978): 'I find the complete consolidation of individuals and corporations somewhat fanciful under present financial and tax arrangements'. (Blinder, 1978, pp. 69)¹⁰⁹.

O modelo do CEPG em suas diversas versões considerou explicitamente apenas o investimento em capital circulante ou em estoque e bens semi-acabados como denomina Godley. Para o investimento em capital fixo é menos clara a forma como foi tratado. Vamos começar a discussão sobre este último.

Em Godley & Fetherson (1978) e Godley & Cripps (1976) se considera explicitamente o investimento em capital fixo em conjunto com o consumo, e em

¹⁰⁸ Nos concentraremos na crítica de Blinder (1978). De acordo com Blinder (1978): "Just what is "new" about the New Cambridge approach? I argue here that, while there are few new wrinkles in New Cambridge, most of the major departures from modern American Keynesianism are things that have often been associated with "old Cambridge" – things like fixed nominal wages and prices, interest-inelastic investment demand, and passive monetary policy" (Blinder, A. 1978, pp. 67). Vale observar que a crítica feita por Blinder (1978) foi extremamente bem recebida pelos economistas do CEPG, segundo o Economic Policy Review vol. 6, 1980 a crítica à Godley & Fetherson (1978) "contains a complete re-exposition of the New Cambridge position using a much more comprehensible notation" (Economic Policy Review, vol. 6, pp. 40-41, 1980).

¹⁰⁹ Para os economistas adeptos da abordagem New Cambridge, embora reconhecendo que não existiam muitas alternativas dadas as dificuldades de modelar o setor empresarial, consideravam que: 'there is an advantage in aggregation provided the overall relationship in empirically robust. What is ensured, by modeling the expenditure function in aggregate, is that assumption about an acquisitions of financial assets by the private sector as whole are plausible in the long run...' (Godley & Cripps, pp. 336, 1976)

Godley & Cripps (1983) e Godley (1984a) apenas implicitamente. Em todos estes trabalhos, não há uma discussão em separado sobre os determinantes do investimento em capital fixo.

Discute-se genericamente o comportamento dos gastos privados determinados pela necessidade de manter o NAFA nulo ou constante como proporção da renda. Desta forma, depreende-se que o comportamento do investimento segue o comportamento dos gastos privados, sendo residual e se ajustando para manter a norma fixa entre o estoque de ativos financeiros como proporção da renda disponível¹¹⁰.

Algumas observações sobre o comportamento do investimento em capital fixo devem ser feitas.

No modelo de Godley sem crescimento necessariamente o investimento líquido em capital fixo, caso seja de fato considerado, deve ser nulo no estado estacionário. Se no estado estacionário houver um investimento (líquido) positivo o estoque de capital fixo estará sendo alterado. Caso contrário, o estoque de capital fixo estaria se modificando assim como o estoque de empréstimos necessários para financiá-los violando a própria definição de equilíbrio de estoques. Neste caso, não haveria equilíbrio completo de estoques.

Portanto, dentro dos gastos privados, pelo menos no estado estacionário, não pode haver investimento em capital fixo positivo, o que vale para o modelo em todos os níveis de abstração em que apresentamos¹¹¹. Isto nos leva a concluir que a única hipótese plausível é que o investimento em capital fixo seja nulo e que o modelo só tenha capital circulante.

O investimento em capital circulante por sua vez assume dois comportamentos distintos: autônomo no modelo para a economia fechada e sem

¹¹⁰ Por este motivo, a única maneira de interpretar a função dos gastos privados, utilizados no modelo do CEPG segundo Blinder (1978), é através de uma função consumo que dependa da renda disponível das famílias e do estoque de riqueza, e de um investimento que dependa unicamente dos lucros retidos. Entretanto, esta apresentação é pouco usual e, de acordo com Blinder (1978), 'I rather doubt that the sum of consumption and investment spending can be explained very well by the sum of disposable income plus retained earnings, and its lagged value' (Blinder, A. pp. 83, 1978).

¹¹¹ Em Godley & Cripps (1983) e Godley (1984a) não se faz qualquer menção ao estoque de capital fixo bem como ao investimento.

governo e determinado por uma norma fixa com renda disponível do setor privado no modelo para a economia aberta e com governo.

Na economia fechada e sem governo, o investimento em capital circulante deve necessariamente ser autônomo. Caso fosse determinado pela norma, poderia gerar uma instabilidade tal qual o problema do ‘fio da navalha’ de Harrod¹¹². Neste, se a economia não crescesse à taxa garantida, como o investimento reage ao grau de utilização da capacidade produtiva, a economia entraria em um processo contínuo de sub ou sobre utilização de capacidade.

Portanto, a única taxa de crescimento factível que faz com que a economia se mantenha com seu grau de utilização em seu nível planejado é a taxa garantida. Isto segundo Serrano (1996) é o mesmo que supor que a Lei de Say vale no longo prazo¹¹³.

A imposição de uma norma entre estoque de bens e matérias-primas e a renda implicaria que o investimento em estoque reagiria positiva ou negativamente ao nível efetivo da norma (ou, o que significa a mesma coisa, do grau de utilização da capacidade instalada)¹¹⁴. O nível efetivo de estoques (ou a capacidade instalada) é decidido com base no investimento realizado período anterior. Como os empresários acumulam estoques com base na expectativa de variação futura no nível de produção, se estas expectativas estivessem equivocadas o único nível de renda factível seria aquele do estado estacionário determinado pela norma. A única situação em que as normas seriam estáveis é aquela em que a acumulação de estoques é nula e o setor privado estivesse gasto toda a sua renda disponível.

Por este motivo, no modelo para economia fechada, a acumulação de estoques deve ser exógena.

Nos modelos em que hajam gastos autônomos, gastos públicos e exportação, o investimento líquido em capital circulante é determinado pela necessidade de manter a norma γ constante. Para a economia em crescimento o investimento líquido em capital circulante depende da norma e do crescimento da renda. Neste modelo, como explicado acima, o PE é um resíduo, necessário para

¹¹² Ver Godley (1984a) pp. 142 e Godley & Cripps (1983) pp. 86.

¹¹³ Ver Serrano (1996).

¹¹⁴ Ver Godley & Cripps (1976) para esta discussão.

manter o NAFA constante como proporção da renda. Por isso, a contribuição do investimento em estoques à renda é anulada pela redução gerada em algum outro componente dos gastos privados.

No modelo com crescimento, não há a necessidade lógica do investimento em capital fixo ser nulo. Entretanto, pelo fato de ser residual, há a possibilidade de ser deslocado pelo investimento em capital circulante.

Há ainda outros resultados pouco intuitivos acerca do comportamento do investimento. Particularmente, no caso da economia em crescimento, o modelo do CEPG gera uma relação entre taxa de crescimento e taxa de investimento que contraria as evidências empíricas e as teorias sobre o tema. A evidência empírica aponta para uma forte correlação positiva entre a taxa de crescimento e a parcela do investimento no produto¹¹⁵.

O modelo do CEPG, como vimos acima nos sugere o contrário. Uma mudança permanente na taxa de crescimento seja dos gastos públicos ou das exportações eleva a parcela destes no produto e reduz a parcela do investimento.

A lógica deste resultado é aparentemente simples. O nível de investimento é induzido pelo crescimento da renda disponível, não com a motivação de ajustar a capacidade produtiva à demanda efetiva, mas para ajustar a acumulação líquida de ativos à norma. Neste modelo os gastos privados são residuais e variarão sempre no montante necessário para ajustar o estoque de ativos à norma.

No estado estacionário, o NAFA é constante, mas na transição entre os dois estados estacionários ele deve se elevar para adequar a taxa de crescimento dos ativos financeiros ao crescimento da renda disponível (mais elevado em função do aumento das taxas de crescimento dos gastos autônomos) à norma estabelecida. Desta forma, o superávit privado deve se elevar (ou seja, os gastos privados devem crescer menos que a renda disponível), o que terá necessariamente como contrapartida um aumento do déficit do setor público e setor externo como um todo.

¹¹⁵ Ver Serrano (1995,1996, 2001a).

No novo estado estacionário, a parcela do investimento na renda será menor, mas se manterá constante. Por outro lado, a parcela dos gastos públicos (ou das exportações) se elevará como proporção da renda¹¹⁶.

Em versões mais recentes dos modelos de Godley trata-se explicitamente o investimento em capital fixo em separado do consumo, mas não há uma única função investimento utilizada¹¹⁷. Deve se discutir se as funções investimentos utilizadas por Godley em seus diversos trabalhos são compatíveis com a hipótese da norma fixa.

O único comportamento do investimento (seja em capital fixo e em estoques) compatível com a hipótese sobre os gastos privados é o postulado no modelo apresentado acima, isto é, investimento sendo residual¹¹⁸.

3.4- A ausência de uma teoria do valor e distribuição

O modelo do CEPG, em sua concepção original, é um modelo kaldoriano/keynesiano em que a demanda efetiva determina a produção e o grau de utilização da capacidade produtiva. No momento em que se estabelece uma teoria da demanda efetiva para o longo prazo é necessário mostrar como a capacidade produtiva se ajusta à demanda. Segundo Pasinetti (1984), assim como

¹¹⁶ Por exemplo, em um modelo com base no acelerador, como o de Serrano (1995,1996) e o que veremos no capítulo seis, no momento em que há uma elevação do gasto público, por exemplo, o investimento cresce em um primeiro momento mais do que os gastos. Isto se deve à necessidade de ampliar a capacidade não só para atender à ampliação dos gastos autônomos como para adaptar a capacidade da indústria de bens de capital à nova taxa de crescimento dos gastos autônomos. Em um momento inicial, o investimento cresce a uma taxa maior que a da demanda agregada fazendo com que o grau de utilização da capacidade fique temporariamente maior que seu nível planejado até que a capacidade produtiva se adapte à nova taxa de crescimento dos gastos autônomos. Por isso, a parcela do investimento no produto será elevada. No modelo do Godley o investimento é residual, determinado pela necessidade de ajustar o NAFA do setor privado. Neste caso, como a capacidade produtiva da economia não foi ajustada para adaptar a capacidade da indústria de bens de capital, haverá uma sobreutilização permanente da capacidade produtiva da economia, e neste caso, a norma entre os estoque de bens e matérias primas estará menor do que a desejada. Desta maneira, viola-se uma hipótese importante do modelo e uma outra evidência empírica, a de que no longo prazo há uma tendência de que capacidade produtiva e demanda agregada estejam ajustadas.

¹¹⁷ Por este motivo, na apresentação do modelo no capítulo anterior tratamos o investimento dentro da variável PE que denomina os gastos privados. Ademais, os resultados do modelo do CEPG, como vimos na seção anterior, não se alteram com estas modificações. A hipótese relevante continua a ser a norma fixa entre o estoque de ativos financeiros do setor privado e a renda disponível. Por este motivo, o estado estacionário é exatamente o mesmo.

¹¹⁸ Não é claro que funções investimento diferentes desta são compatíveis com a hipótese sobre o NAFA.

Malinvaud (1984)¹¹⁹ e mesmo Blinder (1978), não basta supor simplesmente que a demanda determinará a oferta com base em uma “Lei de Say às avessas”¹²⁰.

A explicitação de um mecanismo de ajuste, segundo Pasinetti (1984) é essencial para que não se estabeleça o princípio da demanda efetiva apenas ‘associando’ produção à demanda. Esta ausência de discussão sobre o lado da oferta decorre da não explicitação da teoria do valor e distribuição que seria a base do seu modelo, e especificamente, o que é uma decorrência do não tratamento adequado do investimento.

Neste sentido, é extremamente pertinente a crítica de Blinder (1978)¹²¹, segundo a qual não é clara qual a ‘função de produção’ que é utilizada no modelo do CEPG. A questão é que ter uma teoria sobre o lado da oferta não significa necessariamente que esta seja a teoria neoclássica do valor e distribuição.

A dúvida de Blinder (1978) é a seguinte: se não é a teoria neoclássica do valor e distribuição que eles utilizam como base, então qual teoria seria? Nas palavras de Blinder (1978): “We know, for example, that the marginal productivity theory of labor demand commands less than universal assent in ‘old Cambridge’. It would be nice to know where New Cambridge stands on this issue”(Blinder, pp. 78, 1978)¹²².

O problema não é exatamente a ausência de uma discussão sobre investimento em capital fixo como aponta Dos Santos (2003)¹²³. O problema dos modelos do CEPG é a ausência de uma teoria do valor e distribuição que seja

¹¹⁹ Malinvaud (1983) se refere a uma suposta lei de Godley’s na qual a demanda cria a sua própria oferta sem estabelecer nenhum mecanismo teórico explícito que explique o ajuste entre demanda efetiva, produção e capacidade produtiva.

¹²⁰ Em uma alusão ao fato de que na formulação da Lei de Say clássica postula-se arbitrariamente, sem nenhum mecanismo teórico explícito, que a poupança determina o investimento e que, portanto oferta cria a sua própria demanda.

¹²¹ Esta crítica foi feita ao modelo apresentado em Godley & Fetherson (1978).

¹²² Blinder (1978) aponta outras críticas tais como a ‘rigidez do salário nominal’, investimento insensível a taxa de juros’, passividade do lado da oferta da economia, a endogeneidade da oferta monetária. Estas são simplesmente diferenças entre as teorias utilizadas, teoria da determinação da oferta de moeda, da taxa de juros, do investimento, do salário nominal e da distribuição e do emprego. O problema é que Godley e seus associados não especificam com clareza que teorias estão utilizando. Para os críticos como Blinder (1978), que tomam como referência a a teoria neoclássica do valor e distribuição, parece que há uma ausência de explicação consistente para certos fenômenos. Isto evidencia a ausência de uma teoria do valor e distribuição que seja a base dos modelos do CEPG.

¹²³ No modelo do supermultiplicador sraffiano de Serrano (1995, 1996), por exemplo, só há investimento em capital circulante (o mesmo investimento em estoques do modelo de Godley), mas há uma discussão sistemática sobre os determinantes do investimento.

base de seu modelo e, particularmente, que seja base para a teoria do investimento.

Nos diversos trabalhos de Godley, como vimos acima, são utilizadas funções investimento distintas. Em Godley (1996) apresenta-se uma função investimento keynesiana baseada em uma “versão rudimentar” do acelerador tomando o estoque de capital desejado como uma fração fixa das vendas esperadas. Em Godley (1990) discute-se como o investimento é financiado¹²⁴ sem, entretanto, apresentar os seus determinantes.

Em Godley *et alli* (1987) e Godley & Lavoie (2000) apresenta-se uma versão mais eclética da função investimento. No primeiro, o investimento é determinado por uma versão do ‘acelerador flexível’ dependendo do nível de produção e do estoque de capital no início de período mas tendo também a taxa de juros e a taxa de lucro como seus determinantes. Em Godley & Lavoie (2000) mantém-se um elemento do modelo do acelerador, mas amplia-se ainda mais o número de determinantes, entre eles a razão q de Tobin, a razão entre o *cash flow* e o capital além de um elemento exógeno para representar o *animal spirits* dos empresários¹²⁵.

Este último aspecto não pode ser considerado uma vantagem e sim uma deficiência, uma vez a quantidade elevada de fatores que influenciam o investimento faz com se perca a capacidade de explicação para o seu comportamento. Ademais, no momento em que se incorpora uma série de elementos oriundos da teoria do valor e distribuição neoclássica, precisamente a relação inversa entre taxa de juros e investimento, os resultados do modelo passam a ser condicionados por tal hipótese.

O consenso da macroeconomia é que o investimento é uma função decrescente da taxa de juros, e que esta elasticidade é tal que, na ausência de rigidezes, a taxa de juros é capaz de ajustar o investimento à poupança de pleno emprego. Petri (1997) faz uma crítica exaustiva das funções investimento que se

¹²⁴ Com base na abordagem de Adrian Wood segundo Godley (1990).

¹²⁵ Com isso Godley & Lavoie (2000) apud Dos Santos (2003) afirmam que as possibilidades para a função investimento são inúmeras, o que certamente não concordamos.

fundamentam na relação inversa com a taxa de juros mostrando que nenhuma das versões é consistente do ponto de vista lógico¹²⁶.

A principal forma de justificar esta relação tem como base a teoria do capital neoclássica na qual a taxa de juros equilibra o mercado de fator de produção capital, sendo a demanda por capital enquanto estoque uma função negativa da taxa de juros. Entretanto, a controvérsia do capital nos anos sessenta e setenta mostrou que não há base lógica para tal descrição do mercado de fatores¹²⁷.

Depois das críticas à teoria do capital, alguns desenvolvimentos mais recentes da teoria do investimento neoclássica tiveram como objetivo justificar de uma outra maneira a relação inversa entre taxa de juros e investimento. Dentre os quais se incluem a teoria q de Tobin e a abordagem dos custos de ajustamento¹²⁸.

Petri (1997) afirma que tais justificativas também não se sustentam uma vez que as teorias do investimento assumem ilegitimamente que os retornos dos projetos de investimento independem da taxa de juros¹²⁹. Mais do que isso, estes desenvolvimentos mais recentes são baseados em hipóteses arbitrárias e justificativas genéricas, logo, conclui Petri (1997), a única base sustentável para a relação inversa entre investimento e taxa de juros é a teoria do capital. A questão é que as críticas sraffianas à concepção do capital como fator de produção (oriundas da controvérsia do capital) mostraram que não há base lógica para tal teoria¹³⁰.

Portanto, ainda que tais funções investimento fossem compatíveis com a hipótese sobre o NAFA, teorias do investimento que tenham a taxa de juros como seu argumento, se sustentam sobre bases frágeis. O ponto de partida de qualquer discussão sobre investimento deve ser a crítica da relação inversa entre taxa de juros e investimento em qualquer de suas versões¹³¹.

¹²⁶ Para uma discussão detalhada da função investimento e o princípio da demanda efetiva ver Fagundes (2005).

¹²⁷ De acordo com Petri (1997), Garegnani (1983), Garegnani & Petri (1989), Serrano (2001a), entre outros, não há qualquer razão para se supor que existe esta relação inversa.

¹²⁸ Ver Ackley (1978) e Junakar (1972).

¹²⁹ Para detalhes ver Petri (1997) e Fagundes (2005).

¹³⁰ Para detalhes ver Petri (1997).

¹³¹ Ver Petri (1997), Garegnani (1983), Serrano (2001a) entre outros.

Mais do que isso, um modelo como o do CEPG¹³², no qual se pretende restabelecer o princípio de que a demanda determina a produção e a evolução da capacidade produtiva é essencial utilizar uma teoria do valor e distribuição que seja consistente do ponto de vista lógico. Com isso, seria possível estabelecer uma função investimento logicamente coerente e consistente com princípio da demanda efetiva no longo prazo^{133,134}.

3.5- Versões recentes, decisões de portfólio e a ‘Tobinesque Tradition’

Especialmente a partir da crítica de Solow (1984), na segunda metade dos anos oitenta, Godley associa explicitamente ao seu modelo, a teoria do portfólio de Tobin¹³⁵. A composição da riqueza e de seu acréscimo será feita em ativos financeiros dependendo negativamente das suas próprias taxas de juros e positivamente das taxas de juros dos outros ativos financeiros. As decisões de consumo e poupança passam a se associar a uma teoria de portfólio de Tobin.

Em uma de suas críticas ao modelo de Godley, Solow (1984) coloca que, como as economias modernas possuem uma variedade de ativos financeiros e um grande número de taxas de juros nos vários ativos um modelo keynesiano completo deve conter uma teoria do portfólio. Segundo Solow (1984): “This vein has been most thoroughly mined by Tobin, as summarized in his Nobel lecture ‘Money and Finance in the Macroeconomic Process’. I would hope Godley could follow suit”(Solow, pp. 165, 1984).

A despeito desta mudança, a solução para o modelo permanece essencialmente a mesma da apresentada no capítulo anterior. O consumo das

¹³² Ressalte-se que Godley denomina seu modelo em diversos trabalhos, e em particular em um recente texto autobiográfico afirma que o modelo ‘is a keynesian multiplier-accelerator model’. Ver Godley (1992).

¹³³ Em Petri (1993) e Pivetti (1991) criticam-se as demais funções investimento keynesianas (e kaleckianas), e a conclusão é que aquela função mais consistente é a *old-fashioned accelerator theory*. Muito embora na conclusão de seu artigo Petri (1997) afirme que uma série de fatores podem afetar o investimento sendo difícil achar uma teoria que faça o investimento depender de poucas variáveis apenas.

¹³⁴ Por exemplo, Serrano (1995, 1996) apresenta uma teoria da demanda efetiva de longo prazo, mostrando como a capacidade produtiva se ajusta à demanda efetiva e como a oferta pode impor um limite ao crescimento econômico por intermédio da propensão marginal a poupar. Entretanto este é apenas um limite potencial e o crescimento é determinado pelo crescimento dos gastos autônomos. Ver Serrano (1995, 1996).

¹³⁵ Neste sentido Godley (1990, 1999) afirma que esta teoria do *portfólio* não tem nenhuma novidade, é aquela proposta por Tobin em seus vários trabalhos. Godley (1996), em um rodapé, coloca que ‘my debt to Tobin is enormous; I could not possibly have made this model without his work, particularly on asset choice’(Godley, pp. 3, 1996). A questão importante que deve ser discutida é como conciliar a teoria do portfólio com a teoria da taxa de juros exógena utilizada por Godley.

famílias é determinado pela renda disponível e pelo seu estoque de riqueza. As famílias têm uma norma riqueza renda desejada no longo prazo e, portanto, irão acumular a riqueza a uma determinada taxa ao longo do período. No estado estacionário, o consumo será igual à renda e a poupança será zero e a propensão a consumir continua sendo igual a um. De acordo com Godley (1996):

“for reasons well known since the famous (1968) paper of Christ (further developed by Blinder & Solow (1974) e Tobin and Buiter (1976), a stock flow model (of a closed economy) of this kind has theoretical full steady state in which the real output flow is equal to real government expenditure (defined to include the flow of interest payments) times the reciprocal of the tax rate” (Godley, pp. 23, 1996).

Os trabalhos mais recentes de Godley e seus associados seguem exatamente esta direção, a de desenvolver a *tobinesque tradition*¹³⁶. Entretanto, como coloca Dos Santos (2003), a incorporação das decisões de portfólio das famílias, fez com que o modelo do CEPG perdesse uma de suas principais características, extremamente relevante tendo em vista o objetivo de ser uma ferramenta para análise política econômica: a capacidade de ‘explaining much by little’.

Esta sempre foi apontada como uma das maiores virtudes do instrumental desenvolvido pelos economistas do CEPG, como mencionado insistentemente em seus diversos trabalhos, especialmente em Godley & Cripps (1983). A preocupação com a política econômica sempre norteou os trabalhos de Godley e do CEPG, logo os modelos foram construídos para gerar resultados intuitivos na linha dos modelos keynesianos e atender a estas preocupações¹³⁷. Por este motivo, a aproximação com a ‘tobinesque tradition’ de certa forma representa um desvio dos modelos do CEPG com relação aos seus objetivos originais.

¹³⁶ Como fica claro em Godley (1996), Godley (1990), Godley & Lavoie (2002), Godley, Anardyke-Danes e Coutts (1987). Ver também Dos Santos (2003).

¹³⁷ Ver Godley (2002a).

3.6-A arbitrariedade da norma fixa entre estoques e fluxos

Solow (1984) reconhece que o modelo do CEPG preencheu uma lacuna importante da macroeconomia keynesiana, qual seja, a ausência de conceitos de estoques, equilíbrio de estoques e relações estoques e fluxos. O estabelecimento de normas estoque-fluxo permite que se explore a dinâmica de ajuste entre os estoques e os correspondentes movimentos nos fluxos.

O problema, segundo Solow (1984), é a arbitrariedade da hipótese da norma fixa “The problem is that is not clear why anyone should wish to achieve and maintain a fixed ratio to this total to disposable income”(Solow, pp. 164, 1984)¹³⁸.

Isto quer dizer que não há justificativas teóricas e nem empíricas para este ‘axioma’ de comportamento postulado¹³⁹. Como vimos acima, a norma fixa condiciona inteiramente as propriedades teóricas do modelo assim como os resultados de política econômica. Desta forma, uma vez abandonada esta hipótese os resultados do modelo e suas implicações são completamente alteradas.

3.7-Críticas às conclusões do modelo para o caso dos EUA

Nesta seção examinaremos as críticas acerca das conclusões de política derivadas do modelo do CEPG. Tal crítica será inteiramente baseada em Serrano (2002a) e Serrano (2004).

São duas as principais deficiências do argumento de Godley em suas análises empíricas sobre a economia americana, que em parte se derivam da transposição direta da análise da economia inglesa para a economia americana¹⁴⁰:

- (i) Déficit público e dívida pública podem atingir níveis insustentáveis no longo prazo e;

¹³⁸ Evidentemente que faltaria completar a indagação, questionando como é possível considerar que há uma norma fixa independente das taxas de juros.

¹³⁹ Uma segunda questão levantada por Solow (1984), e Malinvaud (1984), é que a dinâmica para o estado estacionário que pode ser instável. Este foi um ponto importante do debate dos anos setenta sobre o modelo ISLM com a dinâmica de estoques. Para detalhes ver Solow & Blinder (1974,1978) e Currie (1978) entre outros.

¹⁴⁰ Ver Serrano (2002a).

- (ii) Déficit em conta corrente do balanço de pagamentos e o passivo externo também podem entrar em uma trajetória insustentável no longo prazo.

O argumento é que dois processos insustentáveis estariam se gestando potencialmente na economia americana nos anos noventa¹⁴¹, um problema de natureza fiscal e de insolvência da dívida pública interna e um problema de natureza externa e de insolvência da dívida externa americana.

Vamos discuti-los brevemente porque estes dois argumentos não se sustentam, começando pelo segundo. A partir da desmontagem do sistema de Bretton-Woods a partir da década de setenta e com a retomada da hegemonia norte-americana, o sistema monetário que passou a vigorar, de acordo com a expressão cunhada por Serrano (2002a), é o padrão dólar flexível. Este padrão é baseado unicamente no dólar, que continua sendo o meio de pagamento internacional sem as limitações impostas por um sistema em que a moeda é conversível em ouro¹⁴².

No padrão dólar flexível os EUA podem incorrer em déficits em conta corrente e financiá-los com ativos denominados em sua própria moeda. Isto lhe dá uma liberdade para desvalorizar sua moeda sem gerar uma fuga para o ouro, ainda mais porque neste padrão específico a moeda é inteiramente inconversível¹⁴³.

Além de poder desvalorizar a sua moeda em relação às demais, o país emissor do meio de pagamento internacional (em um sistema sem conversibilidade) elimina a sua restrição externa. De acordo com Serrano (2004) somente uma grande inflação poderia reduzir substancialmente o papel do dólar

¹⁴¹ Lembramos que para Godley tais processos só ocorreriam caso o setor privado revertesse o seu comportamento.

¹⁴² Para detalhes do funcionamento dos padrões monetários baseados em alguma conversibilidade com o ouro, sua evolução histórica e limitações ver Serrano (2002a).

¹⁴³ Segundo Serrano (2002a) "premissa ancorada no poder do Estado e da economia americana no mundo unipolar pós-guerra fria".(Serrano, pp. 251, 2002a).

como meio de pagamento internacional. A suposta inflação reduziria o poder de compra tanto interno quanto externo do dólar no mercado de bens e serviços, o que poderia levar à utilização de outras moedas para realizar transações.

Entretanto, isto é pouco provável que aconteça uma vez a desvalorização do dólar não afeta os preços internacionais e também é repassado apenas parcialmente para os preços domésticos.

Este último efeito decorre da forma como os EUA, desde o primeiro governo Reagan, vêm administrando os conflitos distributivos interno, reduzindo sistematicamente o poder de barganha dos trabalhadores norte-americanos. Por estes motivos as desvalorizações geram choques de custos relativamente pequenos na economia americana, e, portanto a possibilidade de uma grande inflação que justifique a fuga do dólar, é muito pequena¹⁴⁴.

Os EUA podem incorrer em déficits em conta corrente de qualquer tamanho sem se preocupar com o crescimento do seu passivo externo líquido “uma vez que este passivo ‘externo’ é denominado na própria moeda americana e não conversíveis em mais nada”.(Serrano, pp. 251, 2002a)¹⁴⁵. Portanto, os EUA, segundo Serrano (2004), financiam o seu déficit externo em conta corrente no momento em que as transações que geram este déficit são denominadas e pagas na moeda nacional americana¹⁴⁶.

Neste sentido, não precisam de fluxos de capital para financiar seu déficit em conta corrente. Isso decorre do fato de que no momento em que os países

¹⁴⁴ Para detalhes ver Serrano (2004).

¹⁴⁵ Serrano (2002a) discute as características do balanço de pagamentos do país que emite a moeda-chave em diferentes padrões monetários. A hipótese central é que o país emissor da moeda-chave pode fechar o seu balanço de pagamentos em sua própria moeda. Obviamente que em sistemas onde a moeda-chave é conversível em ouro existem algumas restrições. A primeira delas é que o país não pode ter déficits em conta corrente para não aumentar o passivo externo em ouro. Outro limite é a impossibilidade de desvalorizar a sua moeda porque caso o valor dessa moeda em ouro se altere ou flutue é provável que os demais países exijam que os pagamentos sejam feitos em ouro. Estes dois fatores podem causar a restrição externa ao país emissor da moeda-chave. O padrão dólar-flexível sem conversibilidade em ouro, estas duas limitações desaparecem. Para detalhes ver Serrano (2002a).

¹⁴⁶ Serrano (2004) se pergunta se seria razoável supor que os outros países vão deixar de aceitar o dólar como pagamento de suas exportações no futuro. A resposta é não uma vez que os EUA são o maior mercado do mundo, e não aceitar dólares significa estar excluído deste mercado. Ademais, acrescenta Serrano (2004), estimativas mostram que um terço das exportações mundiais são geradas por exportações de firmas multinacionais americanas. Além disso, dada a sua superioridade militar é impossível que os EUA não encontrem algum país em desenvolvimento que aceitem o dólar como pagamento de suas exportações.

aceitam o dólar como forma de pagamento por suas exportações, os outros países estarão acumulando reservas em ativos denominados em dólares, que em geral, segundo Serrano (2002a) é a própria dívida pública americana. O dólar ao mesmo tempo em que é meio de pagamento internacional, é também unidade de conta dos diversos contratos e preços das mercadorias, e por isto acaba também se tornando reserva de valor¹⁴⁷.

Podemos resumir o argumento com a seguinte passagem de Serrano (2004):

“No entanto, no atual padrão dólar-flexível, os crescentes déficits em conta corrente não impõem nenhuma restrição de balanço de pagamentos à economia americana. Como o dólar é o meio de pagamento internacional, ao contrário dos demais países, praticamente todas as importações dos EUA são pagas em dólar. Isto também implica que praticamente todos os passivos externos americanos são denominados em dólar. Como os dólares são emitidos pelo FED (banco central americano) é simplesmente impossível (enquanto as importações americanas forem pagas em dólar os EUA não terem recursos (dólares) suficientes para pagar suas contas externas. Além disso, naturalmente é o FED que determina a diretamente a taxa de juros de curto prazo do dólar, enquanto as taxas de longo prazo em dólar são inteiramente dominadas pelas expectativas do mercado sobre o curso futuro da taxa do FED”. (Serrano, pp. 35, 2004).

Desta maneira, Serrano (2002a, 2004) conclui que dadas as relações de poder internas (baixa resistência salarial dos trabalhadores) e externas (redução da capacidade de contestação à liderança americana por outros Estados Nacionais) este padrão dólar flexível deve se manter por mais algum tempo a não ser que hajam mudanças estruturais.

¹⁴⁷ Além disso, considera-se que a renda líquida enviada ao exterior faz o déficit em conta corrente crescer no futuro. De acordo com Serrano (2004) e com o próprio Godley em seus diversos trabalhos, tal fato ainda não teria ocorrido na economia americana porque a taxa de retorno dos ativos que os EUA detêm no exterior tem sido maior que a taxa de juros que incide sobre o seu passivo externo. Com isso os EUA estão na posição peculiar de poder fixar a taxa de juros sobre a sua própria dívida externa, e como a dívida pública americana que paga os juros determinados pelo FED é o ativo de maior liquidez em dólar, ela também é o ativo de reserva mais importante do sistema financeiro internacional.

O primeiro argumento de Godley é que o déficit e a dívida pública americanas estariam em trajetórias insustentáveis.

Como aponta Serrano (2004), em primeiro lugar, é evidente que não faltaria dinheiro para o governo americano pagar a sua dívida. Além disso, não é claro porque motivo os residentes americanos deixariam de aceitar dívida pública americana em seus *portfólios*.

Em segundo lugar, em nenhum dos textos do Godley escritos a partir de 1995 (e examinados no capítulo anterior) se estabelece algum mecanismo de claro que justifique em que medida a elevação da razão dívida/PIB representa um processo “insustentável” e, como aponta Serrano (2004), sobre como tal dinâmica se desenrolaria.

Na realidade, a dívida pública interna só cresce caso a taxa de juros que incide sobre esta dívida for maior que a taxa de crescimento da economia dado um déficit primário nulo. Segundo Serrano (2004) além de tal condição não ter ocorrido, o governo dos EUA tem o poder de fixar a taxa de juros o que torna pouco provável que tal condição ocorra prolongadamente. E ainda que tal trajetória se desenvolvesse:

“(...) não levaria a esta ilógica “insolvência do governo”; embora certamente implicaria em crescentes transferências de rendas do governo para os detentores de títulos públicos, um processo que, se levado longe demais, inevitavelmente acabaria por gerar resistência política dos outros grupos não favorecidos” (Serrano, pp. 40, 2004).

Por este motivo os países (e em particular os EUA), podem usar a política fiscal expansionista para tirar suas economias da recessão sem causar nenhum processo insustentável. A não ser que tal país tenha uma restrição externa que limite o nível de atividades compatível com as metas estabelecidas para o saldo

em conta corrente, o que não é o caso dos EUA, mas foi o caso da Inglaterra nos anos setenta.

Se tal proposição fosse levada em consideração por Godley, evitaria que fosse recomendado como política para elevar o nível de atividades e reduzir o desemprego o controle das importações por meio de tarifas e quotas.

Caso tal recomendação fosse efetivamente seguida levaria novamente a uma crise como na década de trinta, como podemos concluir observando a seguinte passagem de Serrano (2002a) ao comentar a substituição da Inglaterra pelos EUA como centro cíclico principal após a primeira guerra mundial:

“A política econômica americana, no entanto, é operada de tal forma que torna impossível que esse país cumpra o papel desempenhado pela Inglaterra no período anterior. Ao longo desse período, os Estados Unidos obtêm saldos positivos tanto na conta corrente (na balança comercial) quanto na conta de capitais atraindo todo o ouro do mundo. Para piorar a situação, nos anos 1930, os Estados Unidos aumentam suas tarifas, sobem a taxa de juros e depois ainda desvalorizam o câmbio, lançando o mundo na grande depressão.” (Serrano, pp. 242, 2002a).

A conclusão de Serrano (2004) é que dados os graus de liberdade que os EUA tem para executar suas políticas fiscais e monetárias é muito pouco provável que uma crise como a da década de trinta se desenrolasse novamente.

4-Fluxos e estoques e a política de ajuste da economia brasileira na década de oitenta: a interpretação da UNICAMP

Este capítulo tem como objetivo fazer uma revisão da interpretação teórica dos economistas da UNICAMP sobre o processo de ajustamento da economia brasileira na década de oitenta e suas conseqüências. Esta interpretação guarda algumas semelhanças com a do CEPG, particularmente no que diz respeito à suposta insustentabilidade do crescimento da dívida pública. Além disso, ainda que de forma não tão explícita e determinística, se baseia na noção de que a evolução dos estoques que governa a evolução dos fluxos¹⁴⁸.

Para tal, tomaremos como marco teórico para a interpretação dos economistas da UNICAMP da década de oitenta o trabalho de Belluzzo & Almeida (2002). Segundo tais autores:

“O ‘ajustamento’ da economia brasileira - a política econômica empreendida entre 1980-1984 como resposta à crise externa - foi responsável não só pela maior recessão já vivida pelo país até então, como detonou mudanças e processos que iriam influenciar a economia ao longo da década e durante a primeira metade dos anos 90.”(Belluzzo & Almeida, pp. 97, 2002).

Decorre de tal política o ajustamento patrocinado pelo setor público que reestruturou corrente e patrimonialmente o grande capital, ao mesmo tempo em que provocou seu próprio desequilíbrio gerando a instabilidade observada na economia brasileira nas décadas de oitenta e noventa¹⁴⁹.

¹⁴⁸ Note que esta é uma interpretação que procuraremos desenvolver na dissertação. Como vimos no capítulo anterior, o modelo do CEPG é kaldoriano, baseado no princípio da demanda efetiva em que os gastos determinam a produção e a renda. Neste modelo, a moeda é endógena e o Banco Central fixa a taxa de juros da economia. Nesta versão, a preferência pela liquidez não tem importância para a determinação do emprego uma vez que a moeda é endógena. Já a interpretação da UNICAMP tem como seu fundamento último a versão do princípio da demanda efetiva em que a preferência pela liquidez e a incerteza cumprem um papel fundamental. Nesta dissertação assumimos o risco de comparar e compatibilizar o modelo do CEPG e a interpretação da UNICAMP.

¹⁴⁹ Ver Belluzzo & Almeida (2002).

O processo que foi desencadeado é considerado de certa forma, 'insustentável', uma vez que: "O descompasso entre a acumulação de capital real e acumulação de direitos sobre a riqueza (acumulação financeira) por parte do setor empresarial e dos rentistas, promoveu a aguda instabilidade e desencadeou a crise monetária" (Belluzzo & Almeida, pp. 97-98, 2002).

Neste processo, que na interpretação da UNICAMP é insustentável, o setor privado como um todo fez o seu ajustamento patrimonial em detrimento da acumulação real, cuja contrapartida foi o endividamento do setor público. Esta situação, de acordo com Belluzzo & Almeida (2002), além de ter exigido a contração dos gastos públicos, fez com que a dívida pública interna se elevasse, e se concentrasse no curtíssimo prazo, ampliando os riscos de insolvência do setor público.

4.1- O endividamento forçado de Steindl

4.1.1-O endividamento forçado na economia fechada e sem governo

A discussão sobre os comportamentos dos superávits e déficits (realizado no âmbito do modelo do CEPG) e as conseqüências sobre o crescimento da economia brasileira, aparece, em Belluzzo & Almeida (2002) sob outra forma, a discussão sobre os determinantes e a distribuição do lucro macroeconômico.

A manutenção do lucro macroeconômico e, portanto do superávit privado, é relevante para evitar o processo de endividamento forçado conforme descrito em Steindl (1982; 1983; 1989)¹⁵⁰.

Vamos olhar como este processo se caracteriza e se desencadeia uma vez que ele é extremamente importante para o argumento da UNICAMP. Inicialmente, por motivos didáticos, consideraremos uma economia fechada e sem governo.

A economia considerada funciona sob a validade do princípio da demanda efetiva kaleckiano. A renda agregada é determinada pela demanda agregada e, desta maneira, a poupança agregada será determinada pelo investimento. Esta

¹⁵⁰ Para uma apresentação deste processo em um esquema de consistência entre fluxos e estoques ver Willcox (2003).

poupança agregada aparecerá distribuída necessariamente entre poupança das famílias e a poupança das empresas¹⁵¹.

Considera-se que os trabalhadores gastam o que ganham e não têm acesso a crédito, portanto sua poupança e superávit (déficit) são nulos. Podemos fazer uma distinção extremamente relevante para o argumento da UNICAMP e do próprio Steindl: consideraremos dentro das famílias os rentistas¹⁵². Desta forma, o lucro agregado é determinado pelos gastos autônomos, que neste caso são os gastos em investimento e o consumo dos rentistas.

$$P = I + C_R \quad (45)^{153}$$

onde P é o lucro bruto, I é o investimento e C_R o consumo dos rentistas.

Os rentistas se distinguem pela natureza de seu rendimento cuja principal característica é a inflexibilidade com relação ao nível de atividades. Podemos incluir neste grupo aqueles que emprestam para as empresas cuja remuneração provém basicamente das taxas de juros. Caso as empresas não se financiem por meio de ações, todos os empréstimos serão obtidos junto às famílias, sendo assim a poupança das famílias destina-se unicamente aos empréstimos para as firmas¹⁵⁴.

O superávit/déficit das firmas é dado pelo lucro bruto deduzidos os juros pagos aos rentistas e o investimento, ao passo que o superávit dos rentistas é dado pelos juros recebidos dos capitalistas deduzido os seus gastos em consumo. Desta forma, a equação (45) se torna:

$$I - (P - iD_{-1}^B) = iD_{-1}^B - C_R \quad (46)$$

¹⁵¹Ver Serrano (2000).

¹⁵²Assim denominados por Steindl (1982, 1983, 1989) e Kalecki (1983).

¹⁵³ Na equação kaleckiana teríamos $P+W=I+C_R+C_w$, mas como os trabalhadores gastam o que ganham, o seu consumo é igual à massa de salários recebidos, logo $C_w=W$ e $P=I+C_R$.

¹⁵⁴ Segundo Steindl (1982) 'it follows that a net household lending must find its counterpart in borrowing by business' (Steindl (1982, pp. 71).

onde i é a taxa de juros cobrada sobre os empréstimos e D^B é o estoque de dívida das firmas junto aos rentistas.

Como os rentistas não investem, o seu superávit, dado pelo lado direito de (46), é a sua poupança que será emprestada às firmas, de forma que:

$$iD_{-1}^B - C_R = \Delta D^B \quad (47)$$

A hipótese fundamental se relaciona ao comportamento das firmas. Segundo Steindl (1989) no que diz respeito à política de endividamento das firmas:

“presume-se que as firmas têm como meta manter seu endividamento dentro de certos limites: a proporção de ações no capital total não deve cair abaixo de um determinado valor (e a proporção de dívida não pode exceder o valor complementar).” (Steindl, 1989, pp. 71)^{155, 156}.

Esta hipótese implica que as firmas planejam o grau de endividamento que desejam manter, o que define o seu endividamento máximo conforme a equação abaixo:

$$d = \frac{D^B}{K} \quad (48)$$

onde K é o estoque de capital da economia

¹⁵⁵ Entretanto devemos notar que neste modelo não se considera a emissão de ações, apenas títulos representativos de propriedade do capital que não rendem dividendos.

¹⁵⁶ A justificativa para esta hipótese está no princípio do risco crescente em Kalecki (1983), segundo o qual: “o tamanho da firma, portanto parece achar-se circunscrito pelo volume de capital da empresa tanto através de sua influência na capacidade de conseguir capital emprestado como através de seu efeito no grau de risco” (Kalecki, 1983, pp. 76). O grau de endividamento da firma determina o acesso da firma a empréstimos fixando um limite para o montante de financiamento que a firma pode obter “seria impossível a firma tomar emprestado capital acima de um limite determinado pelo volume de seu capital de empresa” (Kalecki, 1983, pp. 75). Claro que o princípio do risco crescente foi formulado para ilustrar a relação entre firmas e bancos, porém neste trabalho todo o setor privado não produtivo está consolidado nas famílias, logo a relação que aparece é entre famílias e firmas.

A manutenção de uma taxa de endividamento planejada requer que o estoque de capital e a dívida das firmas cresçam a mesma taxa. Segundo Steindl (1989), como os estoques de capital e de dívida resultam dos fluxos do período precedente, esta relação será mantida a partir do controle dos fluxos de financiamentos e do investimento. A equação (48) poderia então ser reescrita como:

$$d = \frac{S_R}{I} \quad (48')$$

onde S_R é igual à poupança dos rentistas.

Se analisada pelo lado dos fluxos, esta taxa de endividamento permanecerá constante caso investimento e o financiamento por empréstimos junto às famílias cresçam a mesma taxa.

Como na economia fechada e sem governo a poupança dos rentistas terá como destino os empréstimos para as firmas¹⁵⁷, a taxa de endividamento permanecerá constante se investimento e poupança dos rentistas crescerem a mesma taxa. Para compreender melhor este processo, podemos rearrumar a equação (46) na forma da tradicional relação entre investimento e poupança agregados:

$$I = (P - iD_{-1}^B) + (iD_{-1}^B - C_R) \quad (50)$$

O primeiro termo entre parênteses do lado direito da equação (50) é a poupança das firmas ou o 'lucro líquido' como denominam Belluzzo & Almeida (2002) e o segundo termo entre parêntesis é S_R , a poupança dos rentistas.

¹⁵⁷ Steindl (1982, 1983, 1989) e Kalecki (1983) definem a poupança que não é feita pelas firmas como 'poupanças externas'.

Para que a taxa de endividamento permaneça constante, é necessário que as variações na poupança geradas por variações no investimento se traduzam em variações nos dois componentes da poupança na mesma proporção em que a poupança agregada se elevou. Só que o princípio da demanda efetiva só garante que a poupança agregada se ajusta ao nível de investimento agregado, não nos diz nada sobre o comportamento de cada um dos componentes da poupança.

Podemos resumir a questão com uma passagem de Steindl (1982):

“O equilíbrio entre os setores é garantido por determinado nível de demanda efetiva – i.e do PIB. Mas para o equilíbrio de cada setor individualmente o PIB requerido pode ser diferente. Isto envolve a dura tarefa de harmonização da política econômica porque para cada setor há uma certa meta para o endividamento; em última instância isto tem a ver com a relação entre os estoques de ativos e os passivos, mas a sua administração envolve determinadas políticas relacionadas à razão entre empréstimos e dívidas nos fluxos” (Steindl, 1982, pp. 72).

O problema está exatamente no fato de que as firmas não têm controle sobre a poupança dos rentistas. No entanto, por (48') é exatamente a proporção entre a poupança das famílias e a poupança total que determina o grau de endividamento das firmas.

O fato estilizado apontado em Steindl (1982, 1983 e 1989) é a relativa inflexibilidade da poupança dos rentistas quando comparada à poupança das empresas¹⁵⁸. Este fato traz implicações importantes no que diz respeito ao comportamento da taxa de endividamento das firmas quando a renda da economia se modifica.

Vamos analisar como as poupanças dos rentistas e das firmas se ajustam a modificações nos gastos sob as hipóteses aqui consideradas tendo como base a

¹⁵⁸ Em Steindl (1982) analisam-se os dados para diversos países e a conclusão é que “they show in fact no flexibility in relation to the state of demand, in strong contrast to the flexibility of business profit and saving” (Steindl, 1982, pp.76). Para a justificativa para esta inflexibilidade ver Steindl pp. 136,1983.

equação (49). Particularmente, queremos discutir como as variações nos gastos autônomos se traduzem em variações na poupança dos rentistas e na das firmas, e as implicações sobre o grau de endividamento destas últimas.

A redução no consumo dos rentistas não tem qualquer influência sobre o investimento, portanto, a poupança agregada se mantém constante. A poupança dos rentistas se eleva dado que o montante de juros recebido permanece inalterado posto que nem o estoque de dívida passado nem a taxa de juros se alteram com a variação no consumo. Como os trabalhadores gastam o que ganham, o lucro é determinado pelo investimento e pelo consumo rentista e desta forma, o lucro agregado cai no exato montante que este último se reduziu assim como a poupança das firmas.

Embora o nível de investimento tenha permanecido constante, o lucro das firmas caiu e a poupança das famílias aumentou, com isto a taxa de endividamento se eleva. As famílias aplicam seus excedentes emprestando para as firmas que tiveram seu lucro reduzido. Como o investimento é dado, *ex-post*, ele aparecerá financiado com uma parcela maior de empréstimos tomado junto às famílias do que aquela planejada. Este processo é denominado endividamento forçado¹⁵⁹.

Vejamos agora as implicações de uma redução no nível de investimento. A poupança agregada se reduz no mesmo montante da queda do investimento, mas os impactos sobre os componentes da poupança agregada serão diferenciados. A poupança das famílias não sofre qualquer alteração posto que o montante de juros permanece inalterado e o consumo dos rentistas por ser autônomo também permanece constante. Por outro lado, o montante de lucros se reduz no mesmo montante que a redução do investimento. Sendo assim, a poupança das firmas cai no mesmo montante que a queda no investimento.

¹⁵⁹ Ver Steindl (1982, 1983, 1989).

O fluxo de novos empréstimos não se altera, o que ocorre é que um nível menor de investimento aparecerá, *ex-post*, financiado com uma proporção maior de empréstimos, elevando o grau de endividamento das firmas¹⁶⁰.

Caso as firmas estivessem operando com uma taxa de endividamento diferente da planejada e tentassem retornar a esta taxa através da redução do investimento apenas elevariam o grau de endividamento e se afastariam da taxa planejada. Os lucros caem e a taxa de endividamento se eleva, ocorrendo um processo cumulativo de ampliação do grau de endividamento e redução da taxa de crescimento. Este processo eleva o risco de insolvência para as firmas e ‘uma crise financeira pode se desenvolver’ (Steindl, 1989, pp. 72).

O resultado é um processo cumulativo de elevação do grau de endividamento das firmas, que levaria à redução contínua do investimento e logo redução na taxa de crescimento da economia¹⁶¹. Segundo Steindl (1982):

“Em uma economia fechada, a proporção entre a poupança das famílias e a poupança bruta das firmas deve corresponder à proporção na qual as firmas como um todo desejam financiar seu investimento bruto através de empréstimos e de sua própria poupança. A política de endividamento das firmas pode ser bastante flexível sob certas condições mas uma vez que a proporção entre sua dívida e os ativos totais atinja o nível crítico o endividamento se tornará uma séria restrição.” (Steindl, 1982, pp. 83)¹⁶².

¹⁶⁰ Caso estivessemos supondo aumentos no consumo e no investimento os efeitos seriam simétricos e o resultado seria uma redução do grau de endividamento das firmas.

¹⁶¹ Do ponto de vista macroeconômico o impulso inicial para este processo pode ser tanto através de alterações no consumo autônomo como no investimento. Entretanto, Steindl (1982, 1983 e 1989) tem como objetivo mostrar a relação entre redução do investimento e o processo de endividamento forçado e possibilidade de que esta restrição financeira possa se tornar uma restrição relevante ao crescimento das economias capitalistas.

¹⁶² Esta mesma idéia é seguida por Minsky (1982) que, na mesma linha de Steindl (1982, 1983, 1989) conclui que a queda do investimento levaria a uma queda dos lucros tendo a seguinte implicação: “um processo cumulativo será prontamente desencadeado no qual a falha dos mercados financeiros levará a queda no investimento, que levará a problemas financeiros, posteriores quedas no investimento, nos lucros e assim sucessivamente” (Minsky, 1982, pp. 42).

4.1.2- O papel do setor público e o endividamento forçado

A existência do governo e a possibilidade deste setor efetuar gastos (e incorrer em déficits), tornam pouco plausível que o processo de endividamento forçado ocorra. Segundo Steindl (1982) as conclusões são modificadas porque: “podemos dizer que, apenas em casos excepcionais os superávits das famílias são totalmente absorvidos pelas empresas privadas não-financeiras. Em alguma medida esta absorção será feita pelo setor público” (Steindl, 1982, pp. 77).

Como esta economia funciona sob a validade do princípio da demanda efetiva, o lucro macroeconômico, considerando que apenas os trabalhadores pagam impostos que são dados exogenamente, é determinado pelo somatório do gasto dos rentistas, do investimento e do déficit público. A equação (1) se transforma em:

$$P = I + C_R + G - T \quad (50)$$

Além disso, o investimento continua determinando a poupança que se distribui entre poupança das famílias, das empresas e do setor público. Considera-se adicionalmente que a dívida emitida pelo governo é demandada pelos rentistas. Desta forma, temos que:

$$I = (P - iD_{-1}^B) + (iD_{-1}^B + iD_{-1}^G - C_R) + (T - G - iD_{-1}^G) \quad (51)$$

A redução no consumo rentista e no investimento levam aos mesmos efeitos discutidos para a economia sem governo, pois tanto gastos como impostos e juros são dados. Nestes dois casos, o grau de endividamento se eleva e há o processo de endividamento forçado e queda no investimento.

Discutiremos os efeitos de variações nos gastos públicos. Suponha agora uma queda nos gastos públicos. A poupança agregada permanece inalterada assim como a poupança dos rentistas. A poupança pública aumenta no mesmo montante da queda de seus gastos. Como os lucros caem também neste mesmo montante, a poupança das firmas cai. Neste caso, a redução do déficit público (ou

aumento da poupança pública) levaria a uma redução no endividamento do setor público junto às famílias¹⁶³.

A poupança das famílias permaneceu inalterada e a manutenção da consistência entre fluxos e estoques exige a mudança na composição dos estoques de dívidas da economia. Os rentistas ficarão com saldos ociosos que serão emprestados para as firmas cujo lucro caiu. Portanto, o superávit das famílias será emprestado para as firmas. Por este motivo, o mesmo nível de investimento aparecerá financiado, *ex-post*, por um montante maior de empréstimos junto aos rentistas, e o processo de endividamento forçado se sucederá.

Entretanto, em uma economia com governo, há uma alternativa para evitar que este processo ocorra: caso o setor público efetue uma política compensatória de expansão dos gastos. Voltemos ao exemplo acima no qual o consumo rentista cai supondo adicionalmente que o governo decida elevar seus gastos no mesmo montante que o consumo caiu.

A poupança dos rentistas se eleva no exato montante em que caiu o seu consumo. O montante de lucros não se reduz dado que o aumento no gasto público compensa a queda no consumo rentista, logo a poupança das firmas permanece inalterada.

O déficit público aumenta no exato montante que o gasto público se elevou e será financiado seja por emissão de base monetária ou títulos públicos que serão absorvidos pelas famílias cujo superávit se ampliou. O grau de endividamento das firmas permaneceu o mesmo, em decorrência disso o nível de investimento e a taxa de crescimento também se mantiveram no mesmo nível. Portanto, o governo através de sua política de ampliação de gastos evitou o processo de endividamento forçado e queda na taxa de crescimento da economia.

Suponha agora que os empresários se tornem mais pessimistas e que o estado de expectativas seja tal que o investimento caia, mas que o governo compense aumentando seus gastos no mesmo montante.

¹⁶³ Seja via redução do estoque de dívida pública ou base monetária

A queda no investimento leva a uma queda na poupança agregada. Com o aumento dos gastos públicos o lucro agregado é mantido. Desta maneira, a poupança das firmas é mantida também no mesmo nível, o déficit público aumenta, mas a poupança das famílias permanece no mesmo nível. Esta elevação do déficit público deve ser financiada ou via emissão de moeda ou dívida pública. A poupança das famílias permaneceu constante e o déficit das firmas se reduziu, com isso as famílias modificarão a composição de seus ativos demandando uma proporção maior de títulos emitidos pelo governo.

Portanto, dentro do argumento de Steindl (1982, 1989) a única maneira de se evitar uma crise financeira é o setor público efetuar uma política fiscal expansiva aumentando os gastos e não permitindo que o lucro das firmas caia de maneira que seu endividamento permaneça constante ou mesmo abaixo do limite imposto pela política de endividamento das firmas¹⁶⁴.

4.1.3-As implicações para a economia aberta

Segundo Steindl, para não ocorrer o processo de endividamento forçado em uma conjuntura de declínio do investimento, seria necessário um 'agente externo' que, através de seus gastos, fosse capaz de evitar a queda do lucro macroeconômico. Além do setor público, Steindl considerava também que, do ponto de vista teórico, o setor externo poderia cumprir este papel por intermédio do saldo comercial.

Para a economia aberta o lucro é determinado de acordo com a equação abaixo:

$$P = I + C_R + (G - T) + (X - M) \quad (52)$$

¹⁶⁴ Desta maneira a política fiscal evita uma crise financeira. Segundo Minsky (1982): "a geração e distribuição do lucro agregado é o determinante central da estabilidade de uma economia na qual as dívidas são usadas para financiar investimentos..." (Minsky, 1982, pp. 23). De acordo com Minsky (1982) o lucro agregado valida as estruturas de dívida da economia, validar as estruturas de dívida da economia significa, no esquema de Steindl (1982, 1983, 1989) manter inalterada taxa de endividamento fixada pela política da firma.

onde X são as exportações de bens e serviços e M as importações de bens e serviços.

Portanto, o saldo comercial tem os mesmos efeitos sobre o lucro macroeconômico que o déficit público e os demais gastos autônomos. Do ponto de vista analítico, um superávit na conta de bens e serviços teria o mesmo papel de manter o lucro macroeconômico, neste caso o resto do mundo estaria se endividando junto aos rentistas, setor superavitário.

Entretanto, Steindl (1982, 1989) considerava que dificilmente o setor externo cumpriria o papel de evitar o endividamento forçado das firmas. Embora do ponto de vista analítico houvesse esta possibilidade, na prática este papel foi cumprido pelo déficit público, pelo menos nas economias desenvolvidas nos anos setenta objeto dos estudos de Steindl.

De acordo com Steindl (1982):

“The foreign balance could hardly afford a way out, influenced as it was by very special factors. Looking at the growing budget deficits it seems indeed that they were the offset to the household savings in most countries. It appears that the budget is the sector which is least able to defend itself against the pressure of a financial surplus which needs to find a borrower to be able to exist.” (Steindl, pp. 83, 1982).

A razão principal para Steindl (1982, 1989) apontar o déficit público (e não o saldo comercial) como solução para o endividamento forçado está nos efeitos que seriam causados caso todos os países tentassem, simultaneamente, obter superávits comerciais. De acordo com Steindl (1989), os países desenvolvidos estariam mais preparados para executar políticas de estímulo às exportações e de redução das importações:

“Their industrial structure is favorable for success in exporting, their import propensities are low, and they manage—due to institutional reasons and to a more

or less restrictive policy - to keep the rate of increase of wage cost below that of most other countries”(Steindl, pp. 76, 1989).

A geração sistemática de superávits comerciais reduziria a demanda efetiva para os demais países e os levaria, especialmente os países em desenvolvimento, à recessão e ao endividamento. Ao contrário, Steindl (1982, 1989), considerava inviável a política de geração de superávits comerciais pelos países desenvolvidos uma vez que isto implicaria em déficits nos países em desenvolvimento. Na ausência de financiamento externo, tal situação levaria a políticas restritivas para reduzir as importações, e com isso certamente o mundo caminharia para uma recessão¹⁶⁵.

Portanto, Steindl considerava, pensando principalmente no caso dos países desenvolvidos, que o governo deveria ser capaz de sustentar o crescimento da demanda efetiva e, por conseguinte, do lucro macroeconômico por meio da política fiscal. Além disso, no argumento de Steindl não são impostas normas entre variáveis de estoque e fluxo, portanto não há nenhum limite ao crescimento da dívida pública, nenhuma razão dívida pública PIB ou mesmo é apontado um limite ao aumento do passivo externo. Neste último caso, provavelmente pelo fato do seu argumento ser desenvolvido para as economias desenvolvidas.

A única relação importante entre variáveis de estoques é o grau endividamento das firmas, cuja evolução dependerá da operação da demanda efetiva e do comportamento do lucro macroeconômico.

4.2-A abordagem da UNICAMP e o ajustamento da economia brasileira

4.2.1- O Fato Estilizado

Há um importante fato estilizado que podemos encontrar descrito em Cruz (1995), Carneiro (2002), Baer (1993), Belluzzo & Almeida (1990, 1992, 2002), Cardoso de Mello (1992), Tavares (1993) e Teixeira (1994) entre outros, que caracteriza a interpretação dos economistas da UNICAMP sobre o processo de

¹⁶⁵ Note que esta proposição de política é radicalmente contrária à prescrita por Godley para a economia americana como vimos no capítulo anterior.

ajustamento externo da economia brasileira nos anos oitenta e suas implicações em termos de restrições ao crescimento¹⁶⁶.

A situação que temos na década de oitenta é um setor privado que acumulou ativos financeiros e credor de um Estado endividado. Este processo tem duas faces, segundo Belluzzo & Almeida (2002), uma delas é a 'deformação da riqueza privada' e o agravamento progressivo da situação financeira do setor público. De acordo com Belluzzo & Almeida (2002) "(...) foi se ampliando, ao longo do tempo, o hiato entre fluxos de receita derivados do poder fiscal e dos ativos do governo, de um lado, e, de outro, os compromissos nascidos dos passivos acumulados pelo Estado" (Belluzzo & Almeida, pp. 15, 2002)¹⁶⁷.

Por estes motivos, Baer (1993) afirma que o choque externo e suas implicações sobre o setor público criaram "desajustes entre fluxos e estoques dificilmente superáveis sem medidas de natureza mais profunda e seletiva internamente" (Baer, 1993, pp. 40).

Podemos sintetizar este fato com uma passagem em Belluzzo & Almeida (1990) que vale a pena transcrever:

"O segmento empresarial das grandes corporações foi capaz de adaptar-se a estas reviravoltas da política econômica (...) Um custo elevado foi debitado a conta do setor público pelo patrocínio do ajuste privado sob a forma de isenções e incentivos fiscais, subsídios e absorção de dívidas e compromissos financeiros. A dívida externa foi assumida pelo Estado, que para este fim utilizou-se de mecanismos monetários (como os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central), das empresas estatais e da política tarifária. Isto determinou profundo desequilíbrio patrimonial além de comprometer o auto-financiamento e a capacidade de sustentação dos níveis de investimento das estatais. A orientação da produção para mercado externo, por outro lado, subtraía recursos tributários e

¹⁶⁶ Assim como no que diz respeito às causas do processo inflacionário.

¹⁶⁷ Não obstante este aspecto do ajuste brasileiro na década de oitenta ser mencionado com frequência pelos economistas da UNICAMP nenhum mecanismo claro foi estabelecido de forma a explicar as conexões entre os desequilíbrios de estoques e o processo de crescimento a longo prazo da economia brasileira.

a aceleração da inflação concorria para a queda dos valores reais da arrecadação fiscal...A reconstrução das contas do setor público hoje nos permite não ter dúvidas de que a origem da crise fiscal está inteiramente ligada ao ajuste privado”. (Belluzzo & Almeida, pp. 66, 1990).

Este argumento aponta para a importância que os economistas da UNICAMP atribuem à crise fiscal do setor público, ainda que reconhecendo que a origem de tal crise não se encontra em uma suposta “irresponsabilidade fiscal” do Estado brasileiro, mas do ajuste aos choques externos. Segundo Baer (1993):

“A problemática central tratada nesta análise diz respeito ao imbricamento dos aspectos financeiros e fiscais na tentativa de ajuste da economia brasileira após o choque financeiro externo no início da década de oitenta. Houve um esforço constante de ajuste na área fiscal ao longo do período. Independentemente do mérito das diferentes iniciativas e de possíveis obstáculos de ordem política, o fato é que nenhuma delas cumpriu seu objetivo de compensar o desajuste financeiro criado pelo setor externo” (Baer, M. pp. 201, 1993)

Trata-se então de uma crise fiscal cuja consequência foi o crescimento explosivo da dívida pública, “(...) na ausência de um ajuste fiscal de porte suficiente (...) o governo era obrigado a emitir dívida pública ‘dolarizada’ ou papéis denominados em cruzeiros com taxas de juros nominais elevadas” (Belluzzo, prefácio a Carneiro (2002)) cujas consequências, ainda segundo Belluzzo (2002) foram a marcha para a hiperinflação, a completa desorganização das finanças públicas, o mergulho das taxas de investimento, a espantosa “deformação” da riqueza privada acumulada sob a forma de dinheiro indexado¹⁶⁸.

¹⁶⁸ Ver Belluzzo (2002).

Tavares (1998), discutindo a política econômica da década de noventa aponta que: “A outra face dessa fragilização e vulnerabilidade crescente do setor externo é o desequilíbrio financeiro do setor público” (Tavares, pp. 112, 1998)¹⁶⁹.

Novamente o problema apontado é que no longo prazo este volume de dívida se torna não financiável, e o resultado é que:

“As restrições externas do balanço de pagamentos e as dificuldades de financiamento interno, além de implicar restrições de curto prazo ao crescimento da atividade econômica corrente, geram problemas estruturais para o desenvolvimento de longo prazo” (Tavares, pp. 114, 1998).

Sendo assim, o choque externo gerou essencialmente um problema de estoques, especificamente ligado ao passivo do setor público. O profundo desajuste financeiro do setor público, segundo Baer (1993), veio acompanhado de enormes dificuldades para a retomada do crescimento. Este ‘desajuste macroeconômico interno’ demandava uma política econômica que aliviasse a restrição financeira do setor público e viabilizasse um efetivo ajuste fiscal¹⁷⁰.

Dentro deste argumento, a escassez de financiamento externo e os problemas derivados do balanço de pagamentos se tornaram importantes, não como uma restrição de longo prazo, mas como um gerador da crise fiscal do setor público em várias dimensões, seja porque estruturalmente o setor público dependeu das fontes externas de financiamento, porque a geração de saldos comerciais exigiu a concessão de subsídios ao setor privado ou por conta da estatização da dívida externa acompanhada de uma maxidesvalorização da taxa de câmbio.

¹⁶⁹ O argumento é que a elevação das taxas de juros para estimular a entrada de capitais e aumentar as reservas gerou um aumento significativo da dívida pública. Vide Tavares (1998).

¹⁷⁰ Ver Baer (1993). Ainda que de uma perspectiva mais estrutural, relativa ao desenvolvimento histórico da economia brasileira, Goldstein (1994) também aponta na mesma direção.

4.2.2-O marco teórico: o modelo de Belluzzo & Almeida (2002)

Belluzzo & Almeida (2002), tomando como base Steindl (1982, 1989), procuram explicar o ajuste do setor privado como decorrência da política econômica adotada principalmente na primeira metade da década de oitenta. Como vimos acima, o lucro macroeconômico, e os superávits e déficits de cada um dos setores, dependem da operação da demanda afetiva. A questão central é que:

“A economia capitalista não dispõe de mecanismos automáticos e endógenos, capazes de compensar a queda do lucro agregado, a correção da queda do lucro agregado só pode ocorrer se um ‘agente externo’ tomar decisões de gasto que independam do estado das expectativas do setor privado” (Belluzzo & Almeida, pp. 101, 2002).

De acordo com a interpretação de Belluzzo & Almeida (2002), o não consumo rentista implicou o endividamento do ‘agente externo’, transferindo “para o Estado o endividamento que resultaria para o conjunto dos empresários por meio de um processo involuntário ou indesejado (o “endividamento forçado” de Steindl)” (Belluzzo & Almeida, pp. 102, 2002).

O argumento é que o déficit público foi gerado deliberadamente para manter a acumulação líquida de ativos do setor privado, que assumiu um comportamento rentista submetendo a sua decisão de gasto à preferência pela riqueza abstrata¹⁷¹.

O modelo apresentado Belluzzo & Almeida (2002) difere um pouco do modelo de Steindl apresentado nas seções anteriores, assim como as proposições de política que dele se derivam.

Em primeiro lugar, para Belluzzo & Almeida (2002), interessa caracterizar o setor privado como um todo tendo um comportamento rentista, particularmente os empresários. Desta forma, não separaremos dentro o setor privado os rentistas

¹⁷¹ Ver Belluzzo & Almeida (2002).

das firmas. Supõe-se que a equação (52) é válida e que o lucro (lucro bruto segundo Belluzzo & Almeida (2002)) é determinado pelos gastos capitalistas, o déficit público (primário) mais o saldo comercial.

Adotam-se três hipóteses que, de acordo com Belluzzo & Almeida (2002), sustentaram a política econômica do ajustamento na primeira metade dos anos 80: (i) déficit primário nulo; (ii) saldo em conta corrente do balanço de pagamentos nulo; (iii) consumo rentista nulo.

Com isso, o superávit privado torna-se igual ao déficit público como podemos ver abaixo:

$$(P + iD_{-1}^G - I - i^*D_{-1}^{EP}) = (G + iD_{-1}^G + i^*D_{-1}^{EG} - T) \quad (53)$$

onde i^* é a taxa de juros externa, D^{EP} é a dívida externa privada e D^{EG} é a dívida externa pública;

Aliado à geração de superávits comerciais e à suposta eliminação do déficit primário, a dívida externa foi estatizada, o que implicou que os juros pagos pelos capitalistas ao exterior passaram a ser pagos pelo setor público. Pela equação (53) observamos que esta medida teve como implicação que os juros pagos pelo governo se elevaram no montante em que se reduziram os juros pagos pelos capitalistas, logo:

$$(P + iD_{-1}^G - I) = (G + iD_{-1}^G + i^*D_{-1}^{EG} + i^*D_{-1}^{EP} - T) \quad (54)$$

Dados os gastos privados e públicos, esta modificação fez com que o superávit privado se elevasse em consequência da elevação do déficit público. Este aspecto é fundamental, uma vez que Belluzzo & Almeida (2002) consideram que esta foi a base do ajuste privado. O déficit público ampliado pelo pagamento de juros, resultado do processo de estatização da dívida, permitiu a ampliação do

lucro líquido do setor privado definido por Belluzzo & Almeida (2002) como o lucro bruto menos o pagamento de juros. Com isso:

“Do ponto de vista patrimonial isso permitiu a formação de posições líquidas credores em favor do setor empresarial, o que seria impossível nas condições em que se combinavam o recuo do investimento privado e a reversão do déficit primário do setor público.” (Belluzzo & Almeida, pp. 106-107, 2002).

Diante da crise externa o setor privado reduziu seu endividamento e a política macroeconômica contribuiu decisivamente para a acumulação interna das firmas. As condições do ajustamento fizeram que o déficit do setor público (resultado da estatização da dívida) se tornasse o excedente privado:

“Foi isso que impediu o endividamento involuntário ou ‘forçado’ das empresas, permitindo o sucesso das decisões tomadas no âmbito das empresas de cortar gastos, contrair despesas e postergar inversões para defender o lucro líquido e assim melhorar a posição credora do setor privado. Sem a ação pública tal tentativa seria frustrada, porque, no plano macroeconômico, a redução dos investimentos concorreria para a queda do lucro bruto do conjunto das empresas.” (Belluzzo & Almeida, pp. 107, 2002).

4.2.3-Comportamento patrimonialista e o baixo investimento

O setor privado como um todo assumiu um comportamento rentista e patrimonialista, o que, segundo Belluzzo & Almeida (2002) teve implicações sobre o investimento efetuado pelas firmas. O setor privado só não tomaria a posição de credor, caso pudesse “retomar a formação de nova riqueza real criando déficits e dívidas, o que, no entanto, esbarrava na incerteza radical e no estado depressivo das expectativas de longo prazo”. (Belluzzo & Almeida, pp. 134, 2002).

A base para compreender tal interpretação teórica parte da pergunta inicial que está em Belluzzo & Almeida (2002) “Por que os indivíduos estariam dispostos a manter uma parte da riqueza sob forma estéril, renunciando a encarná-la em outras modalidades que ensejam rendimentos?” (Belluzzo & Almeida, pp. 38, 2002).

O ponto central para entender o processo de acumulação de capital é compreendê-lo inserido dentro de uma teoria mais geral de escolha de portfólio segundo os economistas da UNICAMP. Esta escolha será em grande medida determinada pelos preços dos ativos financeiros o que faz com que a acumulação de capital e, mais importante para o argumento de Campinas, o ciclo e a crise, dependam dos ‘critérios de avaliação da riqueza capitalista’¹⁷².

A avaliação da riqueza está submetida a três medidas: (i) a rentabilidade esperada do ativo de capital; (ii) da taxa de juros uma vez que tais fluxos de rendimento são trazidos a valor presente (iii) ‘a variação esperada do poder de compra dos ativos admitida a flutuação no valor do dinheiro’(Belluzzo & Almeida, pp. 75, 2002).

Em linhas gerais, o sistema de preços de ativos e a demanda pelas várias classes de riqueza são determinados pela interação entre os preços de demanda e o preço de oferta dos ativos. Estas três condições definem o preço de demanda dos ativos, que quando comparados com os preços de oferta dos ativos, definem a demanda pelos ativos. Interessa, em particular, a demanda pelo investimento. A demanda pelo investimento será determinada no momento em que os rendimentos das diversas classes de ativos se igualar na margem¹⁷³.

A questão, segundo Belluzzo & Almeida (2002), é que a incerteza faz concentrar sobre o ativo não reprodutível a preferência dos detentores de riqueza. De acordo com Belluzzo & Almeida (2002), os detentores de riqueza escolhem a composição de sua riqueza de forma que as rentabilidades esperadas dos vários ativos sejam iguais. Entretanto:

¹⁷² Ver Belluzzo & Almeida , pp. 74, 2002). Para a definição de preços de oferta e demanda, bem como uma avaliação crítica desta abordagem ver Fagundes (2005).

¹⁷³ Ver Belluzzo & Almeida pp. 76, 2002.

“(...) esse estado não pode ser garantido e que a acumulação privada da riqueza, a descoordenação e a anarquia das decisões podem despertar o temor do futuro, o tenderá a provocar a concentração da preferência dos detentores de direitos sobre a riqueza em um único ativo, imaginariamente dotado de valor absoluto, no sentido de uma capacidade aquisitiva e liberatória invariável agora e no futuro”.(Belluzzo & Almeida, pp. 76, 2002).

Por estas razões, um rompimento do estado de confiança faz recair de uma forma absoluta sobre o dinheiro a esperança de preservação do valor da riqueza e na crise o enriquecimento privado ‘torna-se anti-social’ devido à paralisia que impõe ao investimento privado, à renda e ao emprego, gerando-se uma contradição entre o enriquecimento privado e a criação de nova riqueza¹⁷⁴. Em resumo, a avaliação da riqueza e a incerteza radical paralisam os novos fluxos de investimento.

A decisão de acumular capital está submetida à decisão mais geral de alocação da riqueza, e em um estado de quebras nas convenções, os centros de decisão privada fogem para **o ativo não reprodutível**, a moeda. A preferência absoluta pela liquidez faz com que a taxa de juros se eleve, aumentando o preço de oferta dos bens de capital e reduzindo o preço de demanda (que reflete o padrão de avaliação da riqueza capitalista), reduzindo o investimento.

A versão do princípio da demanda efetiva na qual se baseia a interpretação da UNICAMP a preferência pela liquidez e a incerteza cumprem um papel fundamental na determinação do investimento e, portanto, para a determinação da produção e do emprego.

A economia brasileira possui algumas peculiaridades. Na crise monetária, a moeda mantém apenas a sua função de meio de troca, perdendo suas funções de unidade de conta e reserva de valor. Na crise dos anos oitenta, segundo Belluzzo & Almeida (2002), a moeda perdeu sua capacidade “de representar um valor pela sua simples posse” (Belluzzo & Almeida, pp. 90, 2002) por conta da modificação dos padrões de avaliação da riqueza capitalista. O ativo que servia às

¹⁷⁴ Ver Belluzzo & Almeida (2002).

avaliações da riqueza capitalista desaparece. Portanto, busca-se substituir por outro ativo para proteção e referência para riqueza¹⁷⁵.

No caso específico do Brasil, este ativo foi a dívida pública cujo crescimento foi resultado de déficits públicos incorridos para evitar que a deflação de ativos se aprofundasse e se garantisse o ajuste patrimonial do setor privado. Segundo Belluzzo & Almeida (2002):

“a gestão monetária procurou tornar possível a convivência com uma grave crise que também se desdobrou em crise monetária. Perseguiu este objetivo pelo aperfeiçoamento da quase moeda ou da “moeda indexada”, resultando na dualidade do padrão monetário característico da segunda metade dos anos 80 e início da década de 1990” (Belluzzo & Almeida, pp. 91, 2002)¹⁷⁶.

Desta maneira, as expectativas privadas se orientam pelas suposições acerca da evolução da crise financeira do estado. O fato relevante para a avaliação dos detentores de riqueza é o rumo da política fiscal e do endividamento público ‘que podem ser considerados insustentáveis em algum momento’(Belluzzo & Almeida, pp. 79, 2002).

O resultado desta desconfiança é que o Estado foi levado a tentar manter o valor da riqueza privada por meio da indexação e de outras formas de proteção, sancionando o encurtamento temporal fixado pelo setor privado na busca de maior segurança e liquidez para o seu estoque de riqueza. A consequência disso é:

“(...) eleva-se o prêmio de liquidez e restringem-se os mercados para contratos de prazos mais longos, comprometendo a própria capacidade do Estado de emitir dívida nova e administrar o estoque de endividamento existente”.(Belluzzo & Almeida, pp. 79, 2002).

¹⁷⁵ Ver Belluzzo & Almeida, pp. 64, 1990.

¹⁷⁶ Para detalhes do desenvolvimento da “moeda indexada” ver Mendonça de Barros (1993).

Desta forma, observa-se uma expansão da dívida pública interna contratada a curto prazo, a taxas de juros elevadas superiores ao crescimento da economia e das receitas públicas. Com isso, o setor privado acumulou uma massa de direitos contra o Estado se disseminando a percepção da insolvência pública ou dos riscos de uma monetização abrupta da dívida¹⁷⁷.

Em resumo, o Estado brasileiro foi obrigado a se endividar, com uma dívida de curto prazo, para atender aos novos critérios de risco e de deslocamento da preferência pela liquidez do setor privado da economia. Portanto a crise da moeda, segundo Belluzzo & Almeida (2002), tornou-se uma crise do Estado¹⁷⁸. Esta conjugação de fatores levou a economia brasileira a um processo de estagnação e instabilidade, o que fez Belluzzo & Almeida (2002) caracterizá-lo como insustentável no longo prazo¹⁷⁹:

“Em suma, o ajustamento, na medida em que agravou as condições de financiamento do setor público e desorganizou os padrões de avaliação e risco das decisões empresariais, provocou a paralisia dos agentes que comandam o investimento: o setor público acossado pela crise fiscal e financeira; o setor privado líquido e ajustado, mas prisioneiro da incerteza e ruptura das expectativas” (Belluzzo & Almeida, pp. 148, 2002).

Desta forma, configura-se um processo insustentável porque:

- (i) O setor privado ajustado, por conta das incertezas e da ruptura nos padrões de avaliação deixa de investir;

¹⁷⁷ Ver Belluzzo & Almeida (2002) pp. 16.

¹⁷⁸ Defendemos nesta dissertação que esta crise do Estado, do ponto de vista macroeconômico, é tratada como resultado um problema de financiamento do setor público que tem como resultado o baixo crescimento observado no período. Discutiremos este ponto no próximo capítulo.

¹⁷⁹ Da mesma forma que Godley considerava que o crescimento da dívida pública americana geraria também um processo insustentável no longo prazo, com a diferença que para a economia americana o processo de endividamento se daria em um contexto de crescimento e não de estagnação.

- (ii) O setor público, mesmo com relativo equilíbrio no déficit primário, tem que pagar juros sobre sua dívida interna, o que faz a sua dívida aumentar e assim os riscos de insolvência¹⁸⁰.

Na próxima seção discutiremos com detalhes a interpretação histórica da UNICAMP sobre as políticas adotadas desde o início dos anos oitenta e suas implicações sobre a economia brasileira.

4.3-As políticas de ajustamento e as origens da macroeconomia dos estoques

Nesta seção abordaremos a forma como, historicamente, de acordo com a abordagem da UNICAMP, se gestou o ajuste patrimonial do setor privado brasileiro bem como a suposta crise de financiamento do setor público. Para tal, descreveremos as razões históricas para o endividamento externo seguida da crise de balanço de pagamentos e o ajustamento empreendido pela política econômica brasileira do período.

4.3.1-As origens do problema: endividamento externo nos anos setenta

A discussão sobre o endividamento externo nos anos setenta aparece no âmbito da discussão sobre a virtual inexistência de instituições e instrumentos privados de financiamento de longo prazo da economia brasileira¹⁸¹.

De acordo com Baer (1993) e Carneiro (2002) entre outros, o Brasil nunca teve um setor privado capaz de constituir as instituições e o *funding* necessário para o financiamento do investimento. Tal fato gerou a necessidade que o Estado criasse fundos de poupança compulsória e de instituições especiais de crédito, que se tornaram as principais fontes domésticas de financiamento a longo prazo. A ausência destas instituições privadas de financiamento levou, como veremos

¹⁸⁰ O Estado comprometeu sua situação financeira e patrimonial na salvaguarda da riqueza privada como forma de evitar uma crise de liquidação.

¹⁸¹De acordo com os economistas da UNICAMP essa sempre foi a grande lacuna do sistema financeiro nacional. Ver Cruz (1994), Belluzzo & Almeida (1992), Baer (1993), Goldstein (1994) e Carneiro (2002).

abaixo, a dependência excessiva das fontes de financiamento externo, segundo esta interpretação.

Cruz (1994) enfatiza, entretanto, que o problema do financiamento de longo prazo do setor privado brasileiro só pode ser corretamente entendido tendo em vista dois aspectos:

- (i) as características do padrão industrial brasileiro implantado no período compreendido entre os anos cinquenta e oitenta, o que caracterizaremos como uma lógica microeconômica;
- (ii) a escassez de divisas que caracteriza historicamente a economia brasileira, esta necessidade de captação de divisas para financiar o déficit em transações correntes, chamaremos de ótica macroeconômica.

Começaremos pelo primeiro ponto. Uma característica central desse padrão seria sua estrutura oligopólica, “defendida” por barreiras à entrada convencionais e por barreiras legais proporcionadas pelo instituto da reserva de mercado. Isto teria permitido a fixação de *mark-ups* elevadíssimos, segundo Cruz (1994) muito acima da média dos países capitalistas centrais.

Uma segunda característica se relaciona ao papel das empresas multinacionais, das estatais e de capital nacional nesse padrão. As primeiras, desde o início da industrialização, assumiram a liderança nos setores de bens de consumo durável, de bens de capital e de bens intermediários. Às estatais coube o papel de suprir os serviços de infra-estrutura e bens intermediários de uso difundido. Aos setores de capital nacional coube um papel secundário e restrito ao setor bancário, construção civil e bens de consumos não duráveis, por exemplo.

O padrão de financiamento da economia brasileira, no que diz respeito às fontes domésticas de financiamento foi fundado na poupança compulsória e nas instituições públicas de crédito. Os recursos oriundos da poupança compulsória foram administrados pelo Estado por meio de instituições de crédito. O sistema bancário doméstico privado teve apenas uma participação secundária neste

padrão, seja repassando recursos oriundos do estado ou de recursos externos¹⁸². Tal fato, de acordo com esta interpretação, caracteriza uma relativa atrofia do sistema financeiro doméstico, o que justificaria a necessidade de recorrer às fontes externas de financiamento¹⁸³.

No entanto, a despeito de tal 'atrofia', os principais atores da industrialização brasileira conseguiram estruturar o seu financiamento de forma distinta. Para as empresas privadas havia três fontes, o auto-financiamento, financiamentos/subsídios públicos e (no caso das multinacionais) financiamentos externos. A capacidade de auto-financiamento desses oligopólios era garantida pelos *mark-ups* praticados, pela política salarial vigente e pelas políticas governamentais¹⁸⁴. Os recursos externos sempre foram fontes complementares especialmente significativas para as empresas multinacionais¹⁸⁵.

Para o caso dos investimentos estatais o caso foi diferente. Mais do que isso, para as empresas estatais torna-se muito difícil separar a ótica microeconômica da macroeconômica do seu financiamento como veremos adiante uma vez que, dada a necessidade histórica de financiamento dos déficits em conta corrente, as empresas estatais foram o principal instrumento de captação de recursos externos através dos mais diversos expedientes.

As empresas estatais, dada a natureza de seus investimentos, necessitavam de volumes expressivos de recursos. Mas ao contrário do setor privado, não poderiam praticar preços e tarifas que garantissem o seu autofinanciamento, uma vez que as tarifas públicas eram utilizadas como instrumento de política inflacionária e como forma de incentivo ao setor privado. Por este motivo, as fontes externas foram sempre a fonte principal de financiamento das empresas públicas. Até os anos sessenta, as empresas

¹⁸²Neste sentido, segundo Carneiro (2002) os bancos privados reduziram seus riscos e o seu comprometimento com o financiamento do crescimento. A implicação deste padrão de financiamento que foi montado foi o aumento da vulnerabilidade externa e a deterioração da situação financeira do Estado brasileiro.

¹⁸³De acordo com Carneiro (2002) esta teria sido a principal razão para o endividamento externo, suplantando, por exemplo, a excessiva liquidez do sistema financeiro internacional como principal motivo da absorção de recursos do exterior.

¹⁸⁴ Segundo Cruz (pp. 68, 1994) a ação governamental, através das mais variadas benesses cambiais, fiscais, tarifárias e creditícias, também garantiu a lucratividade das grandes empresas.

¹⁸⁵ Dois aspectos importantes relativos às empresas de capital externo. A tomada de recursos é determinada preponderantemente pelas estratégias globais das matrizes. Além disso, por motivos de ajuste no balanço de pagamentos o governo sempre estimulou das mais variadas formas a tomada destes recursos.

estatais ainda contavam com o financiamento do então BNDE¹⁸⁶. Esta 'estreita solidariedade' foi rompida a partir de 1964 com o golpe militar deixando de fornecer recursos direcionando-os ao setor privado.

Embora num primeiro momento os militares tenham adotado um maior realismo tarifário¹⁸⁷, a partir do II PND a política de tarifas públicas voltou a ser utilizada como instrumento de contenção da inflação e de subsídios ao setor privado. Este fato repôs para as empresas estatais a necessidade de fontes externas de financiamento¹⁸⁸, num momento em que as mesmas assumiam um papel de liderança na composição do investimento agregado da economia. Esta aparente contradição foi resolvida pelo endividamento externo. A partir desta época as empresas lançam-se no circuito internacional de crédito contratando empréstimos a juros flutuantes junto aos bancos privados¹⁸⁹.

Observe-se desta forma que, é extremamente difícil separar os determinantes da lógica microeconômicas discutida acima, da ótica macroeconômica do processo de endividamento externo da economia brasileira desde os anos cinquenta.

Com efeito, se do ponto de vista das empresas (multinacionais e particularmente as estatais) o financiamento externo era atraente devido às condições de custo e prazo, é igualmente verdadeiro que do ponto de vista macroeconômico a captação de recursos no exterior foi estimulada através de diversas medidas de política econômica (como veremos na seção abaixo) e permitiu o financiamento dos déficits em transações correntes e acúmulo de reservas (sendo, portanto, crucial à estratégia de crescimento seguida pelo país naquele momento)¹⁹⁰.

¹⁸⁶ Ver Cruz (1994).

¹⁸⁷ Segundo Cruz (1994) este realismo tarifário permitiu, ainda que temporariamente na primeira metade dos anos setenta, que as empresas estatais pudessem financiar seus projetos a partir de fundos próprios.

¹⁸⁸ Ao mesmo tempo, segundo Cruz (1994), a privatização dos recursos do BNDE chegava ao extremo sob o argumento de que era necessário fortalecer a parte fraca do tripé que sustentou o processo de industrialização brasileiro. Ver Cruz, pp. 71, 1994.

¹⁸⁹ Note que até ao final dos anos setenta os principais veículos do endividamento externo brasileiro foram as empresas multinacionais e as estatais. Isso porque havia ainda um outro canal através do repasse de fundos externos pelos bancos comerciais, mas segundo Belluzzo & Almeida (1992) esta foi uma forma secundária de ampliação da dívida externa. Pela resolução 63 promulgada em 1962 seria possível às instituições financeiras domésticas a captação e repasse de fundos em moeda estrangeira.

¹⁹⁰ Ver também Carneiro (2002).

Esta era, enfim, a situação sobre a qual eclodirá a crise da dívida iniciada ao final dos anos setenta e início dos anos oitenta. A interrupção do financiamento externo (notadamente após a moratória mexicana) gerou implicações diferenciadas sobre os três grupos acima mencionados.

Vejamos, inicialmente, o comportamento das empresas transnacionais que eram as principais usuárias dos recursos externos. Estas, antecipando as turbulências que seguiriam nos anos oitenta, foram desde a segunda metade dos anos setenta, aos poucos, reduzindo sua tomada de empréstimos externos, até que nos anos oitenta sua participação nos empréstimos totais era pequena.

Ao mesmo tempo, se observa uma mudança na estratégia global das matrizes dessas empresas que implicou na concentração dos investimentos diretos nos países desenvolvidos com redução das atividades nos países em desenvolvimento, particularmente no Brasil. Este fato, associado à estagnação da economia brasileira gerou uma redução nos investimentos produtivos. Desta forma, as firmas multinacionais não só reduzem sua tomada de empréstimos no exterior como iniciam um movimento oposto de repatriação de lucros.

As empresas privadas de capital nacional não foram tão afetadas porque embora tivessem acesso restrito aos empréstimos externos, contavam com recursos públicos subsidiados. As principais implicações da crise da dívida, que começa com o choque dos juros em 1979 e atinge seu ápice com a interrupção dos fluxos voluntários de empréstimos em 1982, recaíram sobre as empresas estatais e sobre o setor público como um todo. Em grande medida os impactos sobre o setor público foram determinados pelo que ficou conhecido como o processo de estatização da dívida externa cuja natureza e implicações analisaremos abaixo.

4.3.2- As Duas Etapas do Processo de Estatização da Dívida Externa

A partir principalmente da segunda metade dos anos setenta observa-se na economia brasileira um processo crescente de estatização da dívida externa, i.e, um aumento sustentado da participação do setor público (administração direta e

empresas estatais) na captação de novos recursos e na transferência para o setor público de dívidas velhas contraídas pelo setor privado.

De acordo com Cruz (1995) e Belluzzo & Almeida (1992), este processo pode ser dividido em duas partes. A primeira se situa entre os dois choques do petróleo e se caracteriza pela maior participação das empresas estatais e da administração direta nos fluxos de novos empréstimos. A segunda fase marca uma radicalização do processo anterior, com a agravante do setor público ter assumido, através do Banco Central, os passivos contratados originalmente pelo setor privado¹⁹¹.

O primeiro movimento se inicia na segunda metade dos anos setenta, quando as empresas estatais cumpriram papel fundamental nos investimentos definidos pelo II PND. De acordo com os economistas da UNICAMP, a forma de financiamento externo destes projetos respondeu fundamentalmente à lógica macroeconômica (do “crescimento com endividamento”)¹⁹², ainda que se possa argumentar, de um ponto de vista microeconômico, que as condições de juros e prazo dos financiamentos eram perfeitamente adequadas aos projetos que estavam sendo realizados.

Neste sentido, vários mecanismos foram adotados para estimular a tomada de recursos no exterior. Estes mecanismos estavam disponíveis tanto para o setor privado como para o setor público, mas como vimos acima o comportamento das empresas privadas era de cautela tendo em vista o cenário internacional e a desaceleração dos investimentos privados.

Portanto, as empresas estatais se endividavam no exterior para se financiar e, ao mesmo tempo, para fazer frente ao déficit em conta corrente do balanço de pagamentos. Como vimos anteriormente, as empresas estatais foram induzidas a proceder desta maneira de várias formas, dentre as quais destaca-se a utilização do controle das tarifas públicas como instrumento antiinflacionário (e a conseqüente redução de sua capacidade de auto-financiamento)¹⁹³. Além disso,

¹⁹¹ Para detalhes ver Cruz (1995), Belluzzo & Almeida (1992) e Carneiro (2002).

¹⁹² Ver Cruz (1995), Teixeira (1994) e Belluzzo & Almeida (1992).

¹⁹³ Para detalhes ver Cruz (1995).

cumpra acrescentar que o acesso aos recursos do então BNDE foi vedado às estatais, sendo destinado quase que exclusivamente ao setor privado.

A segunda etapa do processo de estatização da dívida externa teve origem na elevação dos juros externos em 1979 e na conseqüente elevação dos déficits em conta corrente. Tais acontecimentos levaram o governo a radicalizar a política anterior, utilizando à exaustão tanto estatais como os órgãos públicos para contrair empréstimos no exterior, desta feita com pouca ou nenhuma vinculação a qualquer projeto de investimento. O único objetivo dessa radicalização foi a geração de divisas para fechar as contas do balanço de pagamentos. A conseqüência óbvia de tal política foi um aumento espetacular da vulnerabilidade do setor público (inclusive estatais) a choques de juros e câmbio. É bom lembrar que as empresas privadas que já estavam cautelosas em meados dos anos 70 passaram a fugir inteiramente dos passivos em moeda estrangeira dada a explosão dos juros internacionais, a instabilidade cambial, a recessão que se iniciou no início da década de oitenta.

Mas a novidade maior desta segunda fase, como detalharemos abaixo, não é a mudança no peso do setor público nos fluxos de novos empréstimos, mas a transferência ao Banco Central de dívidas ainda a vencer contratadas pelo setor privado¹⁹⁴. Este último fugiu não só dos fluxos de novos empréstimos, mas também dos estoques¹⁹⁵. Em conseqüência, o peso do pagamento do serviço da dívida externa (aumentado substancialmente pela elevação dramática da taxa de juros e pela instabilidade cambial) concentrou-se quase que exclusivamente sobre o setor público.

4.3.3- O Ajuste externo de 1979-83 e a Crise Financeira do Setor Público

O período compreendido entre 1979-83 registra condicionantes externos bastante adversos para a economia brasileira. Com efeito, além da subida das

¹⁹⁴ O último passo importante nesta segunda fase aconteceu depois de 1982 a partir das negociações com os bancos credores e o FMI. Ver Cruz (1994). Um dos resultados destas negociações foi a criação de um novo mecanismo denominado 'depósitos de projetos' a partir de qual o Banco Central se tornava o tomador final de empréstimos externos.

¹⁹⁵ É importante ter em conta que todos os mecanismos de defesa antecederam às máximas desvalorizações da moeda e, portanto se constituíram em peça chave do ajuste patrimonial privado. Ver Cruz (1994).

taxas de juros americanas e da interrupção dos empréstimos externos, as economias capitalistas centrais se encontravam em recessão e os preços das *commodities* estavam em declínio. Estes condicionantes adversos tiveram implicações importantes sobre a economia brasileira e em particular sobre o setor público.

De fato, a resposta do Brasil a estes choques foi a geração de superávits comerciais para tentar dar conta do pagamento de juros e outros serviços de fatores. Note-se, entretanto, que dado o baixo crescimento das exportações no período (a despeito das maxidesvalorizações cambiais praticadas), a geração de superávits se deu primordialmente mediante redução das importações através da recessão que foi gerada¹⁹⁶.

Note-se ainda que a quase totalidade dos pagamentos de juros deveriam ser feitos pelo setor público, ao mesmo tempo em que as empresas estatais e os órgãos da administração direta não contribuía em nada para a geração de divisas. Em conseqüência disso podemos concluir que o saldo comercial era gerado pelo setor privado e adquirido pelo setor público.

Os impactos diretos e indiretos dos choques externos e das políticas voltadas para a obtenção dos superávits comerciais são resumidos por Cardoso de Mello (1992) da seguinte forma:

“a contrapartida [de tais políticas], como se sabe, foi o extraordinário agravamento da situação financeira do estado por três razões básicas: 1. pelos efeitos das desvalorizações cambiais sobre a dívida externa; 2. pelas conseqüências da recessão e da aceleração da inflação sobre a arrecadação fiscal e sobre as receitas das empresas estatais; 3. pelo impacto das altas taxas de juros sobre a dívida mobiliária e bancária” (Cardoso de Mello, 1992, pp. 16).

Com efeito, para os economistas da UNICAMP alguns fatos são incontroversos. A interrupção dos créditos voluntários para o Brasil fez com que cessasse a principal fonte de ‘dinheiro novo’ para o Estado e suas empresas. Este

¹⁹⁶ Ver Teixeira (1994).

ponto é particularmente enfatizado por Cardoso de Mello (1992), Belluzzo & Almeida (1992) e Baer (1993). Para Belluzzo & Almeida (1992) com o colapso dos fluxos de financiamento externo a partir de 1982 o Estado teve que se voltar para o mercado doméstico de crédito e para a ampliação da dívida “diante do imperativo do atendimento de suas necessidades de financiamento”. (Belluzzo & Almeida, pp. 38, 1992). Desta maneira, a crise externa acaba por se transformar, segundo tais autores, em uma crise fiscal:

“O que a ruptura do financiamento externo representou para o setor público foi precisamente o fim de uma das fontes desse endividamento que teve que se deslocar ao plano interno na ausência de uma reforma no financiamento público que lhe concedesse uma alternativa, como em uma reforma fiscal” (Belluzzo & Almeida, pp. 42, 1992).

Com isso a opção, segundo este mesmo argumento, foi o endividamento através da emissão de títulos de curto prazo¹⁹⁷. Na mesma linha Carneiro (2002) afirma que o estreitamento das fontes de financiamento do setor público fez com que se utilizasse maneira progressiva a dívida mobiliária de curtíssimo prazo¹⁹⁸.

Em segundo lugar, como o setor público já se encontrava pesadamente endividado em moeda estrangeira (a taxas de juros flutuantes), a elevação da taxa de juros em 1979 aumentou ainda mais o passivo externo do setor público e a maxidesvalorização da taxa de câmbio em 1983 elevou o valor em moeda doméstica do estoque da dívida externa brasileira.

Além disso, as políticas voltadas à obtenção dos saldos comerciais tiveram impactos indiretos sobre o setor público. De fato, a combinação de maxidesvalorização cambial e elevação da taxa de juros gerou forte aceleração inflacionária e redução do nível de atividades que, por sua vez, levaram a uma significativa diminuição da carga tributária na década de oitenta. Como aponta Tavares (1993): “uma alta inflação com baixo nível de atividades, por sua vez diminui endogenamente as receitas fiscais, e o desgaste fiscal torna-se inevitável”

¹⁹⁷ Ver também Cardoso de Mello pp. 17, 1992.

¹⁹⁸ Ver Carneiro pp. 203-204, 2002.

(Tavares, pp. 98, 1993)¹⁹⁹. A própria política de renúncia fiscal e estímulo às exportações também contribuíram de forma decisiva para a queda na arrecadação.

Note-se ainda, como enfatizado por Cruz (1995), Belluzzo & Almeida (1992), Carneiro (2002) e Tavares (1993), dentre outros, que o saldo comercial em moeda estrangeira era gerado pelo setor privado enquanto a remessa de divisas para o exterior sob a forma de juros deveria ser feita pelo setor público²⁰⁰. Por este motivo, como apontam Belluzzo & Almeida (1992):

“a ampliação do superávit comercial foi um fator importante no crescimento da dívida pública interna na medida que o setor público tinha que se financiar em cruzados junto ao setor privado – detentor de saldos positivos em moeda estrangeira” (Belluzzo & Almeida, pp. 43, 1992)²⁰¹.

Ademais, em uma economia altamente indexada, os seguidos choques de câmbio levaram a uma rápida aceleração da taxa de inflação. Em virtude desta aceleração houve uma redução na demanda por moeda sem precedentes fazendo com que a única forma factível do setor público se financiar fosse através da colocação de títulos públicos indexados. Este fluxo de financiamento para os títulos públicos era garantido porque estes eram de curtíssimo prazo e tinham liquidez garantida (a eles eram oferecidas taxas de juros elevadas sendo garantida aos aplicadores carta de recompra pelo Banco Central)²⁰².

¹⁹⁹ Isto apesar da criação de novas taxas de impostos e de medidas para diminuir a evasão fiscal e eliminação do efeito Tanzi Muito embora a partir da segunda metade da década várias medidas tenham sido tomadas no intuito de reduzir o prazo de recolhimento, diminuir a evasão e o tempo em que os impostos permaneceriam na rede bancária. Para detalhes ver Baer (1993), Belluzzo & Almeida (1992).

²⁰⁰ Como mencionado acima dado o papel que as estatais cumpriam de fornecedor de insumos de uso generalizado e infra-estrutura pouco contribuíam para a geração de divisas.

²⁰¹ Ver também Cruz (1995) e Tavares (1993).

²⁰² Os efeitos dos choques externos sofridos pela economia brasileira foram particularmente perversos sobre as empresas estatais. Como vimos anteriormente, essas últimas estavam pesadamente endividadas em moeda estrangeira sendo, portanto, fortemente atingidas pelas máximas desvalorizações cambiais de 1981/83 em um contexto em que mesmo sua capacidade de gerar receitas em moeda local estava severamente diminuída (afetada pela recessão interna e pelo uso da contenção de tarifas como instrumento de política antiinflacionária e de promoção de exportações). Com efeito, observa-se nesse período uma elevação nos gastos em custeio das estatais, notadamente com encargos financeiros cuja participação praticamente dobrou. Historicamente, tais despesas de custeio eram cobertas com folga por recursos próprios, que eram suficientes ainda para financiar boa parte do investimento das estatais. Esta capacidade de autofinanciamento foi sendo erodida ao longo dos três primeiros anos da década de 80, a ponto dos gastos em custeio

4.3.4- O ajuste privado e o estrangulamento financeiro do setor público

Os economistas da UNICAMP apontam que a contrapartida do processo de estrangulamento financeiro do setor público foi um ajuste patrimonial privado sem precedentes na história brasileira. As empresas privadas notadamente os grupos estrangeiros e aquelas voltadas para exportação desenvolveram (com o apoio governamental), mecanismos de ajuste patrimonial e financeiro e rapidamente se tornaram detentores de ativos financeiros, particularmente ativos emitidos pelo setor público.

Em primeiro lugar, cumpre notar que o processo de estatização da dívida externa amplamente discutido acima se constituiu, segundo os economistas da UNICAMP, no principal instrumento de 'preservação' da riqueza privada.

Além disso, as empresas em geral, e em particular, as que tinham capacidade exportadora, contaram com subsídios diretos, preços públicos subsidiados, isenções tributárias, proteção tarifária, crédito prêmio e etc²⁰³.

Por fim, a ampliação da dívida pública interna como resultado de todos os fatores apontados na seção anterior teve como principal beneficiário o setor privado que conseguiu, no contexto da crise, manter e ampliar sua rentabilidade.

O setor privado foi, portanto, capaz de gerar a liquidez necessária para reduzir seu endividamento, cancelar dívidas, e depois acumular grandes saldos financeiros. Transitou nos anos de ajuste recessivo de um padrão que vigorou nos setenta em que era devedor líquido dos sistemas financeiros, interno e externo, para a posição que irá caracterizá-lo nos anos oitenta, de credor líquido que canaliza seus fundos em aplicações de curto prazo e títulos da dívida pública²⁰⁴.

Como já mencionado acima, a contrapartida mais visível deste processo de preservação da riqueza privada foi o aumento da dívida pública. De acordo com

ultrapassarem os recursos próprios. A conseqüente redução da capacidade de financiamento das empresas estatais foi parte do quadro mais geral de redução do investimento agregado da economia. Esta situação foi agravada porque a insuficiência de geração de recursos próprios não foi compensada por transferências do tesouro. Os recursos do tesouro, historicamente, para a maioria das empresas foram apenas complemento de seus recursos próprios das empresas, só que esta política foi interrompida em decorrência da política de redução de dispêndio público e de cerceamento da capacidade de financiamento do investimento para forçá-las a reduzir suas importações. Reduziram-se significativamente também as operações de crédito, e mais importante, as amortizações aumentaram muito por conta da desvalorização nominal da taxa de câmbio.

²⁰³ Ver Cruz (1995).

²⁰⁴ Ver Belluzzo & Almeida (1992).

Baer (1993) o Estado acumulou um crescente estoque de dívida pública para pagar os juros da dívida externa e socializar o ônus do ajuste privado, passando a financiar o Estado por meio das operações de mercado aberto. Este circuito passou a representar o mecanismo de manutenção do valor da riqueza privada acumulada e deixou de ser canalizada para investimentos produtivos.

De acordo com Carneiro (2002) a questão central na década de oitenta, principalmente na segunda metade, não é o crescimento do volume da dívida pública, mas a sua composição. Deve-se ressaltar o caráter de curto prazo que assume o financiamento do setor público, que pode ser explicado por duas razões: a própria aceleração inflacionária (associada à manipulação dos indexadores, que exacerbam os riscos de perdas patrimoniais) e a precariedade das finanças públicas.

Este segundo fator é resultado da incapacidade de obtenção de fontes alternativas de financiamento como discutido nas seções acima. Com isso, o setor privado só aceitava financiar o governo por meio de dívida de curto prazo. Ademais, de acordo com Belluzzo & Almeida (2002), como o setor público não ‘avançou na superação dos problemas agravados pelo ajustamento e pela ruptura do financiamento externo(...)o crédito contraiu-se violentamente no sistema financeiro e o risco do grande devedor desses anos (o setor público) com prometeu ainda mais o seu crédito’ (Belluzzo & Almeida, pp. 149, 2002).

Baer (1993) reforça esta idéia colocando que:

“a perda de confiança na capacidade do governo de cumprir seus compromissos deteriora muito as suas condições de financiamento via mecanismos de mercado, o que só reforça desconfiança, criando-se uma realimentação em forma de círculo vicioso”(Baer, pp. 34, 1993).

No Brasil, como mencionamos acima, houve o problema central na década de oitenta, que foi a inflação²⁰⁵, o que trouxe consigo a desconfiança de que os indexadores não acompanhariam a inflação (ou de que a indexação implícita nos

²⁰⁵ Questão esta que não será tratada neste trabalho. Para uma interpretação do processo inflacionário da economia brasileira na década de oitenta e as políticas de estabilização adotadas ver Bastos (2001).

contratos seria descumprida), o que fez com que os agentes se concentrassem em aplicações de curto prazo²⁰⁶.

Desta forma, ainda segundo Baer (1993), os limites ao financiamento do setor público se apresentam de duas formas, a primeira é a desconfiança dos detentores de riqueza quanto à capacidade do Estado de cumprir a suas obrigações financeiras, e a segunda diz respeito ao cumprimento das próprias regras de indexação.

Como resultado, a política empreendida no período, a despeito da preservação da riqueza privada, 'contribuiu para desorganizar as avaliações dos possuidores de riqueza' (Belluzzo & Almeida, 2002, pp. 140) fazendo com que 'a acumulação de riqueza sob qualquer forma ficasse sujeita a acentuado grau de incerteza'(Belluzzo & Almeida, pp. 140, 2002)²⁰⁷.

Em resumo, o ajustamento à medida que agravou as condições de financiamento do setor público e desorganizou os padrões de avaliação de risco das decisões empresariais, provocou a paralisia dos agentes que comandam o investimento.

Desta maneira, é possível concluir a interpretação dos economistas de Campinas da estagnação brasileira, seguindo Baer (1993), que a crise foi resultado das dificuldades de financiamento do setor público.

No próximo capítulo analisaremos criticamente esta abordagem tanto a sua base teórica como alguns aspectos das implicações de política econômica que apontamos acima.

²⁰⁶ 'Neste sentido o problema de *funding* se transforma numa questão de prazo...'(Baer, pp. 38, 1993).

²⁰⁷ Particularmente tais autores destacavam a instabilidade das taxas de juros e o realinhamento constante dos indexadores o que gerava um risco de desvalorização da dívida e do patrimônio do setor privado.

5- Avaliação crítica da interpretação da UNICAMP

Neste capítulo avaliaremos criticamente o argumento apresentado no capítulo anterior. Em primeiro lugar, será discutida a consistência lógica da interpretação de Belluzzo & Almeida (2002), considerado neste trabalho o marco teórico dos economistas da UNICAMP para a explicação do ajustamento da economia brasileira nos anos oitenta que teve implicações para a década de noventa.

Neste sentido, discutiremos como que, seguindo o princípio da demanda efetiva kaleckiano e o argumento de Steindl, o lucro macroeconômico pode ser mantido em um cenário em que se combinam redução do investimento privado e superávit primário nas contas públicas. Particularmente, veremos que este papel definitivamente não pode ser cumprido única e exclusivamente pela estatização da dívida externa como apontado em Belluzzo & Almeida (2002).

Além disso, analisaremos criticamente os pontos abaixo listados:

- (i) com base na abordagem das finanças funcionais, avaliaremos a idéia de que o governo necessitava dos recursos externos para se financiar;
- (ii) com base na teoria da taxa de juros exógena e no mecanismo do refluxo para economias abertas, discutiremos a dicotomia superávit comercial privado/pagamento de divisas público e as conseqüências deste processo apontadas pela UNICAMP.
- (iii) com base em Serrano (2001b) avaliaremos a visão da UNICAMP acerca dos determinantes do investimento e da acumulação de capital; e
- (iv) por fim, discutiremos de forma breve qual o papel que a escassez de financiamento externo e a restrição de divisas cumpre na interpretação dos economistas da UNICAMP.

5.1- O saldo comercial e o lucro macroeconômico

Nesta seção nos concentraremos na discussão das hipóteses teóricas adotadas por Belluzzo & Almeida (2002) e as implicações lógicas que delas se derivam. Particularmente, discutiremos criticamente as hipóteses adotadas e suas implicações sobre os determinantes do lucro macroeconômico da economia brasileira na década de oitenta.

Resumidamente, considera-se que são hipóteses razoáveis para a década de oitenta o saldo nulo nas contas públicas no conceito primário e em conta corrente no balanço de pagamentos, além de supor que o consumo rentista foi nulo. Com isso, considera que a estatização da dívida externa e o aumento do déficit público, ‘mantiveram’ o lucro e o superávit privado em cenário de recuo do investimento privado.

Em primeiro lugar, a estatização da dívida gerou um aumento permanente no lucro líquido do setor privado (dado o lucro bruto) no momento em que o pagamento de juros passou a ser feito pelo governo. Com isso, dado um nível exógeno de investimento, gerou-se um superávit do setor privado como pode ser visto pelas equações (53) e (54) do capítulo anterior. A contrapartida contábil foi o também permanente aumento do déficit público.

Em um contexto de ‘recuo’ do investimento privado, de superávit primário e consumo rentista nulo, o lucro bruto deveria se reduzir ao longo do tempo. Portanto, seria logicamente impossível que, neste cenário, o lucro estivesse se elevando, ou mesmo sendo mantido apenas como resultado da estatização da dívida externa.

Na verdade, a análise de Belluzzo & Almeida (2002) é feita supondo implicitamente que a condição *ceteris paribus* é válida, considerando o lucro bruto como dado. No entanto, como esta discussão é feita com base nos trabalhos de Steindl, que utiliza explicitamente o princípio da demanda efetiva kaleckiano, o

lucro bruto é resultado da operação da demanda efetiva²⁰⁸. Precisamente, é determinado pelos gastos capitalistas, o déficit primário e o saldo comercial.

De acordo com Belluzzo & Almeida (2002) a década de oitenta foi marcada pelo recuo do investimento privado e pelo nível reduzido do consumo. No que diz respeito à evolução das contas do setor público no conceito primário observamos, com base em Carneiro (2002) e Belluzzo & Almeida (2002), que na década de oitenta desde de 1983 até 1987, o governo apresentou superávit primário. Em 1987 apresentou déficit, voltando a ser superavitário em 1988 e finalmente deficitário em 1989²⁰⁹.

Em um cenário como este seria de se esperar que o lucro macroeconômico e o superávit do setor privado (pelo menos até 1987) estivessem se reduzindo. No entanto, este suposto comportamento é contrário à argumentação da UNICAMP, cujo ponto central é o ajuste patrimonial privado patrocinado pelo setor público. Na verdade, falta explicitar o papel cumprido pelo saldo comercial²¹⁰ que foi crescente ao longo da década (apresentando apenas uma redução em 1986).

Desta forma, o lucro bruto (que depende da operação da demanda efetiva), em contexto de recuo do investimento privado e geração de superávits primários, foi mantido e ampliado em decorrência do comportamento do saldo comercial²¹¹.

No caso brasileiro, seguindo a argumentação de Steindl, o agente externo que evitou o endividamento forçado foi essencialmente o setor externo. A explicação é simples, devido à necessidade de efetuar pagamentos de juros ao exterior e de aliviar a restrição externa, as exportações foram estimuladas e as importações desestimuladas, tornando-se os elementos mais dinâmicos da demanda efetiva. Para a interpretação da UNICAMP o peso da explicação do

²⁰⁸ Como apontam Belluzzo & Almeida (2002) em citação reproduzida no capítulo anterior.

²⁰⁹ Os dados são apresentados em proporção do PIB. Ver Carneiro (2002) e Belluzzo & Almeida (2002).

²¹⁰ Para esta discussão dos determinantes do lucro macroeconômico o relevante é o comportamento do saldo comercial e não o saldo em conta corrente.

²¹¹ Em seus comentários sobre o argumento desenvolvido na dissertação, o professor Julio Sergio Gomes de Almeida atestou a importância central que o superávit em bens e serviços cumpriu na manutenção do lucro privado ainda que em Belluzzo & Almeida (2002), tal argumento não tenha sido devidamente enfatizado e explicitado.

ajuste recai todo sobre o setor público como resultado de uma política deliberada para patrocinar o ajuste privado²¹².

Na realidade, como se supõe que a economia em análise funciona sob a validade do princípio da demanda efetiva, os déficits e superávits de cada um dos setores são resultado da evolução dos diversos componentes da demanda efetiva. Considere a equação abaixo:

$$(P + iD_{-1}^G - I) + (T - G - iD_{-1}^G - i^* D_{-1}^{EG}) + (M + i^* D_{-1}^{EG} - X) = 0 \quad (55)$$

Na década de oitenta, o Brasil enfrentou uma severa restrição externa e foram empreendidas políticas com o objetivo de reduzir a demanda agregada e assim as importações. Neste contexto, o investimento privado também se contraiu ao mesmo tempo em que as exportações foram estimuladas. Com isso, a renda e o lucro (dada a parcela dos lucros na renda) cresceram menos que as exportações e mais que o investimento privado. Sendo assim, gerou-se um superávit em conta corrente que teve como contrapartida um superávit privado. Além disso, como o setor público foi o responsável pelo envio de renda líquida ao exterior, foi gerado também um déficit público operacional.

Desta forma, ainda que a política macroeconômica empreendida, especialmente na primeira metade da década de oitenta, tenha contribuído para o aumento *once-for-all* do superávit privado e do déficit público operacional, a forma como a demanda efetiva se comportou, em decorrência da necessidade de aliviar a restrição externa, foi fundamental para o ajuste privado destacado pela interpretação da UNICAMP.

²¹² De fato, houve a estatização da dívida, mas o que queremos destacar é que o ajuste privado foi resultado das políticas macroeconômicas voltadas para lidar com a escassez de divisas e a restrição externa que foi extremamente severa na década de oitenta.

5.2- Steindl e abordagem das Finanças Funcionais

De acordo com Steindl nas condições em que analisava as economias capitalistas desenvolvidas, o setor público seria o agente externo capaz de evitar o processo de endividamento forçado. Neste sentido, o déficit público e o endividamento que dele resulta, eram vistos como primordiais para que houvesse acumulação de capital.

Para os economistas da UNICAMP, mesmo considerando que foi o déficit público (especialmente os pagamentos de juros resultado da estatização da dívida externa) que evitou o endividamento forçado das firmas, a perspectiva é distinta. Como vimos no capítulo anterior, os economistas da UNICAMP consideravam que houve, para o governo brasileiro na década de oitenta, um ‘grave’ problema de financiamento que se manifestou com a interrupção do financiamento externo considerada a principal fonte de “dinheiro novo” para o governo.

Desta forma, como não poderia contar com tal fonte, e como o financiamento por intermédio de emissão de base monetária é considerado inflacionário²¹³, restava recorrer à emissão de títulos públicos.

Como vimos acima, devido às dificuldades em se financiar e, portanto, a um suposto risco de *default*, a única forma de financiamento factível foram os títulos de curtíssimo prazo. Tal fato trazia permanentemente o risco de que o Estado não honraria com seus compromissos, o que acabaria por gerar processos insustentáveis de instabilidade e baixo crescimento no longo prazo. Tal possibilidade, ao contrário do proposto por Steindl, desqualifica a política fiscal expansiva como um instrumento capaz de elevar o nível de atividades e sua taxa de crescimento²¹⁴.

Este argumento é paradoxal uma vez que a base teórica da interpretação da UNICAMP é o esquema de Steindl. Por outro lado, os economistas da

²¹³ Fato que vem de uma interpretação equivocada sobre os determinantes da inflação. Uma vez que a economia estivesse no pleno emprego e a emissão de moeda gerasse aumento na demanda agregada haveria inflação de demanda. Entretanto, não há motivos teóricos nem empíricos que sustentem esta interpretação. Ver Bastos (2001) e Willcox (2001).

²¹⁴ Neste ponto, a interpretação da UNICAMP se aproxima das análises do CEPG sobre a política americana da segunda metade da década de noventa que apontava o crescimento da dívida pública e ameaça de default por parte do governo americano como possíveis efeitos da política fiscal expansiva.

UNICAMP apontam, ainda que equivocadamente como vimos acima, que na década de oitenta, foi a política fiscal expansiva que evitou o processo endividamento forçado.

5.2.1-A Teoria das Finanças Funcionais: breve resumo

Dentro da perspectiva deste trabalho, particularmente com base na abordagem das finanças funcionais de Abba Lerner, veremos que esta interpretação é equivocada bem como as proposições de política econômica que apontaram durante toda a década de oitenta à necessidade de um ajuste fiscal efetivo.

Para Lerner (1943) a política fiscal do governo deve ser avaliada pelos seus efeitos e resultados sobre a economia e “not to any established traditional doctrine, about what is sound or unsound” (Lerner, pp. 354, 1943)²¹⁵. O princípio de julgar a política fiscal ‘by the way they work or function in the economy we may call Functional Finance’ (Lerner, pp. 354, 1943)²¹⁶.

A principal responsabilidade do governo é manter os gastos totais da economia, públicos ou privados, em um nível capaz de sustentar o pleno emprego da força de trabalho. Para tal fim, dispõe de dois instrumentos básicos: o seu próprio gasto e os impostos que afetam a renda disponível do setor privado e os gastos em consumo. Caso gaste mais do que arrecada, cobrirá a diferença tomando emprestado do setor privado ou criando base monetária, ao passo que se os impostos forem mais elevados que os gastos poderá usar este saldo para resgatar parte de sua dívida ou destruir base monetária.

Da perspectiva das finanças funcionais, os impostos jamais devem ser pensados como um meio de financiar os gastos públicos, uma vez que, o governo quando efetua um gasto automaticamente emite moeda. Os impostos afetam os

²¹⁵ Para Lerner (1951) é necessário abandonar os princípios da “sound finance”: ‘which makes the balancing of the budget the main criterion of fiscal policy, in favor of “Functional Finance, which says that each instrument in the hands of the government should be balanced, but the way it functions in the general interest and in the first place in contributing to the prevention of inflation and deflation’ (Lerner, pp. 131, 1951).

²¹⁶ Os resultados a que Lerner se refere são basicamente a depressão e uma eventual inflação, ambos devem ser administrados pela política fiscal do setor público.

gastos privados, precisamente, o consumo privado por intermédio de sua renda disponível²¹⁷.

O dinheiro que o governo necessita pode simplesmente ser obtido pela emissão de moeda pela Autoridade Monetária no momento em que o Tesouro efetuasse um gasto²¹⁸.

A moeda é vista como uma relação de débito e crédito, o que implica que no momento em que algum setor aceita um débito fornecendo a algum outro setor um crédito correspondente, a moeda é criada²¹⁹. Esta operação envolve necessariamente a criação de um ativo para um setor e de um passivo correspondente para aquele que se endividou.

Estas relações de débito e crédito poderiam ser passadas adiante, isto significa que qualquer agente econômico poderia usar o seu ativo para liquidar transações com outros agentes. A questão é fazer com que este ativo seja aceito pelos outros, ou melhor, segundo Bell (2001), é achar alguém que queira se tornar credor de uma outra pessoa aceitando suas dívidas. Entretanto, existe um 'agente' cuja dívida é universalmente aceita. Com efeito, de acordo com Bastos (2004):

“Em qualquer momento da história, certamente, o Estado, ou seja, a moeda estatal teria um papel de destaque das relações de débito e crédito da economia pela sua própria dimensão. Além disso, a tributação imposta pelo Estado, a ser paga em sua moeda, criaria uma demanda cativa para os débitos estatais, já que o setor não estatal da economia teria de adquiri-los para cancelar seus débitos com o Estado, ou seja, a carga tributária.”(Bastos, pp. 189, 2004).

²¹⁷ Segue-se que os impostos nunca devem ser cobrados com intuito de criar recursos para o governo. De acordo com Lerner (1972): “The raising of taxes by a government was identified with the earning of money by a worker or a business, so that spending by a government in excess of its tax revenues was identified with an individual's spending more than he was earning, getting into debt and courting ruin. It became a commonplace to declare that deficit financing by the government would lead to bankruptcy.”(Lerner, pp. 34, 1972). Segundo Lerner (1972) a idéia de que o governo precisa dos impostos para se financiar é resultado do ‘purytanical principle of not living beyond one's means was projected onto government by analogy’(Lerner, pp. 34, 1972).

²¹⁸ Neste sentido, Lerner (1947) segue a Teoria Estatal da Moeda de Knapp segundo a qual o Estado é capaz de fazer o pagamento que deseja na moeda cujo valor não é derivado de um suposto lastro em ouro ou em qualquer outra mercadoria. Ao contrário, seu valor é derivado do fato do Estado aceitar como pagamento dos impostos e outras obrigações nesta moeda. Ver Lerner (1947) e para um resumo ver Bell (2001).

²¹⁹ Segundo Bastos (2004) e Bell (2001) esta é uma idéia recuperada dos trabalhos de Innes.

O que faz com que a moeda seja aceita é a declaração do Estado que esta moeda será aceita para pagamento de impostos e outras obrigações²²⁰. Desta forma, todos que tiverem alguma obrigação com o Estado aceitarão e utilizarão esta moeda²²¹. Sendo assim, segundo Lerner (1947):

“What this means is that whatever may have been the history of gold, at the present time, in a normally well-working economy, money is a creature of the state. Its general acceptability which is its all-important attribute, stands or falls by its acceptability by the state”(Lerner, pp. 313, 1947)

O governo tem a capacidade de emitir moeda de aceitação universal e o faz simplesmente quando gasta em bens e serviços. Por este motivo, deve emitir títulos retirando moeda de circulação apenas caso seja desejável que o público tenha menos moeda e mais títulos públicos em seu *portfólio* e vice-versa²²².

Assim, segundo Bastos (2004), chega-se à conclusão de que a aceitação da moeda estatal independe da lei que imprima seu curso forçado, sendo conseqüência da necessidade de pagar tributos. Por este motivo, pela capacidade de criar moeda fiduciária e o seu poder de cobrar impostos, o governo deve ter como objetivo de política manter um nível de gastos da economia adequado à manutenção do pleno emprego.

Como não há qualquer garantia de que as economias capitalistas tendam automaticamente ao pleno emprego, o governo deverá fazer política fiscal expansiva gerando déficit. O resultado óbvio do déficit é o aumento contínuo da dívida pública²²³.

²²⁰ Ver Bell (2001).

²²¹ Por outro lado, se o Estado deixar de aceitar alguma moeda como pagamento de suas obrigações, dificilmente esta moeda terá aceitação geral.

²²² A justificativa de Lerner é que “This might be desirable if otherwise the rate of interest would be reduced too low (by attempts on the part of the holders of the cash to lend it out) and induce too much investment thus bringing about inflation” (Lerner, pp. 355, 1943). Obviamente que a queda na taxa de juros pode ser um problema, mas não necessariamente porque induzirá um maior nível de investimento e conseqüentemente poderá gerar inflação. Este efeito da taxa de juros sobre o investimento vem do fato de Lerner se encaixar no que ficou conhecido como síntese neoclássica que utiliza a teoria neoclássica do valor e distribuição como seu fundamento teórico.

²²³ Considerando obviamente que o excesso de gastos sobre as receitas seja coberto por dívida e não base monetária. Lerner se questiona, ironicamente, se esta uma grande falha da abordagem das Finanças

De acordo com a abordagem das Finanças Funcionais o aumento contínuo da dívida pública interna não gera nenhuma instabilidade ou baixo crescimento da economia, logo não representa nenhum problema como os economistas da UNICAMP (como apontaram também Godley e os economistas do CEPG).

Segundo Lerner (1943): “this possibility presents no danger to society, no matter what unimagined heights the national debt might reach, so long as Functional Finance maintained the proper level of total demand for current output.”(Lerner, pp. 356, 1943).

De um modo geral, há uma preocupação com o tamanho da dívida pública por conta de uma falsa analogia com as dívidas pessoais²²⁴, generalizando para a nação como um todo, a idéia de que o endividamento torna as pessoas mais pobres. O tamanho da dívida pública significa tão somente que a nação deve a ela mesma²²⁵, por este motivo, a analogia com o setor privado é absolutamente inaplicável²²⁶.

Em geral quando uma pessoa se endivida com uma outra, esta outra pessoa, o credor, em algum momento pode cobrar esta dívida²²⁷. Para o caso da dívida pública interna isto não é verdade.

No momento em que se analisa a questão do tamanho da dívida pública passa despercebido que para cada devedor há um credor, e neste caso, o detentor da dívida pública é o próprio setor privado do país²²⁸. Para Lerner (1961) citando os EUA:

Funcionais e se faz a seguinte pergunta: ‘Should there not be some additional rule to protect us from the dangers of excessive national debt?’ (Lerner, pp. 272, 1951).

²²⁴ É especialmente importante Lerner (1951) capítulo 18 e Lerner (1961).

²²⁵ Segundo Lerner (1951): ‘we owe the debt to ourselves’(Lerner, pp. 272, 1951)

²²⁶ Segundo Lerner (1961) há um hábito em se olhar apenas para o lado do passivo da nação ‘I don’t know of anybody who has counted only the credit side’(Lerner, pp. 107, 1961) uma vez que caso construíssemos o balancete patrimonial da nação como um todo apareceria a dívida pública tanto no ativo como no passivo.

²²⁷ Segundo Lerner (1961): “If I have a personal debt, I am much poorer. The man to whom I owe this debt can ask me to pay it at some time. If I pay him, it’s a sacrifice on my part, and it may come at an extremely inconvenient time. The payment of my private debt means, for a time, consuming and enjoying less than I would otherwise be able to. I may have to tighten my belt”(Lerner, pp. 105, 1961). O mesmo pode-se dizer quando se analisam duas nações distintas, neste caso se o credor cobrar a dívida o devedor ficará mais pobre.

²²⁸ De acordo com Lerner (1951) citando como exemplo os Estados Unidos: “The 250 billion dollars owed by United States government to the citizens who own government securities does not make the United States 250 billion poorer any more than the fact that americans citizens have their assets 250 billion dollars worth of government securities makes the United States that much richer” (Lerner, pp. 273, 1951).

‘there is nobody else to whom we owe the debt. The national debt is a debt which the people in the United States owe, through the government, to the holders of the government bonds who, with some insignificant exceptions, happen to be the people in U.S.’ (Lerner, pp. 105, 1961).

Como a dívida pública constitui a riqueza do setor privado, não faz sentido a idéia de que sua existência empobrece o país. A nação não fica mais pobre porque o crescimento da dívida pública não faz com que os recursos produtivos da economia sejam reduzidos assim como a produção de bens e serviços²²⁹.

Da mesma maneira, os juros pagos sobre a dívida pública também não reduzem a renda nacional. Os juros representam uma transferência de renda para os credores do governo, o que elevará a sua renda disponível e poderá eventualmente elevar seus gastos em consumo (dependendo de sua propensão a gastar)^{230,231}.

Neste sentido não importa o montante de juros a ser pago sobre esta dívida, o que não pode ser feito de maneira alguma é elevar os impostos para ‘financiar’ este aumento dos juros porque ‘the interest can be paid by borrowing still more’ (Lerner, pp. 356, 1943).

Vejamos ainda outros argumentos que desqualificam a idéia de que o tamanho da dívida pode gerar algum tipo de problema para o país. Considere que o público por algum motivo qualquer não deseje mais financiar o governo por meio de títulos públicos ou não aceite rolar a dívida pública. Quais seriam as opções que lhe restariam? Segundo Lerner há duas opções, entesourar a moeda ou gastá-la.

Caso o público deseje entesourá-la, o governo poderá emitir toda a moeda necessária para pagar os juros (assim como qualquer outra obrigação). O governo, ao contrário das empresas e indivíduos, pode pagar suas dívidas em

²²⁹ Ver Lerner (1961).

²³⁰ Obviamente que isto pode ensejar uma mudança na distribuição de renda da economia não desejada. Entretanto do ponto de vista macroeconômico os juros não representam um ônus, a não ser que se considere que aqueles que recebem juros da dívida têm uma propensão a gastar menor do que o restante das pessoas.

²³¹ Claro que os efeitos sobre o consumo dependem da propensão a consumir dos receptores destas transferências. No caso do supermultiplicador sraffiano que desenvolveremos no capítulo seguinte, caso os receptores dos juros sejam os capitalistas, como só efetuam gastos autônomos o pagamento dos juros não teria efeitos diretos sobre o consumo.

moeda criada por ele próprio. No final, as pessoas que quiseram ter base monetária tiveram com a vantagem adicional de que o governo não precisou pagar juros²³².

A alternativa de o público gastar faz com que o governo não precise efetuar política fiscal expansiva e, portanto, tomar emprestado para tal fim. Ao contrário, caso os gastos privados se elevassem muito, o governo teria que elevar os impostos para evitar uma eventual inflação de demanda. Além disso, caso o governo incorra em um superávit como resultado deste aumento nos gastos privados, poderia utilizá-lo para resgatar parte do estoque de sua dívida.

Haveria ainda uma terceira opção não considerada por Lerner e que representaria um problema caso o país enfrentasse restrições de balanço de pagamentos. Os credores do governo poderiam simplesmente decidir aplicar seus saldos em ativos denominados em moeda estrangeira. Neste caso, as reservas internacionais se reduziriam e a dívida externa líquida do governo aumentaria. A composição do endividamento do governo se modificaria, o endividamento externo líquido (bruto menos as reservas internacionais) se elevaria.

Este poderia ser um problema para um país cujo nível de atividades e taxa de crescimento da economia estivessem restritos pelo balanço de pagamentos como veremos no capítulo seguinte. Tal situação poderia implicar em políticas de restrição à demanda agregada e sua taxa de crescimento. Poderia gerar também medidas de desestímulo à saída de capitais. Por exemplo, poderia tornar mais atrativa a remuneração dos títulos públicos através da elevação da taxa de juros como foi o caso do Brasil. Note que neste último caso o problema gerado é de balanço de pagamentos e não de financiamento do setor público.

Portanto, a dívida pública e os juros que sobre ela incidem não são um ônus para a nação²³³, dado que o governo não vai à falência, pois tem a prerrogativa de emitir a moeda na qual os seus débitos estão denominados. De acordo com Lerner (1961), qualquer país é capaz de “always legally meet its obligations by creating legal tender money-and it is not illegal for the government to do that, even though is illegal for anybody else”(Lerner, pp. 107, 1961)

²³² Ver Lerner (1961).

²³³ A não ser quando não é demandada por outros países.

Mesmo com o que argumentamos acima, é extremamente comum aos economistas de diversas matrizes teóricas, a atribuição de um limite ao montante que a dívida pública pode alcançar embora se defina que limite seja esse. Ao contrário, Lerner (1951) considera esta suposição absolutamente arbitrária porque 'It is difficult to see any more reason for preventing the debt from increasing when it is 47 billion or 55 billion or 200 billion or 400 billion dollars than when it is zero.' (Lerner, pp. 275, 1951).

A objeção principal ao crescimento da dívida pública estaria, em última instância, na crença de que tal dívida causaria 'some vaguely defined economic harm'. A única consequência poderia ser a depressão e o desemprego como resultado de se definir como objetivo de política o não crescimento da dívida²³⁴.

O que importa é compreender o significado mais geral das finanças funcionais^{235,236}:

"It is only a framework within which all sorts of different policies may be applied. It merely indicates how the government, in addition to doing whatever it may want to do on all other matters, can also prevent inflation and deflation and thus give us full employment."(Lerner, pp. 135, 1951).

²³⁴ Considere o seguinte exemplo dado por Lerner pp. 113, 1961 que ilustra o argumento desenvolvido dentro das finanças funcionais. Suponha que o nível de produção seja mantido ao nível de pleno emprego sem a necessidade de criação de dívida pública. A pergunta que Lerner se faz é se o país estaria ou não numa situação melhor. A resposta é não necessariamente. Os gastos das empresas e famílias foram feitos a partir do endividamento, só que intra o próprio setor privado, da mesma maneira que poderia ter sido feito a partir do endividamento, só que do setor público. A diferença é que neste caso o setor privado terá em sua carteira de títulos privados no mesmo montante que teria caso o houvesse endividamento público. Tais títulos privados deixariam seus detentores tão ricos como se os títulos fossem públicos. Este exemplo foi dado por Lerner (1961) pp 113.

²³⁵ Para Lerner o mais importante era compreender a natureza da abordagem das finanças funcionais, que consiste em: "of the simple principle of giving up our preconceptions of what is proper or sound or traditional, of what is done, and instead considering the functions performed in the economy by government taxing and spending and borrowing and lending. It means using this instruments simply as instruments, and not as magic charms that will cause mysterious hurt if they are manipulated by the wrong people or without due reverence for tradition" (Lerner, pp. 360, 1943).

²³⁶ Neste sentido, pouco importa também a teoria que Lerner utilizava como fundamento teórico de sua análise. Lerner pertence à tradição da síntese neoclássica cujo fundamento é a idéia de moeda exógena associada à relação inversa entre taxa de juros e investimento. Bastos (2004) em um rodapé, afirma corretamente que embora Lerner tenha uma postura absolutamente heterodoxa em termos de política econômica não o tinha no que tange à teoria do valor e distribuição, inteiramente neoclássica. A compatibilização entre estes aspectos é feita supondo que o investimento é pouco elástico em relação à taxa de juros, logo a existência de um excesso de poupança potencial sobre o investimento não faria a taxa de juros cair e levar assim a economia ao pleno emprego.

Desta forma, o governo deve incorrer em déficits quando a economia estiver em depressão ou apresentando baixo crescimento. De acordo com Bastos (2004) “este tipo de abordagem, que defende a determinação do déficit público de um tamanho tal que cubra o *gap* de ‘não gasto’ do setor privado para levar à economia à utilização máxima dos recursos produtivos, subentende que a propensão a poupar do setor privado é tal que, deixada a seu livre funcionamento, a economia operaria com recursos produtivos não utilizados” (Bastos, pp. 190, 2004).

5.2.2-Insolvência do Setor Público: crítica à UNICAMP

Com base na abordagem das finanças funcionais que descrevemos acima podemos concluir que:

- (i) não há qualquer risco do governo não rolar a dívida ou não honrar com qualquer obrigação denominada na moeda que ele próprio emite;
- (ii) a ruptura do mercado internacional de crédito e a conseqüente escassez de financiamento externo não representaram nenhum problema fiscal para o governo uma vez que ele não precisa de fontes externas para se financiar;
- (iii) o problema com a escassez de financiamento externo é um problema exclusivamente de balanço de pagamentos principalmente em uma economia sob severa restrição externa como a economia brasileira;
- (iv) o único problema são os credores do governo decidirem aplicar seus saldos ociosos em moeda estrangeira gerando uma fuga de capitais, neste caso se o país não tem reservas internacionais, terá um problema no balanço de pagamentos, caso contrário o país perderá reservas; neste caso se o país possuir uma meta para as suas reservas também poderá ser gerado um problema de balanço de pagamentos, o que pode

gerar constrangimentos ao crescimento em uma economia restrita pela escassez de divisas;

- (v) como afirmava Steindl, a política fiscal expansiva é essencial para evitar a recessão e o baixo crescimento, e portanto deve ser utilizada como um instrumento de administração da demanda agregada a não ser que, como veremos adiante, o país tenha o seu nível de atividades constrangido pelo balanço de pagamentos.

5.3-O 'financiamento' da compra de divisas pelo governo

Nesta seção discutiremos criticamente, com base na abordagem da taxa de juros exógena e no mecanismo do refluxo para uma economia aberta (propostos por Serrano (2002b) e Lavoie (2000)) um dos processos considerados fundamentais para explicar o crescimento da dívida pública interna e a suposta crise fiscal do setor público.

O fato apontado é que o saldo comercial (em moeda estrangeira) foi gerado pelo setor privado enquanto a remessa de divisas para o exterior sob a forma de juros deveria ser feita pelo setor público. Por este motivo, a ampliação do superávit comercial foi considerada um fator importante no crescimento da dívida pública interna na medida que *o setor público tinha que se financiar em moeda local junto ao setor privado.*

Como veremos, não se trata de negar o fato acima e sim de explicá-lo com base em outro mecanismo de causalidade. Em geral, tal fato é apresentado tomando, ainda que implicitamente, como perspectiva a noção de que a moeda, em uma economia capitalista, é exógena.

Para os economistas da UNICAMP tal situação não representaria problema caso houvesse um mecanismo redistributivo a favor do setor público como forma

de propiciar saldos em moeda local para a aquisição de divisas a serem remetidas para o exterior²³⁷.

Esta discussão se assemelha àquela (bastante usual) que aponta o aumento da dívida pública como resultado da esterilização das reservas internacionais. De acordo com este argumento, caso haja aumento de reservas haverá expansão da base monetária, o Banco Central para evitar sua expansão indesejada emite títulos da dívida pública e reduz a base monetária²³⁸.

Podemos citar como exemplo, a descrição de Tavares (1998) sobre a década de noventa. Segundo Tavares (1998): “A outra face dessa fragilização e vulnerabilidade crescente do setor externo é o desequilíbrio financeiro do setor público” (Tavares, pp. 112, 1998). O argumento é que a elevação das taxas de juros para estimular a entrada de capitais e aumentar as reservas gerou um aumento significativo da dívida pública para evitar a expansão da base monetária.

Vamos analisar criticamente este processo com base na teoria da taxa de juros exógena proposta por Serrano (2002b) e no mecanismo de refluxo para a economia aberta proposto por Lavoie (2000). Notaremos que, se adotarmos esta abordagem, o processo de geração e compra de divisas, bem como o aumento verificado na dívida pública, serão entendidos como resultado do ajuste de *portfolio* privado sancionado pelo Banco Central.

5.3.1-A abordagem da taxa de juros exógena

A abordagem da moeda endógena ou da taxa de juros exógena (como define Serrano (2002b)) parte da idéia de que o Banco Central não controla a oferta de moeda e sim a taxa de juros²³⁹. A moeda endógena é vista como uma característica estrutural da economia capitalista sendo gerada no momento em que as firmas tomam empréstimos para dar início ao processo de produção. No

²³⁷ Ver Cruz (1995), Tavares (1993), Belluzzo & Almeida (1992, 2002) e Carneiro (2002). Este argumento, como vimos na seção acima, não se sustenta. O setor público não necessita de nenhum mecanismo redistributivo que gere saldos em moeda local necessários para adquirir divisas uma vez que ele emite a moeda necessária para efetuar qualquer tipo de pagamento.

²³⁸ Este argumento é utilizado pelos economistas da UNICAMP para explicar o crescimento da dívida pública na segunda metade da década de noventa.

²³⁹ Não é nosso objetivo analisar com detalhes e debate entre os exogenistas e endogenistas ou verticalistas e horizontalistas, apenas fornecer um breve resumo da abordagem da taxa de juros exógena e o mecanismo de refluxo para a economia aberta. Para detalhes ver Kaldor (1986), Rochon (2001), Serrano (2002b) e Nogueira da Costa (1999).

momento em que os empréstimos são feitos às firmas, automaticamente são criados depósitos bancários que são um passivo dos bancos aceito como moeda²⁴⁰. Estas obrigações são aceitas como moeda porque o governo os aceita como forma de pagamentos e outras obrigações contra o Estado.

Os bancos efetuam estes empréstimos independentemente do nível de reservas bancárias que possuem. Na prática, os bancos emprestam fixando uma taxa de juros e tomam emprestadas as reservas necessárias, seja do Banco Central ou mesmo dos demais bancos no mercado interbancário.

Por este motivo, os bancos efetuam os empréstimos e cobram a taxa que o Banco Central cobra pelo empréstimo das reservas acrescido de um spread. Portanto, ao contrário da história tradicional do multiplicador monetário²⁴¹, os bancos não emprestam todo o montante de reservas disponível, emprestarão somente para aqueles tomadores que tenham capacidade de pagamento de acordo com os critérios definidos pela sua política de concessão de crédito. Desta maneira, o montante de empréstimos está limitado à demanda daqueles que têm capacidade de pagamento.

Por outro lado, este volume de empréstimos cria os depósitos e, portanto, os meios de pagamentos da economia (definidos como o papel moeda em poder do público mais os depósitos à vista). Sendo assim, a causalidade vai dos empréstimos ao público para os depósitos. Desta forma, a taxa de juros é fixada exogenamente e o volume de meios de pagamento determinado endogenamente.

Uma vez concedidos os empréstimos os bancos definem as reservas que irão precisar, e se for necessário, tomam emprestado no interbancário ou junto ao Banco Central no mercado de reservas. Na prática, dada a sua função de prestador de última instância e o seu dever de zelar pela solvência do sistema bancário o Banco Central acomoda a demanda por reservas. Neste caso, a base monetária (reservas bancárias mais papel moeda em poder do público) também seria determinada endogenamente²⁴².

²⁴⁰ Isso se deve ao fato de que o governo aceita os depósitos à vista como pagamento de impostos e outras obrigações.

²⁴¹ Para a descrição e crítica ver Wray (1998), Serrano (2002b) e Rochon (2001).

²⁴² Ainda segundo Serrano (2002b) o volume de pagamento só determina o montante desejado de reservas bancárias. Neste caso, o multiplicador monetário seria uma relação sem conteúdo comportamental,

Contudo, segundo Serrano (2002b), o argumento de que a moeda é estruturalmente endógena só se aplica aos meios de pagamento. Não há nada, na teoria, que impeça que o Banco Central de se negar a fornecer as reservas desejadas pelos bancos (a não ser o medo de gerar uma crise de liquidez). Ademais, a base monetária pode se alterar por fatores exógenos como a variação nas reservas internacionais e um déficit público não financiado por títulos. Por este motivo, embora os meios de pagamentos sejam completamente endógenos, a base monetária tem elementos parcialmente exógenos.

No entanto, o caráter parcialmente exógeno da base não muda o fato de que a taxa de juros é exógena determinada pelo Banco Central dependendo dos objetivos de política econômica. Segundo Serrano (2002b):

“Existem assim um conjunto complexo de restrições internas e externas às movidas dos juros e cada banco central fixará uma taxa de acordo com a opção de política de cada governo em diferentes situações e períodos. No caso da maioria dos países, com exceção dos EUA que emitem a moeda que é aceita para pagamentos internacionais, o problema macroeconômico mais complicado é sempre a restrição externa” (Serrano, pp. 18, 2002b)²⁴³.

Por este motivo, Serrano (2002b) considera mais apropriado designar a abordagem da moeda endógena como abordagem da taxa de juros exógena determinada institucionalmente pelo Banco Central. Resta discutirmos o motivo pelo qual a Autoridade Monetária tem o poder de fixar a taxa de juros.

O argumento, já discutido no âmbito da descrição da teoria estatal da moeda, parte do princípio de que a função principal da moeda é ser meio de pagamento por conta da necessidade de pagamento ao estado de impostos e outras obrigações.

O Estado é o único devedor que não tem risco de ficar sem moeda porque ele a emite. Sendo assim, a taxa de juros que o estado fixar para sua dívida

sendo apenas uma relação *ex-post* entre a base monetária e os meios de pagamento. Ver Serrano (2002b) e Wray (1998).

²⁴³ Outros fatores importantes são as questões distributivas. Ver também Lavoie (2000) e Rochon (2001).

definirá o piso das demais taxas de juros de mercado já que todos os outros devedores têm o risco maior que o do Estado.

5.3.2-O mecanismo do refluxo

Há um aspecto subjacente à abordagem da taxa de juros exógena que é o mecanismo do refluxo. De acordo com Lavoie (2000):

“The reflux principle says that when agents dispose of money balances that they do not wish to hold, these excess money balances can be extinguished by the reimbursement of previously accumulated debt” (Lavoie, pp. 1, 2000).

O mecanismo do refluxo cumpre um papel importante na economia aberta, aspecto este que nos interessará mais de perto para avaliar o argumento da UNICAMP.

A história tradicional sobre economia aberta sustenta que as alterações nas reservas internacionais serão esterilizadas através da compra e venda de títulos públicos de forma a evitar mudanças na base monetária. No caso em que há um déficit no balanço de pagamentos haverá perda de reservas, segundo este argumento as autoridades monetárias realizariam operações de mercado aberto, comprando títulos públicos. No caso em que houvesse superávit no BP o argumento é exatamente o oposto.

Nos dois casos os bancos mantêm seus ativos constantes, apenas sua composição se modifica, aumentam/diminuem os ativos externos e diminuem/aumentam os títulos públicos evitando qualquer mudança na base monetária. Ambos os casos implicam que a Autoridade Monetária tem controle sobre a base monetária.

O ponto central deste argumento é que todas as alterações no montante de títulos são resultado da iniciativa da Autoridade Monetária que agem de forma a manter a base monetária constante. De acordo com Lavoie (2000), para a abordagem da moeda endógena (teoria da taxa de juros exógena), a esterilização

é resultado de um processo endógeno gerado como decorrência das decisões do setor privado.

Vejamos como este processo ocorre em uma economia em que a taxa de câmbio é administrada. Suponha um superávit no balanço de pagamentos. Alguns agentes terão divisas e solicitarão aos bancos que o transformem em depósitos a vista. Os bancos entregam as divisas ao Banco Central, que as adiciona aos seus ativos externos e transfere para os bancos reservas bancárias.

Neste caso, há um aumento nos ativos do Banco Central que tem como contrapartida o aumento em seu passivo monetário (reservas bancárias). Os bancos terão mais reservas que o desejado ou requerido pela lei. Neste momento, os bancos já realizaram todos os empréstimos para os clientes considerados aptos a obtê-los. Evidentemente que o fato dos bancos terem reservas adicionais não faz surgirem mais firmas aptas a obterem empréstimos, logo eles não emprestam estas reservas adicionais.

Há algumas possibilidades para os bancos aplicarem esse excesso de reservas. Caso os bancos tenham dívidas com o banco central, utilizarão estas reservas para saldá-las. Neste caso, há um ajuste completo pelo lado dos ativos do Banco Central com aumento dos ativos externos e redução do crédito para os bancos, nada ocorrendo com o seu passivo, e logo, nada com a base monetária.

Esta compensação é automática e será feita pelos bancos comerciais a despeito do aumento das reservas internacionais não há qualquer mudança na base monetária e na oferta de moeda.

Os próprios bancos também podem adquirir ativos denominados em moeda estrangeira. Neste caso o superávit no balanço de pagamentos seria eliminado automaticamente.

Uma terceira possibilidade são os bancos comprarem títulos públicos que rendem juros e não têm risco. Os bancos, a partir da sua iniciativa, decidem comprar títulos públicos vendidos pelo Banco Central. Há também neste caso uma compensação pelo lado dos ativos do Banco Central.

Dentro da perspectiva tradicional, isso apareceria como a esterilização do aumento das reservas, embora na prática é um processo que ocorre automaticamente e pela iniciativa dos bancos comerciais.

O volume de base monetária e de meios de pagamentos é resultado da escolha de *portfólio* do setor privado, o que dentro desta perspectiva, seria acomodado pela Autoridade Monetária. Portanto, superávits ou déficits no balanço de pagamentos não modificam necessariamente a base monetária e o volume de meios de pagamentos. Estes são determinados pela demanda, a única diferença é que o desequilíbrio do balanço de pagamentos é compensado por modificações no lado do ativo do Banco Central e pela iniciativa dos bancos comerciais.

5.3.3-O superávit comercial e pagamento de juros

Desta forma, estamos aptos a discutir criticamente a dicotomia característica do argumento da UNICAMP (e suas implicações) entre superávit comercial privado/pagamento de juros público. Definiremos em primeiro lugar a restrição orçamentária do setor público que inclui evidentemente o Banco Central:

$$G + iD_{-1}^G + i^* D_{-1}^{EG} - T = \Delta D^G + \Delta H - \Delta RE + (\Delta EE_G - \Delta AE) \quad (56)$$

onde H é a base monetária, RE são os empréstimos de redesconto, EE_G são os empréstimos externos do governo e AE os ativos externos do governo (reservas internacionais).

O termo entre parêntesis no lado direito da equação (56) é o fluxo de financiamento externo líquido, o endividamento bruto menos a variação de reservas. A hipótese do ajuste privado implica que o setor privado teve um superávit ao longo da década. Vamos supor adicionalmente que todo o superávit privado é decorrente da atividade exportadora e se dá em moeda estrangeira. Podemos considerar que o saldo na conta de capitais foi nulo para a economia brasileira na década de oitenta.

Consideraremos duas situações. Suponha que o déficit público (operacional) seja nulo, logo a contrapartida do superávit privado seja um superávit em transações correntes.

Os exportadores trocarão suas divisas nos bancos comerciais, estes ficarão com reservas bancárias em excesso e as aplicarão em títulos da dívida pública que serão vendidos pelo Banco Central. Do ponto de vista do financiamento do déficit público, como o déficit operacional é nulo a dívida total do setor público não pode crescer. Ocorre que o endividamento externo líquido do setor público se reduz por conta da acumulação das reservas internacionais. A contrapartida é a elevação da dívida pública interna.

Considere agora que o saldo em transações correntes é nulo, logo a acumulação de reservas é nula. A contrapartida do superávit privado é o déficit público. Neste caso, da mesma forma, os exportadores trocarão suas divisas nos bancos comerciais que ficarão com reservas bancárias em excesso e as aplicarão em títulos da dívida pública que serão vendidos pelo Banco Central.

Ao mesmo tempo, o governo deve fazer pagamentos de juros ao exterior em moeda estrangeira. Tal fato gerará um decréscimo nos depósitos do governo junto ao Banco Central (reduzindo o passivo do Banco Central) e um decréscimo nas reservas internacionais (reduzindo o ativo do Banco Central). No fim das contas, o déficit público aparecerá financiado (*ex-post*) por um aumento da dívida pública.

Nas duas situações que descrevemos o governo não precisou se financiar para adquirir as divisas necessárias do setor privado e assim efetuar os pagamentos de juros ao exterior. O que ocorre é que o setor privado alocará o seu superávit de acordo com as suas decisões de *portfolio* e o Banco Central atenderá às demandas privadas. Nos casos específicos que tratamos para refletir a experiência brasileira da década de oitenta, o setor privado, a partir de sua iniciativa, decidiu alocar seus excedentes em títulos públicos e o Banco Central atendeu a esta decisão.

No primeiro caso, a dívida pública interna se eleva por conta do ajuste de *portfólio* empreendido pelo setor privado. No segundo caso, a aplicação em títulos também é resultado do ajuste de *portfólio* privado, entretanto como o setor público possui um déficit terá que se financiar, e o fará, para atender à demanda privada, por meio da emissão de títulos públicos. Desta forma, em nenhum dos dois casos

houve ‘necessidade de financiamento para adquirir as divisas necessárias para efetuar os pagamentos de juros ao resto do mundo’.

Portanto, a abordagem da teoria de juros exógena e o mecanismo do refluxo permitem uma explicação consistente da aplicação dos saldos oriundos do superávit privado e suas relações com o setor público, resultado de um processo natural de ajuste de *portfólio* privado.

5.4-A teoria do investimento da UNICAMP e a abordagem do acelerador

Nesta seção analisaremos criticamente a teoria do investimento utilizada em Belluzzo & Almeida (2002) que poderíamos enquadrar naquilo que Serrano (2001b) chamou de UNICAMP II. A base desta análise crítica será a discussão da compatibilidade desta teoria com o princípio da demanda efetiva em sua versão de longo prazo como apresentado em Serrano (1995,1996) baseado no mecanismo do acelerador.

Em qualquer versão do princípio da demanda efetiva o investimento é autônomo com relação às decisões de poupar. Entretanto, dentro destas teorias o investimento pode ser visto como autônomo ou induzido em relação ao nível de atividades. Caso seja autônomo, a evolução da capacidade produtiva seria resultado deste investimento, não guardando qualquer relação com a evolução da demanda agregada.

Ao passo que, no caso do investimento ser induzido por meio de algum mecanismo do tipo acelerador pode se dizer exatamente o contrário. Neste último caso, a evolução da capacidade produtiva é determinada pela evolução da demanda efetiva, e logo o investimento é o responsável por este ajuste²⁴⁴.

De acordo com Serrano (2001b) a visão de que o investimento é autônomo está associada aos economistas da UNICAMP pelo menos em seus trabalhos mais recentes²⁴⁵. Em geral, define-se que o crescimento da economia é determinado pela evolução do investimento autônomo determinado pela

²⁴⁴ Ver Serrano (1995, 1996).

²⁴⁵ Para detalhes da evolução da teoria do investimento ligada aos economistas da UNICAMP ver Serrano (2001b).

tecnologia e padrão de financiamento²⁴⁶. Poderíamos acrescentar outros fatores que são considerados importantes para a determinação do investimento²⁴⁷, como ruptura dos padrões de avaliação da riqueza, rompimento do estado de confiança, a taxa de juros²⁴⁸ e a estagnação do investimento público²⁴⁹.

Resumindo o argumento, Serrano (2001b) coloca que:

“...argumenta-se que no Brasil em geral (e de forma mais grave depois da aceleração da inflação, dos anos 80 em diante) o investimento estaria limitado pela falta de crédito a longo prazo (*funding*) e pela elevada taxa de juros e alta preferência pela liquidez dos agentes privados” (Serrano, pp. 153, 2001b)

O problema com estas teorias é que explicitamente consideram que o investimento não reage a desajustes entre capacidade produtiva e demanda efetiva. Na perspectiva das teorias baseadas em alguma versão do acelerador, este é um comportamento absolutamente irracional por parte das firmas já que a eventual manutenção de capacidade produtiva ociosa não planejada levaria a grandes prejuízos.

De acordo com Serrano (2001b): “O processo competitivo capitalista, apesar de suas turbulências, impõe que excessos ou deficiências persistentes de capacidade produtiva tendam a serem corrigidos” (Serrano, pp. 153, 2001b). Sendo assim, conclui Serrano (2001b), nas economias capitalistas o investimento deve necessariamente ser induzido pela demanda efetiva da economia.

Obviamente que tal perspectiva não implica que as restrições financeiras ou as elevadas taxas de juros possam se tornar restrições no curto prazo. Além disso, não se quer dizer que as restrições financeiras não sejam relevantes para firmas em particular, especialmente as pequenas e médias que têm maior dificuldade de acesso a crédito. Por este motivo:

²⁴⁶ Ver Carneiro (2002).

²⁴⁷ Ver Belluzzo & Almeida (2002).

²⁴⁸ Tais fatores são aqueles que tem mais ênfase em trabalhos recentes como Belluzzo & Almeida (2002).

²⁴⁹ Ver Carneiro (2002) e Baer (1993). Note que neste trabalho, como tomamos como base Belluzzo & Almeida (2002) os últimos aspectos tiveram maior ênfase.

“(...) parece-nos bem mais razoável supor que fatores financeiros a longo prazo afetam muito mais a distribuição do tamanho relativo e o crescimento das empresas, assim como o tipo de empresa que prospera, e em que setores ou tecnologias se investe, do que o nível agregado de investimento. Tanto a evidência empírica, quanto a consideração teórica do efeito acelerador mostram que a longo prazo fatores financeiros afetam muito mais quem vai investir, ou até em que setores ou técnicas se concentrará o investimento, e não o quanto será investido no agregado” (Serrano, pp. 154, 2001b).

No caso brasileiro, é difícil supor que haja escassez de financiamento de longo prazo por conta da existência do BNDES, banco público que provê os recursos de longo prazo nas condições de custo e prazo que as empresas necessitam. O fato de que no Brasil não tenha se desenvolvido um sistema privado de financiamento a longo prazo como mostrado em Cruz (1995), não significa que não exista esta fonte²⁵⁰.

Ademais, mesmo com esta suposta atrofia, os grandes atores da industrialização brasileira contaram com financiamento adequadas às suas necessidades. A questão é que devido à necessidade de financiamento do déficit em transações correntes, a forma de financiamento de tais atores respondeu essencialmente a uma lógica macroeconômica como descrevemos no capítulo anterior.

Por fim, a noção de que taxas de juros mais baixas induziriam investimentos mais elevados também não tem fundamento teórico como apontado em capítulos anteriores. Como vimos, a idéia neoclássica de que taxas de juros mais baixas induzem à adoção de métodos mais intensivos em capital não tem sustentação teórica como já ficou claro pela crítica sraffiana à concepção de capital como fator de produção²⁵¹.

Por outro lado, também não se sustenta o argumento de que a queda na taxa de juros faz com que projetos que não eram lucrativos se tornem por conta de um suposto aumento no diferencial entre taxa de lucro e taxa de juros. Para

²⁵⁰ Ver Serrano (2001b).

²⁵¹ Ver Petri (1997) e Serrano (2004).

Serrano (2001b), modificações permanentes na taxa de juros acabam por se transformarem em mudanças paralelas nas margens de lucro incorporadas nos preços de oferta, e, portanto deixam o investimento inalterado²⁵².

Por este motivo, para a construção de um modelo consistente com a princípio da demanda efetiva em sua versão de longo prazo, seria necessário abandonar a idéia de que o investimento é autônomo e adotar a idéia de que ele é induzido pela evolução da demanda agregada da economia. Neste caso, com o investimento induzido, a economia deve ser vista como liderada pela evolução dos gastos autônomos como veremos no capítulo seguinte.

5.5-O papel da restrição externa

Por último, cabe destacar o papel que a restrição externa cumpre na interpretação da UNICAMP. A restrição imposta pelo balanço de pagamentos foi considerada relevante apenas como uma restrição de curto prazo e não como uma restrição estrutural ao crescimento da economia brasileira²⁵³.

Nos trabalhos da UNICAMP considera-se que ela foi relevante na primeira metade da década de oitenta quando a escassez de divisas foi extremamente severa. Foi preciso um ajuste nas exportações e, principalmente nas importações, por intermédio de políticas de contenção da demanda agregada e a redução no nível de atividades e em sua taxa de crescimento.

Tavares (1998), ao comentar a década de noventa, indica que as principais implicações do ajustamento à retomada dos fluxos de capital se dão sobre o endividamento público e o financiamento de longo prazo da economia brasileira. A consequência principal é que o volume de dívida se torna não financiável no longo prazo, e o resultado é que:

“As restrições externas do balanço de pagamentos e as dificuldades de financiamento interno, além de implicar restrições de curto prazo ao crescimento

²⁵² Ver Pivetti (1991), Petri (1993) e Fagundes (2005).

²⁵³ Ver Belluzo & Almeida (1992) e Carneiro (2002). Em Baer (1993) sequer consideram-se os constrangimentos pelo balanço de pagamentos.

da atividade econômica corrente, geram problemas estruturais para o desenvolvimento de longo prazo” (Tavares, pp. 114, 1998).

A perspectiva é de que a restrição externa é um fenômeno de curto prazo causado por uma conjuntura externa desfavorável, e não como uma característica estrutural de uma economia que não é emissora da moeda que é meio de pagamento internacional²⁵⁴.

A escassez de financiamento externo (que trouxe como consequência a restrição de divisas), para os economistas da UNICAMP, teve impactos sobre o crescimento da economia de forma indireta: (i) como gerador de uma crise fiscal para o setor público; (ii) como gerador de uma crise de financiamento de longo prazo da economia brasileira. Ambos foram discutidos nas seções acima²⁵⁵.

No próximo capítulo, apresentaremos um modelo alternativo, baseado na versão do princípio da demanda efetiva de longo prazo de Serrano (1995, 1996), que seja consistente do ponto de vista dos fluxos e dos estoques e que a restrição externa seja um condicionante relevante no longo prazo para análise do crescimento econômico da economia brasileira. Além disso, nossa análise terá ainda como fundamento a teoria da taxa de juros exógena e a abordagem das finanças funcionais. Este modelo terá como base aquele apresentado em Serrano & Willcox (2000).

²⁵⁴ Para esta discussão ver Serrano & Medeiros (1999).

²⁵⁵ Ver Belluzzo & Almeida pp. 47, 1992.

6-O acelerador, multiplicador e a interpretação alternativa

Neste capítulo, o objetivo é apresentar um instrumental alternativo que permita analisar as principais restrições ao crescimento da economia brasileira, que seja baseado no princípio da demanda efetiva em sua versão de longo prazo e as relações entre as variáveis de fluxos e estoques sejam tratadas de forma explícita e consistente. Em particular, este instrumental deve nos permitir discutir os reais efeitos da política fiscal e as eventuais implicações do endividamento público sobre o crescimento econômico.

6.1-O ponto de partida: a crítica à *New Cambridge* e à UNICAMP.

Nos capítulos anteriores, analisamos duas abordagens, que partem do princípio da demanda efetiva como explicação da produção e se sustentam na noção de que o comportamento privado no que tange à sua acumulação de ativos financeiros determina a evolução do nível de atividades e sua taxa de crescimento. Em linhas gerais, atribuem importância fundamental às variáveis de estoques para a explicação das variáveis de fluxos.

No caso do modelo do CEPG, tal resultado foi construído dentro de um arcabouço contábil que mostra as variáveis de fluxo e sua contrapartida em termos dos estoques de forma explícita. Além disso, o equilíbrio de estoques foi definido formal e explicitamente através da imposição de uma norma fixa entre o estoque de ativos e a renda disponível.

Na abordagem associada à UNICAMP, segundo nossa interpretação, esta idéia não é estabelecida a partir de um arcabouço contábil consistente do ponto de vista dos fluxos e estoques nem formalmente de maneira explícita. Ao contrário, tal hipótese está na base de sua análise concreta do ajustamento da economia brasileira nos anos oitenta.

Como discutido exaustivamente nos capítulos anteriores, estas abordagens, dada a sua ênfase nas variáveis de estoques, têm resultados semelhantes de política econômica, notadamente no papel que a política fiscal deve cumprir e nas implicações do endividamento público.

Por isso, as duas abordagens foram os pontos de partida desta dissertação, pois:

- (i) No caso do modelo do CEPG foi destacada a importância de utilizar arcabouços contábeis consistentes do ponto de vista dos fluxos e estoques ;
- (ii) Permitiram que avaliássemos os impactos das variáveis de estoques sobre o comportamento dos fluxos a partir de uma perspectiva keynesiana;
- (iii) No caso específico da UNICAMP permitiu que analisássemos estas implicações no caso específico da economia brasileira.

No entanto, como vimos estas abordagens se mostraram insuficientes em diversos aspectos, alguns peculiares a cada uma delas e outros comuns a ambas.

Em primeiro lugar, um aspecto comum às duas abordagens é a noção de que existe uma ameaça de não pagamento da dívida pública interna pelo setor público que acabaria por gerar processos insustentáveis de instabilidade e baixo crescimento no longo prazo. Tal possibilidade desqualifica a política fiscal expansiva como um instrumento capaz de elevar o nível de atividades e sua taxa de crescimento de forma permanente.

Em segundo lugar, a análise do ajuste entre demanda agregada, produção e capacidade produtiva é baseada em explicações inconsistentes com o princípio da demanda efetiva em sua versão de longo prazo que estamos utilizando, e, que consideramos mais adequado a um modelo keynesiano.

Em terceiro lugar, para ambas as abordagens a restrição externa não é considerada uma restrição estrutural ao crescimento. No caso das primeiras versões do modelo do CEPG (principalmente para o caso da Inglaterra), do ponto de vista analítico, a restrição externa foi importante tendo perdido a relevância nos modelos teóricos mais recentes.

No caso da interpretação da UNICAMP a restrição externa foi um constrangimento severo no momento em que os fluxos voluntários de capital foram interrompidos para os países latino-americanos e o Brasil em particular. Por isso, pode ser considerada uma restrição de curto prazo. No entanto, os problemas estruturais da economia brasileira são a ausência de fontes privadas de financiamento de longo prazo e a situação financeira do setor público.

As questões específicas de cada um dos modelos se referem, no caso do CEPG, principalmente, a arbitrariedade da imposição de normas fixas entre fluxos e estoques e de alguns resultados impostos pela adoção das hipóteses sobre o NAFA como discutido acima.

No caso da UNICAMP, nos referimos à adoção implícita da hipótese de moeda exógena que leva a uma interpretação equivocada de um aspecto integrante de sua explicação sobre a situação fiscal do setor público. Ademais, consideramos que as conclusões derivadas do modelo de Steindl, marco teórico da interpretação da UNICAMP, no que diz respeito ao papel da política fiscal, foram interpretadas de uma forma distinta do que pensava Steindl nos trabalhos citados como referências.

Por estes motivos, proporemos neste capítulo uma interpretação alternativa para análise da economia brasileira baseado em um modelo em que:

- (i) Seja consistente do ponto de vista do fluxo e dos estoques;
- (ii) Seja válido o princípio da demanda efetiva em sua versão de longo prazo como proposto por Serrano (1995, 1996) e Serrano & Willcox (2000);
- (iii) Não seja imposta nenhuma norma arbitrária entre variáveis de fluxo e variáveis de estoque;

- (iv) Seja consistente com a abordagem da taxa de juros exógena e com o mecanismo de refluxo;
- (v) A restrição externa seja uma possível restrição de longo prazo para a taxa de crescimento da economia como em Serrano & Willcox (2000); e
- (vi) A política fiscal expansiva não seja excluída como um instrumento importante de estímulo da produção e do emprego na ausência de uma restrição externa como na abordagem das Finanças Funcionais de Abba Lerner.

A partir do estabelecimento de um modelo com estas características discutiremos as principais restrições que têm sido impostas à economia brasileira e as implicações de política econômica. A apresentação do modelo terá como ponto de partida uma matriz SAM extremamente simplificada e, ao contrário dos modelos do CEPG, os estoques serão inteiramente governados pela evolução das variáveis de fluxo.

6.2-O Arcabouço Contábil

Consideramos que a economia é dividida em três setores, privado, público e externo, e os representaremos em uma SAM extremamente simplificada seguindo a apresentação feita em Godley & Izurieta (2004) que se segue:

	Renda/Gastos Privados	Produção	Governo	Setor externo	Σ
Consumo	-C	+C			0
Investimento	-I	+I			0
Gastos Públicos		+G	-G		0
Exportações		+X		-X	0
Importações		-M		+M	0
PIB	Y	-Y			0

Tributação Líquida	-T		+T		0
Juros	-J		+J		
Renda Líquida			-R	+R	0
Acumulação Líquida ativos/passivos	NAFA	0	NFSP	(F-BP)	0

Seguimos as notações tradicionais, chamando Y de PIB, C de gastos privados, I de investimento, G gastos públicos, X exportações, M importações, T é o montante de impostos líquidos das transferências (excluindo os juros da dívida interna), J os juros sobre a dívida interna e R a renda líquida enviada ao exterior. NAFA é a acumulação líquida de ativos financeiros pelo setor privado, NFSP define-se como a necessidade de financiamento do setor público, F o fluxo de capitais líquido e BP o saldo do balanço de pagamentos.

Estamos considerando que apenas o setor público envia renda líquida para o exterior. Além disso, a acumulação líquida de ativos/passivos do setor externo é definida pela diferença entre o saldo na conta de capitais representado por F e a acumulação de reservas representada por BP.

Vale a pena enfatizar que a tributação líquida inclui todas as transferências que o setor público faz ao setor privado excetuando-se os juros sobre a dívida pública interna, que serão tratados em separado.

A relação contábil que podemos extrair, que exploraremos mais adiante, diz respeito à relação entre os déficits e superávits dos três setores agregados. Como o somatório das acumulações líquidas de ativos/passivos dos vários setores é nula podemos escrever que:

$$[Y + J - T - C - I] + [T - G - R - J] + [M + R - X] = 0 \quad (57)$$

A partir da seção seguinte apresentaremos o modelo baseado no supermultiplicador, que será o “closure” utilizado para a leitura desta SAM. A

característica principal deste modelo, em comparação com as duas abordagens discutidas neste trabalho é ser inteiramente governado pelo comportamento das variáveis de fluxo através da operação da demanda efetiva.

6.3-O modelo do surpemultiplicador para uma economia aberta e com governo

Nesta seção apresentaremos um modelo em que o investimento é determinado pela evolução dos gastos autônomos e no qual a restrição externa pode ser um limitador do nível de atividades e sua taxa de crescimento. Este é o modelo que foi desenvolvido em Willcox (1999) e Serrano & Willcox (2000) e tem como base o supermultiplicador sraffiano formulado originalmente por Serrano (1995, 1996) cuja base é o princípio da demanda efetiva apresentado sinteticamente no capítulo três.

O supermultiplicador é caracterizado pela validade do princípio da demanda efetiva no longo prazo. Isto significa que levaremos em consideração não só os efeitos do investimento enquanto componente do gasto da economia, mas também seus efeitos sobre a capacidade produtiva.

Tal modelo nos permitirá analisar os determinantes estruturais do investimento e da taxa de crescimento de uma economia aberta e com governo, especialmente o papel da política fiscal como forma de estimular o crescimento econômico.

6.3.1-Demanda efetiva, produto e produto potencial

O primeiro passo será definir o que entendemos como princípio da demanda efetiva em sua versão de longo prazo. Para tal, discutiremos como se dá o ajuste entre demanda agregada e produção (o que é usual nas discussões sobre princípio da demanda efetiva) e entre demanda agregada e capacidade produtiva.

Como descrito brevemente no capítulo três deste trabalho, o princípio da demanda efetiva estabelece que a demanda agregada determina o nível efetivo de produção e de renda. Vimos que demanda efetiva é composta de gastos induzidos

pelas decisões de produção e autônomos, financiados por poder de compra obtido fora do fluxo circular da renda.

Segundo Serrano (1995), só é possível afirmar que a demanda determina a produção se pelo menos parte da demanda é financiada independentemente das decisões de produção. Além disso, como mencionamos acima, só há níveis de produção lucrativos caso existam gastos autônomos.

O investimento, embora autônomo do ponto de vista do fluxo circular da renda e do mecanismo do multiplicador, como vimos acima, em princípio pode ser induzido na sua função de ajustar capacidade produtiva à demanda ou autônomo.

Como colocado em Serrano (1995, 1996, 2001b) e Serrano & Willcox (2000), o fato empírico observado é de que, no longo prazo há uma tendência a que, em média, o grau de utilização da capacidade produtiva se ajuste ao seu nível normal²⁵⁶.

Isso ocorre porque a capacidade produtiva se ajustará à demanda efetiva através de variações no nível de investimento da economia. Portanto, devemos compreender as características do investimento que o distingue dos demais componentes do gasto.

O investimento realizado no período corrente em uma economia é um componente do gasto agregado que significa compra de meios de produção. Ao mesmo tempo, este mesmo investimento determinará os acréscimos à capacidade produtiva no período seguinte²⁵⁷.

Definida a capacidade produtiva que a economia terá no período seguinte, a questão é saber o quanto desta capacidade será utilizada. O grau de utilização da capacidade instalada será determinado pelo nível de produto no período subsequente, caso seja normalmente utilizados todos os meios de produção produzidos no período corrente serão utilizados.

A justificativa para este ajuste entre nível de produto e capacidade está no fato de que em uma economia capitalista não faz sentido que meios de produção

²⁵⁶Segundo Serrano (1996): "The stylized fact is that, in most capitalist economies, notwithstanding the recurrent cycles, crises slumps and booms, taking the long view we seem to observe, on the average, a remarkable balance between the long-run trends of productive capacity and aggregate demand" (Serrano, pp. 9, 1996).

²⁵⁷ Este duplo papel do investimento é conhecido na literatura como o caráter dual do investimento. Ver Serrano (1995, 1996).

sejam produzidos sistematicamente sem que sejam utilizados plenamente. O que implica que é muito pouco provável que o produto efetivo da economia possa ser em média muito diferente do produto potencial²⁵⁸.

De acordo com o princípio da demanda efetiva este nível de produto será determinado pela demanda efetiva da economia. Portanto, a capacidade produtiva da economia se ajustará à demanda efetiva esperada em $t+1$.

Para se manter coerente com o princípio da demanda efetiva é necessário que, além de se supor que o nível de produto se ajusta à demanda no curto prazo, se suponha que o produto potencial que se ajusta à demanda efetiva da economia no longo prazo²⁵⁹.

A forma de se incorporar esta idéia em um modelo macroeconômico que seja simples, e que nos permita discutir os limites efetivos à taxa de crescimento de uma economia aberta e com governo, tem como ponto de partida a análise dos determinantes do investimento.

Se o investimento determina os acréscimos à capacidade produtiva da economia e esta que se ajusta à demanda efetiva, podemos concluir que o investimento será uma função da evolução da demanda efetiva da economia. E, como consequência, a taxa de crescimento da economia se ajustará à taxa de crescimento da demanda efetiva. Portanto, a idéia que nos interessa é que o investimento é induzido pela demanda efetiva da economia.

Segundo Serrano (1996):

“Note that from our definition of capacity generating investment expenditures, it follows that, when this type of investment is induced, productive capacity is seen necessarily as a consequence of the evolution of effective demand. However when capacity-generating investment is autonomous it is productive capacity that emerges as a necessary consequence of (autonomous) investment.” (Serrano, 1996, pp. 27)

²⁵⁸ Note que não estamos discutindo a possibilidade de que produto e capacidade sejam diferentes, e sim a implausibilidade da persistência desta diferença.

²⁵⁹ Por longo prazo, seguiremos Serrano (1995, 1996) e o definiremos como aquele tempo necessário para que o efeito do investimento sobre a capacidade produtiva da economia opere plenamente em $t+1$.

Desta forma podemos definir o investimento em t como:

$$I = v g Y \quad (58)$$

O termo gY nos diz o quanto se espera que o nível de demanda e de produto variem de t a t+1. Dada a quantidade de capital necessária para se obter uma unidade de produto representada por v , a equação (2) nos dirá os acréscimos ao estoque de meios de produção necessários para prover a economia com capacidade produtiva suficiente para atender ao aumento na demanda efetiva de t a t+1.

Desta forma, seguindo Serrano (1995,1996), teremos que o investimento dependerá de dois fatores:

- (i) A demanda efetiva esperada que definirá o quanto de capacidade produtiva as firmas necessitarão no período seguinte;
- (ii) A relação capital produto que mostrará o quanto de investimento é necessário para obter uma unidade adicional de capacidade produtiva.

A taxa de crescimento esperada da demanda efetiva a longo prazo por sua vez, segundo Willcox & Serrano (2000), deve ser vista como sendo gradualmente revisada a partir do grau efetivo de utilização da capacidade observado no passado. Isto é, as firmas devem levar em conta se a capacidade produtiva está sub ou sobre utilizada no momento em que o investimento for realizado.

Dada uma taxa de crescimento esperada, se o grau de utilização estiver abaixo do normal, provavelmente o investimento seria menor do que se a capacidade produtiva estivesse sendo utilizada em seu nível normal. Caso o ponto de partida fosse uma capacidade produtiva com utilização acima do normal, o investimento seria maior.

Esta revisão, no entanto, é necessariamente lenta e gradual uma vez que as empresas sabem que a demanda flutua e as firmas planejam ajustar a

capacidade produtiva normal à demanda efetiva de forma a obter o grau de utilização normal não a cada ponto do tempo, mas apenas como uma média ao longo de toda a vida útil do equipamento instalado²⁶⁰.

Uma maneira simples de formalizar esta idéia seria:

$$g^e_{+1} = g_e + h(u_{-1} - 1) \quad (59)$$

onde h é um coeficiente de reação e u é o grau de utilização da capacidade produtiva, definido como o nível de produto efetivo sobre o produto em seu nível potencial.

A taxa de crescimento da demanda efetiva será igual a taxa de crescimento dos gastos autônomos da economia dado que os gastos induzidos crescem a mesma taxa que a renda. Sendo assim, os níveis de produto e de capacidade se ajustam à demanda efetiva da economia podemos considerar que a taxa de crescimento do investimento tenderá à taxa de crescimento dos gastos autônomos da economia.

Se definirmos a taxa de crescimento dos gastos autônomos como z temos que:

$$g \rightarrow z \quad (60)$$

Portanto, como a taxa de crescimento como g_{t-1} tende a g , e este a z , podemos reformular a equação (58) da seguinte maneira:

$$I = vzY \quad (60')$$

A economia na qual o investimento tem esta característica crescerá à taxa de crescimento dos gastos autônomos. Esta, segundo a abordagem do supermultiplicador sraffiano, é uma variável independente.

²⁶⁰ Ver Serrano & Willcox (2000).

Vamos definir os determinantes do produto e do nível da capacidade produtiva e não apenas de sua taxa de crescimento. Considere a equação abaixo que determina o nível de produto:

$$M + Y = C + X + G + I \quad (61)$$

Consideraremos que os capitalistas só efetuam gastos autônomos ao passo que os trabalhadores têm uma propensão a poupar igual a zero e só gastam de maneira induzida, pois não têm acesso a crédito. Desta maneira, o consumo privado se define como:

$$C = Z + w(1 - t)Y \quad (62)$$

onde w é a parcela dos salários na renda e t a alíquota do imposto, ambos considerados como dados deste modelo²⁶¹.

Além disso, considera-se que as importações dependem diretamente do nível de atividades e do montante de investimento:

$$M = m_c Y + m_k I \quad (63)$$

onde m_c é a propensão a importar bens de consumo e m_k a propensão a importar bens de capital, considerados dados neste modelo.

Substituindo (62) e (63) em (61) teremos que:

$$Y = \frac{Z + X + G + (1 - m_k)I}{1 - w(1 - t) + m_c} \quad (64)$$

Se substituirmos a equação (61) em (64) obteremos:

²⁶¹ Para detalhes ver Serrano & Willcox (2000).

$$Y = \frac{Z + X + G}{(1 - w(1 - t) + m_c - (1 - m_k)vz)} \quad (64')$$

A equação (64') nos diz que a capacidade produtiva da economia depende do nível dos gastos autônomos e do recíproco do denominador definido como o supermultiplicador sraffiano para a economia aberta e com governo.

O aumento da produção gera parte da demanda necessária para a sua realização via consumo dos trabalhadores induzido pelas decisões de produção. A propensão a consumir do setor privado é igual à parcela líquida dos salários na renda (excluída a parte que deve ser transferida para o governo sob a forma de impostos líquidos das transferências excetuando-se os juros da dívida pública).

Por outro lado, parte das importações de bens de consumo é uma proporção do produto da economia. Decorre daí, que uma parcela da demanda agregada da economia equivalente à m_c , será atendida por bens importados e não pela produção doméstica.

Como consequência parte da produção será automaticamente destinada à produção de bens de consumo, e a outra parcela que sobra, poderá potencialmente, dada a distribuição de renda ser alocada para a produção de bens de capital. O primeiro termo entre parênteses do denominador da equação (64) é definido como a propensão marginal a poupar. Esta define a parcela máxima da produção que pode ser alocada (potencialmente) para a produção de bens de capital dada a distribuição de renda da economia.

Podemos defini-la como:

$$1 - w(1 - t) + m_c \quad (65)$$

No entanto, apenas parte desta parcela será alocada para a produção de bens de capital devido à existência de gastos autônomos. Desta forma, a parcela efetivamente investida e poupada será menor que a propensão marginal a poupar.

Esta define apenas a parcela máxima do produto que pode ser investida. Desta maneira, dada a relação capital produto e o grau de utilização máximo da

capacidade produtiva, é possível também definir um limite superior à taxa de crescimento da economia.

Em termos genéricos, o investimento define as variações na capacidade produtiva:

$$\Delta Y^* = \frac{1}{v} I \quad (66)$$

Dividindo ambos os lados de (66) por Y^* obtemos a taxa de crescimento da capacidade produtiva da economia. Podemos também multiplicar e dividir o lado direito pelo nível efetivo de produto Y , e assim teremos que:

$$g = \frac{1}{v} \frac{I}{Y} \frac{Y}{Y^*} \quad (66')$$

Considerando que a razão entre Y/Y^* é o grau de utilização da capacidade produtiva da economia, com a economia operando em seu nível normal de utilização o grau de utilização será igual um. A economia crescerá em seu máximo caso parcela do investimento na renda seja igual à propensão marginal a poupar. Isso só ocorrerá se os gastos autônomos forem nulos.

Sendo assim, substituindo a equação (64) em (66) teremos uma expressão que define a taxa máxima de crescimento da economia:

$$g_{\max} = \frac{(1 - w(1 - t) + m_c)}{v(1 - m_k)} \quad (67)$$

A expressão (67) nos dá apenas o limite máximo para o crescimento da economia que, dada a distribuição de renda, será a taxa máxima de crescimento²⁶². Portanto, a propensão marginal a poupar em conjunto com a relação capital produto e o coeficiente de importação de bens de capital, define o

²⁶² Para detalhes da definição de taxa máxima, propensão marginal a poupar e sua diferença para a taxa de poupança, ver Willcox (1999), Willcox e Serrano (2000) e Serrano (1995, 1996).

limite máximo que a economia pode crescer sem alterações na distribuição de renda em um regime de crescimento liderado pela demanda agregada..

Caso a parcela do investimento ultrapasse a propensão marginal a poupar será gerada inflação de demanda e redução no salário real, logo aumentará a propensão marginal a poupar (gerando uma poupança forçada dos trabalhadores) da economia. Desta forma, a equação (67) define a taxa máxima de crescimento sem que se gere inflação de demanda e redução da parcela dos salários na renda²⁶³.

Dentro deste esquema, a economia pode crescer a qualquer taxa abaixo da taxa máxima sem encontrar qualquer restrição de poupança. No sistema baseado no supermultiplicador a taxa de crescimento liderada pela demanda, precisamente pela taxa de crescimento dos gastos autônomos sujeita a seguinte condição:

$$z \leq g_{\max} \quad (68)$$

Voltando à equação (64) podemos ver que ela nos mostra que a capacidade produtiva será um múltiplo do nível dos gastos autônomos da economia. Pode-se ver desde já que, quanto maiores os gastos autônomos desta economia e maior o supermultiplicador, mais elevada será a demanda efetiva e logo, maior será a capacidade produtiva da economia no longo prazo.

O ponto importante do modelo baseado no supermultiplicador sraffiano é que a capacidade produtiva da economia depende da evolução dos gastos autônomos e de sua taxa de crescimento, que são as variáveis exógenas e definem a evolução da economia descrita por este modelo.

Para os objetivos do presente trabalho basta que entendamos que não existe uma trajetória endógena para os componentes autônomos da demanda e sua taxa de crescimento.

Segundo Serrano (1996), estes componentes e sua taxa de crescimento dependem de uma série de fatores econômicos, institucionais e tecnológicos tais como:

²⁶³ Para detalhes desta discussão ver Serrano & Willcox (2000), Serrano (1995,1996).

- A natureza do sistema financeiro e as condições de crédito ao consumidor que neste esquema poderiam afetar o consumo autônomo;
- O ritmo do progresso técnico e o processo de concorrência no que diz respeito à inovação de produto e a estratégia de diferenciação de produto das firmas que neste esquema poderiam também afetar o consumo autônomo.
- a política de gastos do governo,
- a competitividade internacional e a política cambial do país²⁶⁴, que poderiam afetar as exportações;
- a taxa de juros que poderia afetar o investimento residencial, que neste modelo fazem parte dos gastos autônomos que não criam capacidade;

Do nosso ponto de vista, interessa apenas que dentro deste esquema não é possível estabelecer nos casos acima nenhuma relação funcional a priori. Portanto, nos interessa que os gastos autônomos são as variáveis independentes do modelo.

Segundo Serrano (1996):

“The Sraffian Supermultiplier thus provides us with a simple framework for the analysis of accumulation in which effective demand and in particular the evolution of the autonomous components of aggregate demand play a crucial role in explaining long run growth...Our Sraffian Supermultiplier consists precisely in an attempt to study a system in which a particular evolution of the autonomous components of aggregate demand is not ‘taken for granted’.” (Serrano, 1996, pp. 43).

²⁶⁴ Ver também Serrano (2001b).

Podemos discutir os efeitos, sobre a taxa de crescimento da economia, de modificações na taxa de crescimento dos gastos autônomos da economia. Esta será uma média entre as taxas de crescimento dos vários componentes dos gastos autônomos ponderados pelas participações de cada um nos gastos autônomos totais²⁶⁵. Sendo z a taxa de crescimento dos gastos autônomos temos²⁶⁶:

$$z = \frac{Z}{Z + X + G} g_z + \frac{G}{Z + X + G} g_{SP} + \frac{X}{Z + X + G} g_x \quad (69)$$

onde g_z é a taxa de crescimento do componente autônomo do consumo privado, g_{SP} a taxa de crescimento dos gastos públicos e g_x das exportações, Z o consumo autônomo do setor privado, G os gastos públicos e X as exportações.

O aumento na taxa de crescimento dos gastos autônomos terá dois efeitos. O primeiro se dará sobre a taxa de crescimento da economia. Um aumento em z , seja ele causado por mudanças na taxa de crescimento do consumo privado, do gasto público ou das exportações, terá um efeito de elevar de forma permanente a taxa de crescimento da economia.

Um aumento na taxa de crescimento dos gastos autônomos leva as firmas a reavaliarem suas expectativas de crescimento da demanda. Isso faz com que após a mudança, de acordo com a nova taxa de crescimento dos gastos autônomos, seja necessário ampliar a capacidade produtiva da economia. Entretanto, isto não significa que a taxa de crescimento da economia aumentará sempre, o que só aconteceria se a taxa de crescimento dos gastos autônomos se elevasse continuamente.

²⁶⁵ Faremos a suposição de que a relação capital produto não apresenta uma tendência de crescimento a longo prazo, assim como a parcela dos salários no produto, a alíquota dos impostos e os coeficientes importados.

²⁶⁶ Esta equação é diferente da que foi apresentada no capítulo 2 por conta do consumo autônomo do setor privado.

O outro efeito se dá sobre o nível da capacidade produtiva. Há um aumento *once-for-all* na magnitude do supermultiplicador. Este aumento se observa logo que os empresários ajustam suas expectativas à nova taxa de crescimento dos gastos autônomos. Portanto, como a magnitude do supermultiplicador aumenta, a demanda efetiva aumentará e a capacidade produtiva se elevará²⁶⁷.

Suponha uma elevação na taxa de crescimento das exportações, por exemplo. Como vimos, isto elevaria o nível da capacidade produtiva e sua taxa de crescimento. Logo, não seria necessária a redução de nenhum outro componente do gasto para que esta elevação fosse viabilizada. Pelo contrário, tanto o consumo induzido como o investimento, seriam elevados. O mesmo ocorreria caso a taxa de crescimento dos gastos públicos ou do consumo autônomo crescesse.

Nas próximas seções utilizaremos a equação (69) para discutir os efeitos de variações na taxa de crescimento dos gastos autônomos sobre a taxa de crescimento da capacidade produtiva, e posteriormente, sobre o comportamento dos déficits e superávits do setor privado, governo e setor externo e suas implicações.

6.3.2-Restrições ao crescimento

Na realidade, como apontavam os estudos iniciais do CEPG, a demanda agregada da economia não poderia se expandir a qualquer ritmo sob pena de gerar problemas no balanço de pagamentos. Em outras palavras, o balanço de pagamentos da economia poderia impor uma restrição efetiva ao nível de atividades e sua taxa de crescimento. No caso aqui considerado, estamos considerando a possibilidade de que seja uma restrição estrutural e não apenas de curto prazo como apontavam os economistas da UNICAMP.

Veremos ainda, que a restrição de poupança se constitui apenas em uma restrição potencial ao crescimento definindo a taxa máxima de crescimento sendo pouco provável que se torne uma restrição efetiva ao crescimento da economia brasileira.

²⁶⁷ Evidentemente economia crescerá a uma taxa efetiva z mais elevada, respeitando a condição de que esteja abaixo da taxa máxima.

Trata-se desta forma, de incluir, **analiticamente**, a restrição de balanço de pagamentos como uma possibilidade teórica que dê sustentação à análise de como o balanço de pagamentos tem imposto constrangimentos ao crescimento de uma economia como a brasileira em que a escassez de divisas tem sido freqüente ao longo de sua história. Neste sentido, a restrição externa tem sido um problema mesmo quando não é atingida efetivamente.

6.3.2.1-O papel da restrição de poupança

De acordo com o modelo do supermultiplicador, pode haver uma restrição potencial imposta pela poupança dada pela propensão marginal a poupar. Mas como vimos, a propensão marginal a poupar define apenas a taxa máxima de crescimento e, portanto representa apenas uma restrição potencial. A parcela do produto efetivamente poupada, ou a taxa de poupança efetiva é endógena e se ajusta a taxa de investimento requerida para atender à taxa de crescimentos dos gastos autônomos²⁶⁸.

A lógica deste resultado é simples. Considere que haja um aumento na taxa de crescimento dos gastos autônomos. O investimento deve crescer não só para ampliar a capacidade para atender o aumento dos gastos autônomos, mas também para atender ao aumento da demanda por bens de capital. Em um primeiro momento, até que a capacidade produtiva da indústria de bens de capital se ajuste, o investimento aumenta mais que os gastos autônomos e assim sua parcela na renda se eleva.

Como no modelo em que vale o princípio da demanda efetiva o investimento determina a poupança em nível e em taxa, a parcela efetivamente poupada da renda também se eleva. Formalmente temos:

$$\frac{S}{Y} = \frac{I}{Y} = v_z \quad (70)$$

²⁶⁸ Não vamos entrar em detalhes sobre esta discussão que já foi feita em Willcox (1999) e Willcox e Serrano (2000).

onde S a poupança agregada da economia (somatório da poupança privada, pública e externa).

Dada a relação produto/capital, uma elevação na taxa de crescimento dos gastos autônomos eleva de forma permanente a parcela investida na renda e assim, a parcela poupada se ajusta à taxa de investimento requerida pelo maior crescimento.

Desta forma, segundo Serrano & Willcox (2000) as eventuais baixas taxas de poupança, são resultados das reduzidas taxas de crescimento e investimento. Por outro lado, a propensão marginal a poupar (que representa a restrição que a poupança **pode** representar) pode ser alta, pois a soma da carga tributária líquida, mais a propensão a importar bens de consumo e parcela do lucro podem ser superior a metade do produto²⁶⁹.

Desta maneira, ainda que se pense em uma relação capital/produto elevada e uma propensão a importar bens de capital baixa, a taxa de crescimento máxima poderia ser bastante alta, e desta maneira poderíamos considerar, que a poupança não é uma restrição relevante e que o sistema é inteiramente liderado pela demanda agregada²⁷⁰. No caso brasileiro a restrição mais relevante parece ser a externa²⁷¹.

6.3.2.2-A restrição externa e o modelo do supermultiplicador

Como vimos acima, a taxa de crescimento da demanda efetiva z , determina a taxa de crescimento da economia. Portanto, a única forma do balanço de pagamentos impor alguma restrição ao crescimento da economia é através da imposição de uma restrição sobre a taxa de crescimento dos gastos autônomos.

A restrição que se impõe sobre a demanda se manifesta através da capacidade de importar bens, sejam estes bens de consumo ou bens de capital, portanto sobre o montante global de importações. Este é uma função do nível de

²⁶⁹ Ver Willcox & Serrano (2000).

²⁷⁰ Ver Serrano & Willcox (2000).

²⁷¹ Ver Willcox (1999).

atividades e do nível de investimento e, portanto depende do nível da demanda efetiva da economia. No caso de um desequilíbrio no balanço de pagamentos, a demanda efetiva terá que se ajustar de forma a reduzir as importações e reequilibrar o balanço de pagamentos²⁷².

A redução da taxa de crescimento dos gastos autônomos (e do nível de atividades) faz com que, via mecanismo acelerador, o investimento e a taxa de crescimento da economia também se ajustem. Segundo Serrano & Willcox (2000) são os diversos mecanismos de política macroeconômica que atua sobre os determinantes do nível e da taxa de crescimento da demanda efetiva e acaba adequando às metas sustentáveis de balanço de pagamentos impostas pelo governo.

A existência de uma restrição ao crescimento imposta pelo balanço de pagamentos definirá um nível de produto e capacidade produtiva, acima do qual o equilíbrio do BP (que definiremos adiante como uma meta para o saldo do balanço de pagamentos) não seria atingida e abaixo do qual a economia estaria com folga na restrição externa.

Vamos considerar a equação que mostra (simplificadamente) as contas do balanço de pagamentos que pode ser extraída da SAM na coluna do setor externo:

$$BP = X - M - R + F \quad (71)^{273}$$

onde R é a renda líquida enviada ao exterior (ou o saldo na conta de rendas do balanço de pagamentos) e F os fluxos líquidos de capital.

O saldo do balanço de pagamentos, que é definido pelo somatório do saldo em conta corrente e na conta de capitais, será por definição igual à variação de reservas. Suponha que seja estabelecida alguma meta para o saldo do balanço de

²⁷² Para detalhes desta discussão e da crítica às especificações da restrição externa concernente ao modelo de dois hiatos ver Willcox (1999) e Serrano & Willcox (2000).

²⁷³ Estamos considerando que as transferências unilaterais são nulas.

pagamentos que implique a obtenção de um determinado resultado para este saldo em um determinado período²⁷⁴.

Formalmente isto significa que:

$$BP = BP^* \quad (72)$$

Considerando a condição (72) e substituindo a equação (60') em (63) e o resultado em (71) e fazendo algumas manipulações algébricas, obteremos a seguinte expressão:

$$Y_x = \frac{X - R + F - BP^*}{m_c + m_k v_z} \quad (73)$$

onde Y_x é o nível de atividade compatível com a meta estabelecida para o balanço de pagamentos.

A equação (73) nos mostra o nível de produto e capacidade produtiva compatíveis com o equilíbrio do balanço de pagamentos. O significado dessa expressão é simples, como as importações dependem da demanda efetiva da economia, haverá um único nível de demanda efetiva compatível com a meta para o balanço de pagamentos.

Em qualquer nível de demanda e capacidade produtiva maiores que aquele definido por (73) implicaria que o país estaria acumulando reservas em um montante abaixo do definido pela meta. Caso contrário, o país estaria acumulando reservas em um volume acima da meta. Assim se $Y > Y_x$ teremos $BP < BP^*$ e se $Y < Y_x$ $BP > BP^*$. De acordo com (73), se for decidido modificar a meta da balança de pagamentos BP^* o nível de atividade compatível com o equilíbrio externo será alterado.

Por exemplo, suponha que BP^* se eleve, isto é, suponha que o país decida ter uma acumulação maior de reservas em determinado período. Haverá, *ceteris*

²⁷⁴ A definição das metas depende dos objetivos de política econômica de cada país. Do nosso ponto de vista, basta que metas sejam estabelecidas não nos interessando os motivos.

paribus, uma redução da capacidade de importar reduzindo o nível de atividade e de demanda efetiva compatível com o equilíbrio no balanço de pagamentos.

A taxa de crescimento dos gastos autônomos deve se reduzir para adequar a demanda efetiva ao nível de atividade compatível com o equilíbrio externo. Esta meta, conjuntamente com as demais variáveis exógenas e parâmetros do modelo, define o nível de atividade Y_x , e logo a restrição externa ao crescimento econômico.

A consideração da restrição externa tem importantes implicações para a discussão da política fiscal. Como vimos, a elevação dos gastos públicos tem sido desqualificada como um possível instrumento para elevação do crescimento econômico e expansão do emprego. O governo controla o g_{SP} e pode decidir elevá-lo e assim, elevar de maneira permanente a taxa de crescimento da economia. O seu impacto no nível e no crescimento da capacidade produtiva da economia dependerá do seu peso nos gastos autônomos totais²⁷⁵.

Conforme discutimos no capítulo anterior, a abordagem das Finanças Funcionais tem como argumento a idéia de que a obrigação do governo é efetuar política fiscal expansiva para evitar a depressão, estimular a taxa de crescimento e gerar pleno emprego. De acordo com o modelo apresentado acima, ao contrário da abordagem da Finanças Funcionais, não é necessário que o governo gere necessariamente déficits, basta que o gasto público cresça

Contudo, ainda de acordo com o modelo do supermultiplicador apresentado acima, há uma limitação real à política fiscal dada pela restrição externa. Caso o nível de atividades que equilibra o balanço de pagamentos seja inferior ao definido pelos gastos autônomos e pelo supermultiplicador, pode não ser possível expandir o g_{SP} , e mais, pode ser necessário reduzi-lo para adequar o Y e o Y_x . A restrição externa tem sido o constrangimento mais agudo ao crescimento das economias que não são emissoras do meio de pagamento internacional.

²⁷⁵ Neste modelo, a política fiscal expansiva por meio da redução da alíquota do imposto só afeta a magnitude do supermultiplicador, mas não a sua taxa de crescimento. O máximo que ocorre é que como a alíquota é um dos determinantes da propensão marginal a poupar, ela afetará a taxa máxima de crescimento a economia.

Desta perspectiva, o crescimento econômico dos países com esta característica tem sido condicionado pela forma como administram a sua restrição de balanço de pagamento²⁷⁶.

6.4-O modelo do supermultiplicador, a política fiscal e os déficits e superávits

Nesta seção, analisaremos as implicações sobre os déficits e superávits dos setores privado, público e externo (e suas implicações para a evolução de seus estoques de ativos financeiros) em um modelo em que o setor privado gasta autonomamente e que cujo gasto cresce a uma taxa que pode ser diferente (e no caso mais geral será) da taxa de crescimento dos demais gastos autônomos.

Além disso, dada a implausibilidade teórica e empírica das normas, no modelo do aqui proposto não existe nenhuma hipótese de comportamento definindo normas entre variáveis de fluxo e de estoque nem metas pré-estabelecidas para os seus respectivos déficits e superávits²⁷⁷.

Consideramos também, seguindo a abordagem das Finanças Funcionais, que não há limite definido para o endividamento público interno. Além disso, a taxa de juros é fixada pelo Banco Central que acomoda, como vimos no capítulo anterior, as demandas privadas por base monetária e dívida pública interna.

A única exceção, obviamente, é o setor externo cujo comportamento dependerá da meta a ser estabelecida para o balanço de pagamentos e da disponibilidade de divisas.

Veremos que, utilizando este modelo, os déficits e superávits serão consequência da evolução dos gastos autônomos e de suas taxas de crescimento relativas. Voltando à equação (57) e introduzindo nela as hipóteses comportamentais que fizemos até agora teremos:

$$[Y + J - tY - Z - wY - vZY] + [tY - G - R - J] + [m_c Y + m_k vZY + R - X] = 0 \quad (74)$$

²⁷⁶ Para maiores detalhes ver Serrano (1998) e Medeiros & Serrano (1999, 2001).

²⁷⁷ Na realidade, a única “norma” que existe é a tendência do grau de utilização oscilar ao redor do seu nível normal. Entretanto esta “norma” é resultado da operação da concorrência capitalista e não uma imposição arbitrária.

De acordo com nossas hipóteses, gasto público, exportações, consumo autônomo e renda líquida enviada ao exterior são exógenos, ao passo que tributação líquida e importações dependem da evolução do nível de atividades, e, portanto, crescerão ao longo do tempo à mesma taxa que a renda. A renda líquida recebida/enviada ao exterior depende do ativo/passivo externo da economia junto ao resto do mundo. Os juros pagos aos detentores do estoque de dívida pública interna dependem da taxa de juros e do estoque passado de dívida.

Como importações e tributação líquida dependem da evolução da renda, o comportamento dos déficits e superávits de cada um dos setores dependerá fundamentalmente das taxas de crescimento relativas dos gastos autônomos.

Como vimos acima por (69), a taxa de crescimento dos gastos autônomos é uma média ponderada das taxas de crescimento do consumo autônomos, dos gastos públicos e das exportações. Portanto, a taxa de crescimento da economia situar-se-á em um nível intermediário entre a menor das taxas de crescimento e maior entre as três taxas. Vamos analisar algumas situações para ilustrar o que o ponto levantado acima. Nos exercícios abaixo consideraremos que os demais parâmetros e variáveis não apresentam uma tendência de crescimento.

O nível de atividades é tal que o setor privado tenha superávit, e que, tanto governo como o setor externo apresentem déficits:

1) Considere que $g_z > g_{sp} > g_x$.

A taxa de crescimento da economia será certamente menor do g_z , e maior que g_x , vamos considerar por hipótese que é também maior que g_{sp} ²⁷⁸. Vamos analisar o que ocorre com os superávits e déficits dos três setores. A renda disponível do setor privado aumentará menos do que seu consumo, portanto seu superávit tende a se reduzir.

²⁷⁸ Note que esta é uma hipótese que estamos adotando, uma vez que a única garantia que temos é que a taxa de crescimento dos gastos autônomos será menor que maior delas e maior que a menor. Para os demais casos adotaremos este mesmo procedimento.

Por outro lado, a tributação líquida (que cresce a taxa de crescimento da renda agregada) crescerá mais que os gastos públicos, portanto, o déficit público tende a se reduzir. O déficit em conta corrente, por seu turno, tenderá a aumentar uma vez que as importações, que crescem à mesma taxa que a renda, aumentarão mais do que as exportações.

Nesta situação, o estoque de ativos financeiros privado estará crescendo a uma taxa menor do que crescia na situação anterior (porque o superávit diminuiu) assim como a dívida pública (porque o déficit público se reduziu), mas o passivo externo se eleva.

2) Considere que $g_{sp} > g_z > g_x$.

Neste caso, a renda disponível do setor privado cresce a uma taxa superior a do gasto privado, logo, o superávit privado estará aumentando assim como o seu estoque de ativos.

Os impostos crescerão a uma taxa menor que os gastos públicos, logo o déficit público se eleva. As importações também crescem a uma taxa mais elevada que as exportações, portanto o déficit em conta corrente também se eleva. Assim, endividamento público interno e passivo externo se elevam

3) Considere que $g_x > g_z > g_{sp}$

Neste caso, o superávit privado crescerá da mesma forma, acompanhado de uma redução no déficit público e redução do déficit em conta corrente.

Vimos que, para uma mesma configuração inicial de déficits e superávits, devido à modificação nas taxas de crescimento relativas, a evolução dos déficits e superávits se modifica.

Portanto, no esquema do supermultiplicador a ampliação da taxa de crescimento dos gastos públicos é fundamental como política de estímulo à taxa de crescimento da economia. O comportamento dos déficits e superávits de cada setor depende evidentemente das taxas de crescimento dos demais gastos autônomos. Eventualmente, se for gerado um déficit público financiado por dívida

pública interna isso não causará qualquer tipo de restrição ao crescimento. A despeito do aumento da dívida pública não impor nenhuma restrição à política fiscal, a restrição externa pode impor limites à expansão dos gastos e assim ao crescimento.

6.5- A economia brasileira e o supermultiplicador: breves considerações

A economia brasileira, desde a década de oitenta, no que concerne ao comportamento dos gastos autônomos teve um baixo crescimento do consumo autônomo e dos gastos públicos ao passo que as exportações apresentaram um comportamento variado.

Como vimos acima, nos anos oitenta, de acordo com a interpretação dos economistas da Unicamp observamos que, por um lado, a crise financeira do Estado (resultado do ajustamento externo) teve como contrapartida o baixo crescimento dos gastos públicos seja do Tesouro e, principalmente, das empresas estatais²⁷⁹.

A política de administração da demanda agregada para pagamento dos juros da dívida externa e ajuste do balanço de pagamentos impôs sobre o setor público e empresas estatais o peso maior de redução dos gastos para ajuste das importações e do balanço de pagamentos. De acordo com Carneiro (2002) o padrão de ajustamento da década de oitenta sempre privilegiou o corte de investimentos públicos como forma de redução da demanda agregada para ajuste do déficit em transações correntes.

Além disso, devido à alta inflação se desenvolveu um processo de regressão financeira que culminou com colapso do sistema de crédito. De acordo com Belluzzo & Almeida (1992), a alta taxa de inflação impediu que fossem firmados contratos de financiamento, principalmente devido ao risco de que os indexadores não reajustassem os rendimentos em linha com a taxa de juros nominal.

²⁷⁹ Ver Serrano (1998), Belluzzo & Almeida (1992, 2002), Carneiro (2002) e Tavares (1993).

Os contratos celebrados foram de curtíssimo prazo e inexistiam taxas de juros que pudessem compensar os credores e devedores, o que levou a um colapso do sistema financeiro seja do ponto de vista da demanda como da oferta.

Estes fatores combinados, associados a perda de poder de compra dos salários reais, levou à estagnação do consumo autônomo e do investimento residencial. Desta maneira, segundo Serrano (1998): “A escassez de crédito, em conjunto com os efeitos da inflação sobre o salário dos trabalhadores levou a uma relativa estagnação dos gastos em consumo e investimento residenciais.” (Serrano, pp. 18, 1998).

De acordo com Carneiro (2002) a trajetória do consumo contribuiu decisivamente para o padrão do ajustamento da década de oitenta. A sua taxa de crescimento foi sistematicamente inferior a do PIB, como resultado da política monetária restritiva, que como vimos inibiu o consumo. Além disso, como o setor privado fez o seu “ajuste patrimonial” reduziu seu consumo e acumulou uma massa de ativos financeiros de alta liquidez. Desta forma, o consumo só apresentou taxas de crescimento mais elevadas em situações em que o setor privado antecipava futuros congelamentos de preços.

Neste contexto, na década de oitenta, o único componente dinâmico da demanda final foram as exportações em virtude da necessidade de realizar o ajuste externo através, de acordo com Cruz (1995), dos mais diversos estímulos indo desde a política cambial até subsídios e incentivos. Além disso, a recuperação da economia mundial no início dos anos oitenta contribuiu decisivamente para esta recuperação.

Ademais, associada à política de desvalorização cambial e mudanças nos preços relativos, houve uma maior articulação da economia brasileira com o resto do mundo através de uma modificação da pauta de exportações. Esta envolveu um aumento nas exportações de bens intermediários cuja implantação havia sido decidida no âmbito do II PND. O que, segundo Carneiro (2002) e também Serrano & Medeiros (2001), indica a importância dos mercados internos e dos mecanismos de crescimento baseados na sua dinâmica em uma economia como a brasileira,

caracterizada pela continentalidade e pelo elevado grau de diversidade da estrutura produtiva²⁸⁰.

Com isso, segundo Serrano (1998) e Serrano & Medeiros (2001), dadas as tendências negativas dos demais componentes da demanda final e em uma economia grande como a brasileira o crescimento das exportações não é por si capaz de sustentar o crescimento da demanda final e do investimento²⁸¹. De acordo com Carneiro (2002):

“A questão de maior importância relativa ao desempenho do investimento refere-se à incapacidade da orientação exportadora constituir o elemento de sua dinamização. Ou seja, os mercados adicionais originados da nova inserção exportadora foram insuficientes para assegurar a elevação e sustentação da taxa de investimento.” (Carneiro, pp. 150, 2002).

No Brasil, ainda segundo Carneiro (2002), do ponto de vista do investimento, “foi a perspectiva de expansão do mercado interno que determinou as decisões de investir com possibilidade de acessar o mercado externo desempenhando um papel secundário” (Carneiro, pp. 150, 2002). Ainda, de acordo com Serrano & Medeiros (2001):

“(…) no caso da economia brasileira não faz muito sentido pensar em crescimento liderado pelas exportações, pois estas, devidos a características estruturais do país (dimensões geográficas, diversidade regional de recursos produtivos, base demográfica, etc) não são componentes importantes da demanda final autônoma da nossa economia” (Serrano & Medeiros, pp. 114, 2001).

Nos anos noventa, a tendência de crescimento do consumo autônomo (e investimento residencial), se manteve a mesma a despeito da queda da inflação e de alguma recuperação que houve no crédito em meados da década de noventa

²⁸⁰ Ver Carneiro pp. 161, 2002.

²⁸¹ O que se explica, tomando como base o modelo baseado no supermultiplicador, porque as exportações têm um peso relativo menor nos gastos autônomos totais.

por conta da redução da inflação²⁸². A política de taxas de juros elevadas inibiu o crescimento do consumo autônomo e do investimento residencial.

No que diz respeito aos gastos públicos, a situação se agravou em virtude da desarticulação deliberada do Estado desenvolvimentista e a restrição imposta ao gasto público por conta do consenso existente de que o 'equilíbrio fiscal' seria uma condição prévia para se alcançar o crescimento econômico e a estabilização da inflação.

A trajetória das exportações foi modificada, passando de um relativo dinamismo para uma relativa estagnação. Tal estagnação foi resultado da política cambial e da reespecialização da economia na exportação de produtos com baixa elasticidade renda²⁸³. De acordo com Carneiro (2002) houve uma especialização regressiva da economia brasileira com ampliação do peso dos setores intensivos em recursos naturais e trabalho e redução da importância dos intensivos em tecnologia e capital.

Desta maneira, a ausência de dinamismo das exportações está ligada à incapacidade de diversificação da pauta bem como a mudança nos principais mercados de destino. A venda de produtos com maior dinamismo concentrou-se em países menos dinâmicos, ao passo que as exportações para os países com crescimento mais acelerado se concentrou em produtos com baixa elasticidade renda.

O problema é que, na década de noventa, mesmo que se adotasse uma política deliberada de expansão dos gastos públicos tal iniciativa esbarraria na restrição externa, a despeito da retomada dos fluxos de capital ter deslocado a restrição absoluta que se impunha sobre o nível de atividades²⁸⁴. Neste sentido a década de noventa foi absolutamente distinta da década de oitenta em que havia uma restrição absoluta de divisas.

Nos anos oitenta a escassez de fluxos de capital e a necessidade de pagar os juros da dívida externa fizeram com que a restrição externa fosse extremamente severa. Nos anos noventa, mesmo com a retomada dos fluxos de

²⁸² Embora tenha havido um pequeno surto de expansão de demanda por bens de consumo duráveis logo após a implantação do Plano Real.

²⁸³ Ver Serrano (1998) e Serrano & Medeiros (2001)

²⁸⁴ Ver Serrano (1998) e Willcox (1999).

financiamento, o país continuou sujeito à restrição externa por conta da política cambial e da abertura comercial e financeira²⁸⁵.

O equilíbrio em conta corrente continuou sendo extremamente relevante dado que, como vimos acima, foram estabelecidas metas de acumulação de reservas durante toda a década. Tal fato implicou em uma política de *stop-and-go* durante a década, sempre que o déficit em conta corrente se deteriorava e/ou havia fuga de capital, o governo aplica política de contração de gastos e elevação da taxa de juros de forma a contrair a demanda agregada e ajustar a taxa de crescimento da economia à meta estabelecida para a acumulação de reservas.

Por este motivo, o comportamento das exportações é absolutamente fundamental como discutido exaustivamente em Serrano & Medeiros (2001)²⁸⁶. As exportações têm o duplo papel de gerar divisas e demanda efetiva. Como discutimos para uma economia como a brasileira, as exportações não conseguem 'liderar' o crescimento dos gastos autônomos. No entanto, é essencial para elevar a capacidade de pagamentos externos do país, especialmente para dar conta das importações de bens de capital necessários à operação do supermultiplicador.

Desta forma, em um modelo como o utilizado neste trabalho, é absolutamente essencial o comportamento dos gastos autônomos uma vez que o investimento é induzido pela evolução da demanda agregada. Entretanto, há uma restrição externa que pode ser efetiva o que traz a necessidade de crescimento das exportações. Por outro lado, neste modelo em que não há nenhuma norma regendo o comportamento privado, os déficits e superávits são resultado do crescimento relativo dos gastos autônomos.

Dentro de um esquema como este aplicado à economia brasileira a restrição externa é o constrangimento principal ao crescimento econômico. Portanto, o governo deve empreender políticas que 'desloquem' a restrição externa, notadamente o estímulo às exportações e à redução do coeficiente importado.

²⁸⁵ Para detalhes ver Carneiro (2002).

²⁸⁶ Neste trabalho, tais autores mostram que não há qualquer contradição entre o crescimento liderado pelo mercado interno e pelas exportações, uma vez que as exportações são fundamentais como forma de ampliação da capacidade de importar os bens necessários ao crescimento do país.

Por fim, neste modelo associado à abordagem das finanças funcionais, implica que o setor público pode incorrer em déficits contínuos sem que isso cause quaisquer tipos dos problemas que são usualmente apontados, por exemplo, pelos economistas do CEPG e da Unicamp. O problema é que a expansão da taxa de crescimento da economia pode fazê-la esbarrar na restrição externa.

Ademais, neste esquema tanto faz se o governo se financia com base monetária ou dívida. Como discutido acima, a proporção específica de títulos e base monetária dependerá das escolhas de *portfólio* do setor privado (e externo), e da taxa de juros definida pela política econômica. As escolhas de *portfólio* podem se tornar um problema apenas se o setor privado desejar ter em sua carteira ativos denominados em moeda estrangeira.

Tal fato também agravaria o problema externo uma vez que representariam saídas brutas de capital que poderiam reduzir os fluxos líquidos de capital para o país e dadas as metas de acumulação de reservas gerar um menor nível de atividades compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos.

Desta forma, em uma economia como a brasileira, o principal problema parece ser a restrição externa, e não questões envolvendo o tamanho da dívida pública ou uma suposta ameaça de *default* do setor público.

Concluimos assim, que embora seja extremamente relevante explicitar de maneira consistente as variáveis de fluxo e suas contrapartidas em termos de estoques, deve-se relativizar o papel da noção de equilíbrio de estoques e de normas entre fluxos e estoques como determinantes dos comportamentos do setor privado, do setor público e da economia como um todo.

Referências Bibliográficas

Ackley, G. (1978), *Macroeconomics: Theory and Policy*, Macmillan Publishing Co., London, 1978.

Araújo, M.S. (1998), *Matriz de Fluxo de Fundos: Uma proposta de Leitura dos Fluxos Financeiros*, Tese de Doutorado, IE-UFRJ, Rio de Janeiro, 1998.

Bain, A. D. (1973), *Surveys in Applied Economics: flow of funds analysis*, *The economic Journal*, december, 1973.

Baer, M. (1993), *O Rumo Perdido: a crise fiscal e financeira do Estado Brasileiro*. Paz e Terra, 1993.

Bastos, C.P. (2004), Resenha de Wray, R. "Trabalho e Moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços - UFRJ/Contraponto, 2003" em *Econômica*, Rio de Janeiro, v.6, n°1 pp. 187-193, junho de 2004.

Bastos, C.P (2001), *A Inflação e Estabilização*, in Fiori, J.L. e Medeiros, C.A. (org.) *Polarização Mundial e Crescimento*, Vozes, 2001.

Bell, S. (2001), *The Role of the State and the Hierarchy of Money*, *Cambridge Journal* 25, 149-163, 2001.

Belluzzo, L.G. e Almeida, J.G. (2002), *Depois da Queda, Civilização Brasileira*, São Paulo, 2002.

Belluzzo, L.G. e Almeida, J.G. (1992), *A Crise da Dívida e suas repercussões sobre economia brasileira*, em Batista Jr. E Belluzzo, L. G. (1992) (orgs.) *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1992.

Belluzzo, L.G. e Almeida, J.G. (1990), *Crise e Reforma Monetária no Brasil*, São Paulo em *Perspectiva* 4(1) jan/mar 1990.

Blinder, A. (1978), What's "New" and what's Keynesian in the new Cambridge Keynesianism? In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 9 (ed. K. Brunner and Meltzer) *Supplement to Journal of Monetary Economics*, 1978.

Blinder, A. & Solow, R. (1978), *Does Fiscal Policy Matter?* In Blinder, A. (org.) *Macroeconomics under debate*, Harvester Wheatsheaf, 1978.

Blinder A. & Solow, R. (1976), *Does Fiscal Policy Still Matters? A reply*. *Journal of Monetary economics* 501-510, 1976.

Blinder, A. & Solow, R. (1974), *Analytical Foundations of Fiscal Policy*, in Blinder, A., Solow, R. et alli *The Economics of Public Finance*, Washington, Brookings Institution, 1974.

Cardoso de Mello, J.M (1992), Panorama da Crise Brasileira, in Batista Jr. em Batista Jr. & Belluzzo, L. G. (orgs.) A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1992.

Carneiro, R. (2002), Desenvolvimento em Crise-A Economia Brasileira no último quarto do século XX, Ed. UNESP, 2002.

Christ, C. (1979), On Fiscal and Monetary Policies and the Government Budget Restraint, American Economic Review, September, 1979.

Christ, C. (1978), Some Dynamic Theory of Macroeconomic Policy Effects on Income and Prices under the Government Budget Restraint, Journal Monetary Economics 4 45-70, 1978.

Christ, C (1968), On fiscal and monetary policies and government budget restraint, A.E.R, 68, 526-538.

Christ, C. (1966), A short-run aggregate demand model of interdependence and effects of monetary and fiscal policies with Keynesian and Classical interest elasticities Papers and Proceedings of the 79th Annual Meeting, American Economic Review, 1966.

Cruz, P.D, (1995), Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos oitenta. Nova Economia, Belo Horizonte, v.5, n°1, ago. 1995.

Cruz, P.D (1994), Notas sobre o Financiamento a Longo Prazo da Economia Brasileira no após-guerra, Economia e Sociedade, Campinas, n. 3, dez. 1994.

Currie, D. (1978), Macroeconomic Policy and Government Financing, in Artis M.J. and Nobay A.R (org.) Comtemporary Economic Analysis, vol. 7, London-Croom Helm, 1978.

Cohen, J. (1972), Copelands Moneyflows after Twenty-Five Years: A Survey. Journal of Economic Literature, volume X, n. 1, march 1972.

Cuthbertson, K. (1979), Macroeconomic Policy – The New Cambridge Keynesian and Monetarist Controversies, Macmillan New Studies in Economics, 1979.

Dawson, J (org), “Flow of Funds Analysis: A Guide to Practitioners”. M.E Sharpe, 1996

Dixon, R. (1983), On the New Cambridge School, Journal of Post-Keynesian 5, 289-294, 1983.

Dos Santos, C.H. (2003), Three Essays on Stock-Flow Consistent Macroeconomic Modeling, New School For Social Research, Nova Iorque, 2003.

Economic Policy Review, Department of Applied Economics, diversos números 1976-1982.

Fagundes, L. (2005) Demanda Efetiva e Investimento, taxas de lucro e de juros: Breve análise sraffiana da macroeconomia pós-keynesiana, Tese de Mestrado, IE-UFRJ, Rio de Janeiro, 2005.

Freitas, F. N. P. (2002), Uma análise da Evolução das Idéias de Kaldor sobre o Processo de Crescimento Econômico, Tese de Doutorado, IE/UFRJ, Rio de Janeiro, 2002.

Gargenani, P. (1983), Notes on Consumption, investment and effective demand, in "Keyne's Economics and the Theory of Value and Distribution ed. by Eatwell, J. and Milgate, M., Oxford University Press, 1983.

Godley, W. & Izurieta, A. (2004), Balances, Imbalances and Fiscal targets: a New Cambridge view, Cambridge Endowment for Research in Finance, Cambridge University, 2004.

Godley, W. & Izurieta, A. (2003), The Wrong Set-Up? A Critique of British Economic Policy Under Labour, Cambridge Economics Endowments in Finance, Levy Institute, april 2003.

Godley, W. & Izurieta, A. (2002), Strategic and Policies for the U.S. Economy, Prospects and Policies for US Economy, Levy Institute, april 2002.

Godley, W., Izurieta, A. & Zezza, G. (2004), Why Net exports must now be the motor for US Growth, Prospects and Polices for the US Economy, Levy Institute, July, 2004.

Godley, W. & Wray, R. (2000), Is Godlocks Doomed? Journal of Economic Issues, vol. XXXIV n°1, march, 2000.

Godley, W. & Cripps, F. (1983), Macroeconomics, Fontana, 1983.

Godley, W. & Cripps, F. (1978), Control of Imports as a mean to full employment and the expansion of world trade: the UK's case, Cambridge Journal of Economics, 1978, 2, 327-334, 1978.

Godley and Cripps (1976), A formal analysis of the Cambridge Economic Policy Group Model, *Economica*, November 1976, 43, 335-48.

Godley, W. & Martin, B. (1999), How Negative can US Saving Get? Policy Note, 1999/1 The Levy Institute, 1999.

Godley, W and Fetherston, M (1978), "New Cambridge" Macroeconomics and Global Monetarism: Some Issues in the Conduct of U.K Monetary Policy", in Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, v.9, 1978

Godley, W., Coutts, K. & Anyadike-Danes, M. (1987), ISLM and Real stock-flow monetary models: a prelude to applied macroeconomic modeling, paper prepared for a conference on macroeconomics "Fifty Years after the ISLM – in Honour of Sir John Hicks" University of Aalborg, Denmark, 3-4th September, 1987.

Godley, W. & Christodoulakis, N. (1987), Macroeconomic Consequences of Alternative Trade Policy Options, Journal of Policy Modeling 9(3):405-436, 1987.

Godley, W. & Zezza, G. (1989), A Simple Real Stock Flow Model Illustrated with The Danish Economy, DAE, Working Papers, n°8901, Cambridge, 1989.

Godley, W. and Lavoie, M. (2000), Kaleckian Growth Models in a Stock and Flow Monetary Framework: A Neo Kaldorian Model, Jerome Levy Institute, Working Paper 236, 2000.

Godley, W. (2003), The U.S. Economy: A Changing Strategic Predicament, Strategic Analysis, Levy Institute, march 2003.

Godley, W. (2000a), Drowning in Debt, Policy Note 2000/6, The Levy Institute, 2000.

Godley, W. (2000b), Seven Unsustainable Processes, Special Report, The Levy Institute, 2000.

Godley, W. (2002), Kick-Start Strategy Fails to Fire Sputtering US Economic Motor, Policy Note 2002/1, The Levy Institute, 2002.

Godley, W. (2001a), Interim Report: Notes on the US Trade and Balance of payments Deficits, Strategic Analysis, The Levy Institute, 2001.

Godley, W. (2001b), Fiscal Policy to Rescue, Policy Note 2001/1, The Levy Institute, 2001.

Godley, W. (1999), Money and Credit in a Keynesian model of income determination, Cambridge Journal of Economics, 23, 393-411, 1999.

Godley, W. (1996), Money, Finance and national Income Determination: An Integrated Approach, Working paper, n° 167, Levy Institute, june 1996.

Godley, W. (1995a), US Foreign Trade and Budget Deficit and Strategic Policy Problems: A Background Brief, Working Paper, n° 138, Levy Institute, 1995.

Godley, W. (1995b), A Critical Imbalance in US Trade-The US Balance of Payments, International Indebtedness, and Economic Policy, Public Policy Brief, The Levy Institute, 1995.

Godley, W. (1992), Biographical Note in Arestis, P and Sawyer, M (eds) Dictionary of Dissenting Economists, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 1992.

Godley, W. (1990), Time, Increasing returns and Institutions in Macroeconomics, Kings College Cambridge, may 1990.

Godley, W. (1984a), Keynes and The Management of National Income in Worswick, G. e Trevitchick, J. Keynes and the Modern World, Cambridge University Press, Cambridge, 1984.

Godley, W. (1984b), Manuscript, Cambridge, mimeo, 1984.

Godley, W. & Coutts, K. (1999), Prosperity and foreign trade in 1900s: Britain's strategic problem, Oxford Review of Economic Policy, vol. 6, n°3, 1999.

Goldstein, L. (1994), Repensando a Dependência, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1994.

Hicks, J. (1937) Mr. Keynes and the Classics, *Economica*, 1937.

Higgins, C.I. (1976), Some Observations on the Cambridge New Scholl of Economic Policy, Australian Economic Papers, December, 1976.

Kaldor, N. (1989), Further Essays on Economic Theory and Policy edited by Targetti, F. & Thirwall, A.P., Duckworth, 1989.

Kaldor, N. (1986), The Scourge of Monetarism, Oxford University Press, 1986.

Kalecki, M. (1983) Teoria da Dinâmica Econômica, 2ª edição, São Paulo, Nova Cultural, 1983.

Junakar, P.N (1972), Investment: Theories and Evidence, Macmillan, 1972.

Lavoie, M (2001), Endogenous Money in a Coherent Stock-Flow Framework, Jerome Levy Institute, Working Paper 325, 2001.

Lavoie, M. (2000), The Reflux Mechanism in the Open Economy in Rochon, L. P. and Vernengo, M. Credit, Effective Demand and the Open Economy: Essays in the Horizontalist Tradition, 2000.

Lerner, A. (1973), Flation - not INflation of prices not DEflation of jobs, Penguin Books, 1973.

- Lerner, A. (1966), *Functional Finance and The Federal Debt*, in Mueller, M.G Readings in Macroeconomics, London, Holt, Rinhart and Winston, 1966.
- Lerner, A. (1961), *Everybody's Business*, Michigan State University Press, 1961.
- Lerner, A. (1951), *Economics of Employment*, McGraw Hill Book Company, INC. 1951.
- Lerner, A. (1947), *Money as a Creature of the State*, *The American Economic Review*, vol. 37, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the Amercian Economic Association, may 1947.
- Lerner, A. (1944), *The Economics of Control - The Principles of Welfare Economics*, 1944.
- Malinvaud, E., (1984) *Comments on Godley (1983)*, in Worswick, G. e Trevitchick, J. *Keynes and the Modern World*, Cambridge University Press, Cambridge, 1983.
- Mccallum, J. & Vines, D. (1981), *Cambridge and Chicago on the balance of Payments*, *Economic Journal*, 91, 439-453.
- MCcombie, J.S.L & Thirwall, A.P (1994), *Economic Growth and the Balance of Payments Constraint*, Londres, Macmillan, 1995.
- Medeiros, C.A. & Serrano, F. (2001), *Inserção externa, exportações e Crescimento no Brasil*, in Fiori, J.L. e Medeiros, C.A. (org.) *Polarização Mundial e Crescimento*, Vozes, 2001.
- Medeiros, C.A. & Serrano, F. (1999), *Padrões Monetários Internacionais e a Restrição externa ao crescimento*, in Fiori, J.L (org.) *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*, Vozes, 1999.
- Mendonça de Barros, L.C. (1993), *Moeda Indexada, uma experiência brasileira*, *Economia e Sociedade*, nº2, agosto de 1993.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University, Press, 1986.
- Minsky, H. (1982), *Can "IT" Happen Again? (Essays on Instability and Finance)*, New York, M.E. Sharp Inc, 1982.
- Modigliani, F. (1963), *The Monetary Mechanismo and its Interaction with Real Phenomena*, *Review of Economics and Statistics*, vol. 45, supplement, 1963.
- Modigliani, F. (1944), *Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money*, *Econometrica*, 1944.

Nogueira da Costa, F. (1999), *Economia Monetária e Financeira – Uma Abordagem Pluralista*, Makron Books, 1999.

Ott, D. & Ott. A. (1965), Budget Balance and Equilibrium income, *Journal of Finance*, vol. 20 March, 1965.

Pasinetti, L. (1984), Review of Godley, W. & Cripps, F. (1983) *Macroeconomics*, Oxford, O.U.P, Fontana Paperback” in *Contributions to Political Economy*, 1984.

Patterson, K.D & Stenphenson, M.J. (1988), Stock-Flow Consistent Accounting: A macroeconomic Perspective, *The Economic Journal*, 98, September, 1988.

Petri, F. (1997), On the Theory of aggregate investment as a function of the rate of interest, *Quaderni del Dipartimento di Economia Política*, nº 215, Università di Siena, 1997.

Petri, F. (1993), Critical Notes on Kalecki’s Theory of Investment, in Mongiovi, G. & Ruhl, C. (org.) *Macroeconomic Theory: diversity and convergence*, Edward Elgar, Aldershot, 1993.

Pivetti, M. (1991), *An Essay on Money and Distribution*, Basinstoke, Macmillian, 1991.

Ritter, L (1963), An Exposition of the Structure of the Flow of Funds Accounts, *Journal of Finance*, v.18, n.2, May, 1963. Reprinted in Dawson, J (org) “Flow of Funds Analysis: A Guide to Practitioners”. M.E Sharpe, 1996

Rochon, L.P (2001), Horizontalism: Setting the Record Straight, in Rochon, L. P. and M. Vernengo (eds.), *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays in the Horizontalist Tradition*, 2001, Cheltenham: Edward Elgar.

Roe, A. (1972), The case for Flow of Funds and national balance-Sheets Accounts, *The Economic Journal*, June, 1972.

Serrano, F. (2004) *Relações de Poder e a Política Macroeconômica Americana: de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível*, in Fiori, J.L. (org) *Poder Americano*, Petrópolis, Vozes, 2004.

Serrano, F. (2002a), Do Ouro Imóvel ao Dólar Flexível, *Economia e Sociedade*, nº 19, julho-dezembro 2002.

Serrano, F. (2002b) *Política Monetária e a abordagem da taxa de juros exógena*, Rio de Janeiro, IE-UFRJ, mimeo, 2002.

Serrano, F. (2001a), Equilíbrio neoclássico no mercado de fatores: um ponto de vista sraffiano, *Ensaio FEE*, vol. 22, nº1, 2001.

Serrano, F. (2001b), Acumulação e Gasto Improdutivo na economia do desenvolvimento, in Fiori, J.L. e Medeiros, C.A. (org.) Polarização Mundial e Crescimento, Vozes, 2001.

Serrano, F. (2000), A Soma das Poupanças determina o Investimento?, Anais do IV Encontro Nacional da Sociedade Brasileira de Economia Política, Fortaleza, Junho, 2000.

Serrano, F. (1998), “Tequila ou Tortilla: Notas sobre a economia brasileira nos anos 90”, Archetypon, setembro, 1998

Serrano, F. (1996), The Sraffian Supermultiplier, PhD Dissertation Submitted to the Faculty of Economics and Politics at the University of Cambridge, England, 1996.

Serrano, F. (1995), Long Period Effective Demand and The Sraffian Supermultiplier, Contributions to Political Economy, 14, 67-90, 1995.

Serrano, F. & Willcox, L.D. (2000), O modelo de Dois Hiatos e o Supermultiplicador, Revista de Economia Contemporânea, vol. 4, nº jul-dez 2000.

Silber, W. (1970) Fiscal Policy in ISLM Analysis: a correction, Journal of Money, Credit and Banking 2, 461-472, 1970.

Solow, R. (1984) Comments on Godley (1983), in Worswick, G. e Trevitchick, J. Keynes and the Modern World, Cambridge University Press, Cambridge, 1984.

Steindl, J. (1989) Saving and Debt, in Barrere, A. (org) Money, Credit and Prices in Keynesian perspective, London, Macmillan, 1989.

Steindl, J. (1983) Maturidade e Estagnação do capitalismo Americano, 2º edição, São Paulo, Nova Cultural, 1983.

Steindl, J. (1982) The Role of Household saving in The Modern Economy, Banca Nazionale Del Lavoro Quaterly Review, march, 1982.

Taylor, L (2000) Reconstructing Macroeconomics, mimeo, Department of Economics - New School for Social Research, 2000

Taylor, L (org) (1990) Socially Relevant Policy Analysis: Structuralist CGE Models for the Developing World, MIT Press, 1990

Tavares, M.C (1998), “A Economia Política do Real”, in Mercadante, Aloísio, O Brasil pós-real: a política econômica em debate, Hucitec, 1998.

Tavares (1993), M. C. As Políticas de Ajuste no Brasil: os Limites da resistência, in Tavares, M. C. & Fiori, J. L., Desajuste Global e Modernização Conservadora, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1993.

- Teixeira, A. (1994) O Ajuste Impossível, Ed. UFRJ, Rio de Janeiro, 1994.
- Tobin, J. and Brainard, W. (1968) "Pitfalls in Financial Model Building", American Economic Review, May, 1968
- Tobin, J. & Buiter, W, (1976) The long-run effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate in Stein (org.) Monetarism, Amsterdam, North-Holland, 1976.
- Tobin, J., Backus, D, Brainard,W. and Smith,G (1980), A Model of the U.S Financial and Nonfinancial Economic Behavior, Journal of Money, Credit and Banking, May, 1980
- Tobin, J, (1982), "Money and the Macroeconomic Process" (Nobel Lecture), Cowles Foundation Paper 543, 1982.
- Tobin, J. (1980), Asset Accumulation and Economic Activity, Yjro Jahnsson, The University Chicago Press,1980.
- Vines, D. (1976), Economic Policy for an Open Economy: Resolution of the New School's Elegant Paradoxes, Australian Economic Papers, 1976.
- Willcox, L.D. (2003), Endividamento Forçado, Big Government e a implausibilidade de Crise no Capitalismo: exercício a partir de um modelo de consistência entre fluxos e estoques, Ensaios FEE, volume 24, nº 1, 2003.
- Willcox, L.D. (2002) Restrição externa, Padrões de Especialização e Crescimento Econômico, Texto para Discussão,T.D. UFF, 150/02.
- Willcox, L.D. (2001) Inflação de Custos e inflação de demanda: uma discussão acerca da natureza das causas da inflação, Leituras de Economia Política, Campinas (9), dez. 2001.
- Willcox, L. D (1999), "Restrições Macroeconômicas ao Crescimento: Uma Análise Crítica do Modelo de Dois Hiatos", Tese de Mestrado, Instituto de Economia, UFRJ, 1999.
- Wray, R. (1998), Understanding Modern Money: the key to full employment and price stability, Edward Elgar, 1998.

