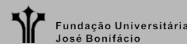


OIKOS σ

Revista de economia heterodoxa
nº 8, ano VI • 2007
ISSN 1808-0235



patrocínio





L. Randall Wray

Entrevistado por Daniel Conceição, Felipe Rezende e Flavia Muller (Doutorandos em Economia pela Universidade do Missouri em Kansas City – UMKC, EUA).

Tradução de Daniel Negreiros Conceição

L. Randall Wray é um dos principais expoentes da escola pós-keynesiana de teoria econômica. É professor de teoria econômica e diretor de pesquisa do Centro de Estudos para o Pleno Emprego e a Estabilidade de Preços – CFEPS, na Universidade do Missouri em Kansas City, e pesquisador sênior no Instituto Levy de Economia, com sede no *Bard College*, em Nova Iorque. É autor de inúmeros artigos e diversos livros, entre eles os aclamados *Credit and State Theory of Money* (ELGAR, 2004) e *Understanding Modern Money: the Key to Full Employment and Price Stability* (ELGAR, 1998), traduzido para o português como *Trabalho e Moeda Hoje*. Seus trabalhos sobre teoria monetária, finanças públicas e políticas de geração de emprego são referência para acadêmicos e formuladores de política econômica ao redor do globo. Na Argentina, sua proposta de programa empregador de última instância serviu de inspiração para o programa *Jefes de Hogar*, que empregou dois milhões de pessoas em resposta emergencial à crise de 1999. Em 26 de Setembro de 2007, Wray concedeu esta entrevista à revista Oikos.

OIKOS: O senhor foi aluno de Hyman Minsky e um dos primeiros economistas a incorporar consistentemente as idéias deste autor às suas próprias contribuições na área de teoria econômica. Recentemente houve uma crise no mercado imobiliário norte-americano que

atingiu os mercados financeiros de todo o mundo. Muitos economistas ortodoxos e elaboradores de política econômica passaram a citar as idéias de Minsky sobre ciclos financeiros como se as tivessem descoberto de uma hora para outra. Enquanto isso, o senhor e os economistas do Instituto Levy vinham alertando há tempos para a iminência de uma severa crise financeira resultante das práticas irresponsáveis no mercado norte-americano de hipotecas. Há alguma frustração em perceber que seus alertas não foram ouvidos?

RANDALL WRAY: Na verdade Minsky teve alunos, durante os anos em que deu aulas em Berkeley, que incorporaram algumas de suas idéias em seus trabalhos: Victoria Chick e Peter Gray, por exemplo. Ele também deu aulas para Tom Sargent e Robert Hall, mas é difícil identificar qualquer influência que Minsky tenha tido sobre estes dois. Há economistas famosos que foram alunos de Minsky e tiveram seus trabalhos influenciados por ele mais de vinte anos antes de eu tê-lo como professor. Eu não diria que fui um dos primeiros.

Quanto ao segundo ponto, sempre que os Estados Unidos experimentam períodos de crise, Minsky parece ser redescoberto. Durante a crise do mercado de cadernetas de poupança dos anos 1980 ele também foi usado como referência por economistas e a mídia do *mainstream*, ainda que não tanto como agora. Entretanto, não creio que eles realmente tenham entendido a natureza das idéias de Minsky. Estão apresentando os fenômenos recentes como se fossem algo anômalo, apenas uma bolha esporádica ou algo assim, que simplesmente se formou aleatoriamente, talvez durante os últimos dois anos. A análise do que está acontecendo normalmente leva em conta apenas os últimos dois anos: o período relevante para a formação da bolha no mercado imobiliário. Alguns poucos economistas do *mainstream* até aceitam que talvez se deva levar em conta um período um pouco mais longo, desde a bolha da Nasdaq, sete anos atrás.

No entanto, eu acredito que Minsky argumentaria que para entender os fenômenos atuais é necessário se levar em conta todo o período desde pelo menos a desregulação do setor financeiro norte-americano, que começou por volta de 1974. Foi neste ano que começamos a desregular o setor de cadernetas de poupança. Em 1980 foi significativamente alterada a legislação que tratava da regulação deste setor, em resposta à recessão enfrentada pela economia americana, uma vez que se entendia a regulação do setor financeiro como uma das causas da recessão. Pessoalmente, eu acredito que o problema se originou nos anos 1960, quando o FED [banco central americano] assumiu a responsabilidade de controlar a inflação por meio de taxas de juros de curto prazo elevadas. Acontece que todo o nosso sistema financeiro havia se organizado com base numa garantia implícita de que os juros não seriam elevados

significativamente. As instituições financeiras em sua maioria costumavam manter ativos de longo prazo, mas suas obrigações eram majoritariamente de curto prazo. O aumento das taxas de juros pelo FED as tornou insolventes. Bem, vejamos o que aconteceu em 1980: Paul Volker elevou os juros de “overnight” para 21%. Os ativos que as instituições de poupança detinham rendiam apenas 6%. Instantaneamente o setor de cadernetas de poupança se tornou insolvente.

Então os responsáveis pela política econômica disseram: “Bom, o que devemos fazer agora? Devemos desregular o setor de cadernetas de poupança e permitir que eles paguem taxas de mercado em suas obrigações e que recebam taxas de mercado em seus ativos. Desta forma estas instituições passarão a se envolver com uma variedade maior de ativos, não somente hipotecas”. Realmente, as instituições de poupança fizeram o que se esperava delas. E o que aconteceu? Os Estados Unidos enfrentaram a crise do mercado de cadernetas de poupança. Claro! Ao desregular o setor, nós essencialmente assassinamos estas instituições. O que bancos e instituições de poupança aprenderam desta experiência foi o seguinte: manter hipotecas em seus ativos não é algo desejável. Então estas instituições inventaram hipotecas securitizadas no início dos anos 1980. Já em 1987 Minsky escreveu um memorando sobre securitização que demonstrava sua percepção da forma como bancos e instituições de poupança iriam reagir às mudanças regulatórias. Voltemos ao que está acontecendo atualmente. Empréstimos a taxas “subprime”, hipotecas securitizadas... Os bancos e instituições de poupança não mais mantiveram as hipotecas em seus portfólios de ativos. Estas hipotecas foram todas empacotadas e vendidas para fundos de pensão, companhias de seguros e fundos de “hedge”. Deixaram de avaliar seriamente a qualidade de crédito destas hipotecas que haviam sido securitizadas, porque simplesmente deixou de existir motivo para se fazer tal avaliação. Os bancos e instituições de poupança sabiam que não manteriam mais as hipotecas entre seus ativos. Então o problema não foi simplesmente a eventual exuberância do mercado imobiliário. Ainda assim, é esta a forma como a maioria dos economistas ouvidos hoje apresenta o problema: as pessoas simplesmente começaram a pagar valores absurdos por residências pelas quais não podiam pagar. Mas isto não é de fato a causa do problema. Está tudo relacionado às decisões tomadas décadas atrás.

O senhor diria então que uma forma eficaz de lidar com a instabilidade inerente de mercados financeiros é trazer de volta um conjunto de regulamentações mais restritivas?

É preciso sim regular, mas é necessário também supervisionar e oferecer garantias. O problema da estrutura atual é que, na maioria dos casos, nós mantivemos as

garantias, mas reduzimos ou eliminamos as restrições e a supervisão. O resultado é o pior dos mundos possíveis. Existem garantias oferecidas pelo governo para diversas obrigações financeiras. Todos conhecem, por exemplo, o FDIC, que é o seguro federal sobre depósitos bancários até 100.000 dólares. Mas existem também algumas garantias implícitas para hipotecas residenciais. Por exemplo, existe a Fannie Mae (Federal National Mortgage Association / Associação Nacional de Hipotecas), que é um enorme gerador de empréstimos e todos imaginam que, se algum dia for necessário, o governo terá que garantir suas obrigações financeiras. Não somente mantivemos as garantias, mas as expandimos e continuamos a expandi-las. Hoje permitimos que a Fannie Mae realize práticas antes proibidas. Mantivemos todas essas garantias, mas a supervisão e regulação se tornaram mínimas. E mesmo regulações restritivas não são suficientes, se não existir também forte supervisão. O problema é que as coisas mudam muito rapidamente. Você precisaria reescrever as regulações a cada dois meses para adaptá-las às inovações introduzidas pelas instituições financeiras. O supervisor, pelo menos idealmente, seria capaz de manter as regulações em compasso com as inovações financeiras. Mas existe um problema fundamental. Os supervisores provavelmente não serão tão bem remunerados e inteligentes como as pessoas as quais estarão supervisionando. Os incentivos salariais estão todos no setor privado para produzir inovações que permitam às instituições evitar as restrições impostas pelas regulações em vigor, de modo que as instituições privadas serão quase sempre capazes de contratar os melhores e mais competentes analistas. Ainda assim, as agências reguladoras precisam tentar fazer o melhor que puderem.

A impressão que temos é que crises financeiras se tornaram mais frequentes durante as últimas décadas, embora seus resultados não tenham sido tão fortes como em outras épocas. É possível que a presença significativa do Estado na economia e a atuação de Bancos Centrais (tratados por Minsky como *Big Government and Big Bank*) tenha impedido que instabilidades financeiras tenham se transformado em crises econômicas mais graves?

Na maioria dos casos, a presença de governos na economia evita que instabilidades financeiras se transformem em crises econômicas mais severas. Na realidade, a frequência maior com que se observam as crises financeiras é justamente um resultado da não ocorrência de depressões severas. Em outras palavras, o setor financeiro tende a se tornar crescentemente mais frágil [enquanto a economia evita recessões] e as crises financeiras tendem a se tornar mais frequentes e mais graves. O que não ocorre é uma grande depressão que, de acordo com Minsky, simplificaria todo o sistema financeiro, isto é, eliminaria todas as inovações que se mostrassem por demais arriscadas. Durante

uma depressão, os ativos financeiros resultantes destas inovações são eliminados e a fragilidade financeira é reduzida. Por que não ocorre uma grande depressão? Parte da resposta para esta pergunta é o tamanho da participação do governo na economia. Nos Estados Unidos aproximadamente um terço da economia corresponde ao governo. Eu entendo que este valor seja significativamente maior que em países latino-americanos, mas ainda é pequeno se comparado a outros países desenvolvidos. Este fator ajuda a estabilizar a economia porque o orçamento do governo quase sempre se movimenta de forma contra-cíclica, mesmo que as autoridades fiscais não tenham este objetivo em mente. Existe também a atuação discricionária do Banco Central e de outras instituições reguladoras no sistema financeiro. Nos Estados Unidos, não somente o FED, mas outras agências reguladoras são responsáveis por intervir sobre o sistema financeiro. Estas instituições intervêm de modo a evitar que a deflação dos preços de ativos exceda certos limites. Estas políticas estabelecem um piso para até quanto a depreciação de ativos financeiros pode chegar, quanto o valor dos imóveis pode cair e também ajuda a conter estes processos a apenas um setor de cada vez.

O senhor mencionou a importância da atuação de autoridades fiscais e monetárias para o funcionamento estável de uma economia capitalista. Enquanto países desenvolvidos como os Estados Unidos fazem uso de seus significativos orçamentos públicos, como forma de evitar recessões mais severas, países em desenvolvimento como os latino-americanos adotam um ativismo fiscal bem mais modesto. Como resultado, as taxas de desemprego observadas nestes países são significativamente maiores que as observadas em países mais desenvolvidos. O que justificaria a postura dos governos destes países de manter uma política de redução de gastos públicos, apesar das taxas de desemprego elevadas?

É verdade que nos países latino-americanos a participação dos governos na economia é tipicamente menor que em países desenvolvidos. Normalmente a política dos governos destes países se baseia no setor externo como forma de estabelecer o piso e o teto para os níveis de demanda agregada. De certa forma, é possível que tais políticas funcionem nestes países, mas nunca nos Estados Unidos. A economia norte-americana é simplesmente grande demais e normalmente um fator determinante para a *performance* das demais economias do mundo. Quando a economia americana entra em recessão, não é possível esperar que a economia dos demais países nos ajude a sair da crise, pois as chances são grandes dos demais países também estarem enfrentando processos recessivos. No caso de economias como a brasileira e argentina, é possível que a economia se recupere alavancada pelo setor externo em casos de crise. Neste caso, as exportações determinariam o piso e o quanto o nível de demanda agregada

poderia cair. No entanto, eu não creio que esta seja uma política muito inteligente. Ao adotar esta estratégia, os governos dos países latino-americanos passaram a depender profundamente de economias estrangeiras. Por que esperar que sempre que o país entrar em recessão os Estados Unidos aumentarão sua demanda por produtos estrangeiros permitindo a este país superar a crise? Pode até ser que isto ocorra. Mas é possível também que os Estados Unidos enfrentem dificuldades e forcem as economias latino-americanas para uma crise. É muito mais inteligente desenvolver uma política de estabilização macroeconômica voltada para o mercado interno ao invés de depender de economias estrangeiras.

Durante anos o senhor vem advogando por uma política de empregador de última instância em que o governo oferece emprego a todo cidadão desejoso e capaz de trabalhar, como forma de ativismo econômico capaz de produzir estabilidade macroeconômica. Quais as vantagens econômicas de um programa deste tipo? É possível para o governo de um país em desenvolvimento como os latino-americanos implementar um programa destes?

A introdução de estabilizadores automáticos para a economia faz perfeito sentido e um programa de empregador de última instância é um mecanismo estabilizador poderoso. Teria um país como o Brasil a capacidade de implementar um programa como este? Eu acredito que sim. Não há impedimentos técnicos ou financeiros que justifiquem a não implementação de um programa de garantia de empregos. Os únicos empecilhos são políticos. Possivelmente no início da implementação do programa podem surgir dificuldades de se organizar o que pode vir a se tornar um programa bastante grande em pouco tempo. O exemplo recente na Argentina, onde um programa de dimensões grandiosas teve de ser implementado em tempo curtíssimo em virtude da grave crise enfrentada no país é prova de que tais programas são possíveis. Em questão de quatro meses foram empregados dois milhões de pessoas. Isso demonstra que mesmo em um país que enfrentava uma crise social, política e econômica tão grave quanto imaginável, um programa deste tipo pode ser implementado com dimensões grandiosas em relação ao tamanho total da economia com relativo sucesso. E não é necessário implementar o programa todo de uma só vez. É possível avançar em conformidade com a capacidade do governo de gerenciar o programa. Por exemplo, o programa pode começar com uma oferta de 25.000 empregos e este número pode ser incrementado gradualmente até que todo cidadão que queira trabalhar e esteja em condições de desempenhar um trabalho pelo salário oferecido pelo programa tenha sido empregado.

Existem no Brasil programas governamentais de transferência de renda de dimensões significativas. Que diferenças podem ser apontadas entre os efeitos deste tipo de programa e os de um programa de empregador de última instância?

Primeiro, é preciso entender que estes programas não são necessariamente antagônicos. É perfeitamente possível que ambos os programas sejam implementados. De fato, mesmo que exista um programa de garantia de emprego, alguma forma de apoio àquelas pessoas que não podem trabalhar ou que simplesmente não trabalham deve ser oferecida. Ainda será necessário um programa de transferência ou seguridade social que ofereça uma renda básica àqueles que não tenham sido beneficiados pelo programa de garantia de emprego. Os dois programas são complementares. A questão importante é se é possível e eficiente implementar um programa de renda mínima sem que um programa de garantia de emprego exista. Em sociedades capitalistas em que se espera que o indivíduo trabalhe pela sua renda, é necessário que, no mínimo, se ofereça ao indivíduo a oportunidade de fazê-lo. Programas de renda mínima não oferecem ao indivíduo oportunidades diretas de trabalhar por sua renda. Alguém que deseje trabalhar pode ou não encontrar um emprego. Mesmo a Organização das Nações Unidas reconhece em sua constituição o acesso ao trabalho remunerado como um direito fundamental do ser humano. Somente um programa de empregador de última instância pode garantir que todo indivíduo consiga ser empregado se assim o desejar. Além disso, eu não creio que um programa de transferência que ofereça renda a pessoas em condições de trabalhar, ainda que estejam desempregadas, receba da população o mesmo apoio que um programa que pague às pessoas uma renda em troca do desempenho de alguma forma de trabalho. Parece-me que, ao menos nos Estados Unidos, eleitores esperam que as pessoas em condições de trabalhar trabalhem. Assim, um programa de garantia de emprego remunerado deve ser mais atraente aos olhos do eleitorado e, uma vez implementado, deve inclusive fazer com que a população norte-americana ofereça maior apoio a programas de seguridade social do que atualmente, uma vez que a população identificará este programa como oferecendo uma renda àquelas pessoas que verdadeiramente não podem ou não querem trabalhar pelo salário oferecido pelo governo.

Sobre a promoção de estabilidade macroeconômica, um programa de empregador de última instância certamente contribui positivamente para este objetivo. Primeiramente, os gastos com o programa serão sempre contra-cíclicos, enquanto os gastos com programas de renda mínima não. Isto ocorre porque os gastos com o programa de garantia de emprego tendem a aumentar automaticamente durante uma recessão,

porque as pessoas demitidas pelo setor privado serão absorvidas pelo programa de emprego público, acarretando o pagamento de mais salários por parte do governo. Durante expansões ocorre o oposto. As pessoas deixam seus empregos no programa de empregos públicos e são absorvidas pelo setor privado de modo a permitir que a produção agregada seja expandida. O orçamento público tende a se mover contracíclicamente de maneira automática e acredito que mesmo os que apóiam a idéia de que governos devem tentar manter orçamentos equilibrados não se oporiam a mecanismos que garantissem movimentos orçamentários contra-cíclicos. Pelo menos nos Estados Unidos não há objeção a esta idéia. Mesmo aqueles que apóiam que um governo deva equilibrar seu orçamento no longo prazo concordam que durante recessões o orçamento deveria se mover em direção a déficits e durante expansões em direção a superávits. Um programa de empregador de última instância introduz mecanismos que fazem com que o orçamento público se mova nestas direções e, desta forma, ajuda a produzir estabilidade macroeconômica.

Além de contribuir para a estabilidade macroeconômica, um programa de garantia de emprego como o descrito acima introduz uma âncora salarial e, portanto, contribui também para a estabilidade dos preços. Lembremos que há diferentes versões de programas de empregador de última instância. O programa que Minsky defendia e eu defendo oferece o mesmo salário a todos os empregados pelo programa. Este salário se torna o salário mínimo efetivo para a economia, pois empregadores do setor privado terão que oferecer pelo menos o salário pago pelo programa para absorver trabalhadores empregados pelo setor público – ou compensá-los de alguma forma de modo a tornar o emprego no setor privado mais atraente que aquele oferecido no programa do governo. Contanto que o salário do programa seja mantido estável pelo governo, empresas privadas poderão recrutar trabalhadores do programa sempre que estiverem dispostas a oferecer um salário superior ao pago pelo governo. Efetivamente, ao manter constante o salário pago pelo programa, o governo contribui para manter estáveis os salários da camada mais baixa da estrutura salarial da economia. Pode ocorrer alguma pressão sobre os salários da camada mais alta e firmas podem enfrentar dificuldades para encontrar empregados mais bem preparados durante épocas de crescimento econômico. Entretanto, os trabalhadores empregados pelo programa contribuem para reduzir esta pressão sobre salários das camadas mais altas, pois a alternativa a contratar um trabalhador bem preparado num mercado muito competitivo é contratar trabalhadores menos preparados do programa e treiná-los ou modificar o método de produção, de modo a permitir que se utilizem trabalhadores menos qualificados. O programa certamente não aumentará as pressões sobre salários durante uma expansão econômica.

Provavelmente o programa reduzirá as pressões sobre salários, pois empresas privadas passam a ter a alternativa de contratar trabalhadores do setor público mais facilmente. Adicionalmente, o programa ajuda a reduzir pressões negativas sobre os salários durante recessões. Salários não poderão cair além do mínimo estabelecido pelo programa. Portanto, há também mecanismos que estabilizam os processos gerados durante recessões. Programas de renda mínima, por sua vez, não contribuem para a estabilidade dos salários. Tais programas apenas dão renda às pessoas, o que pode se tornar inflacionário. Na verdade, um programa de renda mínima tende a ser mais inflacionário que um programa de garantia de empregos, pois neste último alguns bens e serviços são oferecidos diretamente para a sociedade, enquanto o primeiro não produz bens ou serviços diretamente. Programas de renda mínima podem até estimular a produção privada, mas não geram produção diretamente. Além disso, programas de renda mínima podem produzir inflação de salários, pois consistem no recebimento de renda sem que seja necessário oferecer trabalho de qualquer forma, o que reduz o incentivo a trabalhar e conseqüentemente reduz a oferta de trabalho. Obviamente, se o valor pago por este programa de renda mínima for muito baixo, este efeito será bem pequeno. No entanto, se o valor pago for muito baixo, o efeito desejado de se oferecer um meio de sobrevivência digna à população carente dificilmente será atingido. Se o programa de renda mínima for grande o suficiente para que uma parcela considerável da população possa se manter de forma decente, o efeito sobre o mercado de trabalho tenderá a ser muito elevado, e o programa será muito possivelmente inflacionário.

Normalmente a crítica que se faz a programas de garantia de emprego é que a porção do orçamento público necessária para financiar um programa destes seria simplesmente grande demais, o que reduziria significativamente a habilidade de um governo de manter seu orçamento equilibrado. Certamente, um país onde o governo federal esteja comprometido com a manutenção de um orçamento equilibrado encontrará dificuldades para implementar um programa assim. Como o senhor reagiria a este tipo de crítica?

Em primeiro lugar, não creio que seja correto afirmar que um programa de empregador de última instância seja necessariamente muito grande e cause um aumento demasiado nos gastos do governo. Certamente nos países em que se implementaram programas deste tipo não ocorreu aumento significativo dos gastos do governo. Além disso, todos os economistas que estimaram os gastos prováveis de se implementar o programa nos Estados Unidos sugeriram que o volume de gastos não deveria ser aumentado necessariamente em virtude do programa. Na Argentina, o custo total de implementar um programa relativamente grande foi apenas 1% do PIB. As estimativas

para os Estados Unidos são similarmente por volta de 1% do PIB. Na Índia existe uma província que implementou um programa similar na década de 1960 e o mantém até hoje, e os custos do programa são também em torno de 1% do produto interno. Estes valores são provavelmente superestimados, pois não levam em conta a redução de gastos em outras áreas. Quase todos os que estudam os efeitos do desemprego chegam à conclusão de que taxas de desemprego elevadas geram aumento da violência urbana, distúrbios familiares, problemas de saúde e outras mazelas que acabam gerando gastos para o setor público. Assim, os custos líquidos do programa em nível federal seriam provavelmente muito inferiores a 1% do PIB. Além disso, o programa não precisa ser iniciado como um programa de garantia universal de emprego. O governo pode muito bem implementá-lo gradualmente como um programa de criação direta de empregos. Assim, o governo pode manter os custos do programa sob controle e ganhar a experiência necessária para garantir o seu sucesso no longo prazo.

O programa de empregador de última instância provavelmente não produziria a explosão de gastos do governo. Mas ainda que fosse necessário que o governo ampliasse significativamente os seus gastos para implementá-lo, a sua posição é que nenhum governo de nação soberana deveria se encontrar impedido de realizar gastos pela sua habilidade de arrecadar tributos a não ser que restrições desnecessárias às autoridades fiscal e monetária sejam impostas. Seria a adoção de princípios de responsabilidade fiscal uma grande irresponsabilidade econômica?

É possível que no Brasil o volume de gastos do governo federal seja suficiente. Eu realmente não poderia comentar sobre este aspecto. Se for esse o caso, a questão é de prioridades. Faz sentido que até 8% do PIB brasileiro seja usado pelo governo brasileiro para servir a dívida pública ao invés de se buscar o pleno emprego? Ninguém em sã consciência diria que este tipo de escolha corresponde a uma hierarquia sensível de prioridades: gastar 8% do PIB para pagar serviços de dívida enquanto 20% da população se encontra desempregada. Certamente esta seria uma hierarquia de prioridades louca. É possível que o governo deseje implementar o programa de garantia de emprego enquanto reduz os gastos em outras áreas, se o volume total de gastos públicos for de fato o volume correto [de acordo com a idéia de finanças funcionais desenvolvida por Abba Lerner e defendida por Wray, o volume correto é aquele capaz de produzir pleno emprego sem gerar inflação]. Implementar um programa de empregador de última instância não significa que o volume de gastos públicos será incrementado. Significa apenas que os gastos públicos se tornarão mais contra-cíclicos. Talvez o governo deseje reduzir os gastos não contra-cíclicos – talvez gastos em áreas menos prioritárias, talvez gastos inflacionários – e implementar o

programa ao mesmo tempo. É preciso deixar bem claro que as pessoas que defendem a implementação do programa não defendem necessariamente que os governos gastem mais do que o volume atual. É possível que o volume de gastos do governo seja muito grande, muito pequeno ou correto. O programa pode ser implementado em qualquer das três alternativas.

Mas é possível para um governo aumentar seu volume de gastos? Digamos que o governo não encontre área alguma em que os gastos poderiam ser reduzidos. Em outras palavras, todos os gastos que o governo realiza precisam ser mantidos. Poderia este governo implementar o programa de garantia de emprego? Do ponto de vista financeiro, não haveria problema algum. O governo sempre pode pagar por mais um programa, contanto que utilize sua própria moeda soberana e adote uma política de câmbio flutuante. Neste caso, o governo pode pagar pelos custos do programa adicional, da mesma forma como paga pelos custos de qualquer outro programa: creditando contas bancárias. Podem ser criados procedimentos complicadíssimos que permitem ao governo realizar gastos através do crédito de contas bancárias, ou este processo pode ser extremamente simples se realizado diretamente. No Brasil, como nos Estados Unidos, tenho certeza de que o processo não ocorre diretamente, mas basicamente podemos entender o gasto público como o simples crédito de uma conta em uma instituição bancária pelo governo. Similarmente, o governo arrecada seus impostos pelo débito de contas bancárias. A realização do gasto público e a arrecadação tributária são, desta forma, absolutamente independentes uma do outra. O governo não precisa realizar o segundo para que o primeiro seja financiado. Uma vez que a economia esteja em funcionamento e existam instituições bancárias capazes de criar depósitos, o governo pode tanto aumentar seus gastos sem aumentar a arrecadação tributária como aumentar a arrecadação e reduzir seus gastos. Passado qualquer intervalo de tempo arbitrariamente definido, um economista poderia analisar as ações do governo, tirar a diferença entre os créditos e débitos de contas bancárias realizados pelo governo e constatar que a arrecadação tributária foi superior, inferior ou igual ao volume de gastos. Em outras palavras, poderia ter havido um déficit, um superávit ou o orçamento poderia ter ficado equilibrado. Nada disso faz qualquer diferença em termos da habilidade do governo de creditar uma conta bancária e pagar um salário a alguém. Contanto que haja alguém disposto a trabalhar pelo salário oferecido, o governo pode sempre creditar o salário em uma conta bancária. Isso não significa que superávits ou déficits orçamentários não possam ter impactos importantes sobre a economia. No entanto, esta é uma questão diferente do fato de o governo ser ou não capaz de realizar o pagamento de salários para trabalhadores empregados pelo programa de empregador de última instância através

do crédito de uma conta bancária. Um governo com moeda soberana e câmbio fluante será sempre capaz de realizar o crédito de uma conta bancária e pagar o salário de um trabalhador, esteja o orçamento público equilibrado ou não.

Significa então que os governos não precisam arrecadar tributos ou contrair empréstimos do público para financiar seus gastos?

É importante manter em mente: os governos realizam seus gastos simplesmente creditando e coletam tributos debitando contas bancárias. Se o volume total de gastos do governo for um valor maior que a arrecadação total de impostos, isto é, se existir um déficit orçamentário, o resultado será o crédito líquido de contas bancárias e, conseqüentemente, a expansão de reservas bancárias. Normalmente, a expansão de reservas no sistema bancário pressiona os juros de *overnight* negativamente. Assim que for percebida pelo Banco Central a queda da taxa de juros de *overnight* abaixo da meta por ele estabelecida, a autoridade monetária se verá forçada a intervir através da venda de títulos do governo. Isto se dá de forma automática, não é política discricionária. Assim, o impacto imediato de um déficit orçamentário público é a venda de títulos públicos por parte do Banco Central, de modo a absorver as reservas em excesso e manter a taxa de *overnight* próxima da meta estabelecida pela política monetária. Eventualmente, fosse o déficit continuado por um período mais longo, o Banco Central poderia esgotar o estoque de títulos que pudesse oferecer ao mercado para absorver as reservas em excesso. O Banco Central absorve reservas do sistema bancário através da venda de títulos do Tesouro e não pode, portanto, gerar títulos novos. Os títulos vendidos pelo Banco Central devem ter sido acumulados previamente. Numa situação de déficit continuado, é necessário que o Tesouro e o Banco Central coordenem suas ações de modo que o Tesouro passe a emitir e vender títulos novos. Diferente do Banco Central, não há como o Tesouro esgotar sua capacidade de vender títulos, pois é o Tesouro o originador de títulos públicos novos. O propósito desta venda de títulos pelo Tesouro é justamente absorver reservas em excesso e permitir que o Banco Central continue atingindo sua meta de juros de *overnight*. Não sei se este é o caso brasileiro, mas, nos Estados Unidos, representantes do FED e do Tesouro conversam todos os dias para coordenar as ações destas duas instituições e garantir que alguma combinação de títulos públicos seja vendida pelo FED e Tesouro. Estranhamente, economistas se referem à venda de títulos públicos pelo Banco Central como política monetária, mas se referem à venda de títulos pelo Tesouro como política fiscal. Acredita-se que a venda de títulos pelo Tesouro consista na obtenção de um empréstimo e é provável que até mesmo pessoas que

trabalhem no Tesouro tenham esta visão distorcida. Como economistas, deveríamos ter a imagem completa e enxergar o que de fato são estas operações de venda de títulos públicos: uma operação de absorção de reservas em excesso. Este é o efeito que tem a venda de títulos públicos para a economia.

A venda de títulos públicos ocorre para drenar reservas que foram criadas pelo gasto deficitário do governo. A operação simplesmente não pode ser entendida como normalmente se descreve: “o Tesouro contraiu empréstimos do público para poder financiar o gasto deficitário”. Logicamente, a seqüência tem que ser o contrário: “o Tesouro creditou contas bancárias em excesso e conseqüentemente expandiu o volume de reservas bancárias que precisam ser reabsorvidas, de modo a evitar que a taxa de juros de *overnight* caia”. A reabsorção das reservas ocorre pela venda de títulos pelo Banco Central ou pelo Tesouro. O gasto deficitário tem que ocorrer antes da operação. Não há como ser diferente. Esses processos poderiam até ocorrer de forma simultânea se o Banco Central e o Tesouro pudessem coordenar suas operações perfeitamente e fossem capazes de prever com precisão absoluta quando os cheques do Tesouro fossem ser depositados, estes sendo os pagamentos efetuados pelo governo federal, e quando os contribuintes fossem pagar todos os seus impostos, o que é na verdade determinado por processos bastante complexos na economia, externos ao controle do Tesouro. Se estas coisas todas fossem coordenadas de forma perfeita, as operações de gasto público e venda de títulos ocorreriam simultaneamente. Como é impossível coordenar todos estes fatores – por exemplo, é simplesmente impossível prever o momento exato em que um beneficiário de seguridade social utilizará o cheque recebido do governo ou o momento exato em que um banco que tenha recebido um cheque do Tesouro o apresentará para pagamento, o momento em que os diversos tipos de tributo serão pagos ao governo etc. – não é provável que a venda de títulos e a realização dos gastos do governo ocorra simultaneamente. Existem diversos hiatos temporais envolvidos nestes procedimentos todos e o Banco Central e o Tesouro precisam criar mecanismos complexos para comprar e vender títulos, mover recursos das contas do Tesouro em bancos privados para o Banco Central e vice-versa, de modo a garantir que haja a quantidade correta de reservas bancárias no sistema bancário. Para a teoria econômica, estas complicações podem ser ignoradas. A venda de títulos do governo é sempre uma operação de política monetária independente da capacidade do Tesouro de realizar gastos.

Quais são os efeitos sobre o setor privado do endividamento do setor público? O que ocorre quando títulos de dívida do governo são mantidos por agentes estrangeiros?

A dívida do governo, não importa onde esteja localizado o agente detentor do título público, será sempre um ativo para o setor privado. Quando o governo aumenta seu déficit orçamentário, aumenta também a renda transferida para o setor não-governamental. Esta renda pode ser então acumulada na forma de moeda fiduciária (mantida pelo público ou em encaixes bancários) ou na forma de títulos do governo. A proporção exata do total desta renda acumulada pelo setor não-governamental, mantida na forma de base monetária e títulos, depende das preferências deste setor. Enquanto moeda não paga juros ao detentor da riqueza acumulada, este não é o caso de títulos públicos. Quando o setor não-governamental possui muito de sua riqueza na forma de ativos que não rendem juros, estes ativos são oferecidos no mercado *overnight*, pressionando a taxa de juros negativamente. Quando isto ocorre, o governo fica ciente de que deve ofertar mais títulos de dívida ao setor não-governamental. Assim, é o setor privado quem determina a divisão da riqueza acumulada entre moeda e títulos. A dívida pública total (igual à base monetária mais os títulos de dívida pública) é a riqueza líquida do setor não-governamental acumulada em decorrência do déficit público. Quando o governo pratica superávits orçamentários, o setor não-governamental precisa oferecer uma porção de sua riqueza acumulada como pagamento da porção dos tributos em excesso ao gasto total. Assim, superávits orçamentários produzem a redução da renda e riqueza do setor não-governamental. Aqueles que argumentam que o governo deveria manter seu orçamento equilibrado defendem implicitamente que o setor privado não deveria ser capaz de acumular riqueza financeira. Eu não conheço um único argumento que justifique este resultado como algo desejável. Nos Estados Unidos, apenas em 1837 o governo federal não esteve endividado. Qual foi o efeito desta situação? A economia enfrentou uma depressão severa. Simplesmente não há motivos para se defender que o governo não deva ou não possa estar sempre endividado em relação ao setor privado. Dívidas públicas são a fonte da riqueza líquida do setor privado, e que o setor privado consiga acumular alguma riqueza é normalmente encarado como algo positivo.

É bem verdade que a dívida pública pode ser mantida interna ou externamente. Isto não faz qualquer diferença no que diz respeito à capacidade do governo de honrar seus compromissos de dívida. O título continua sendo uma promessa de pagamento na moeda do governo emissor e, portanto, pode ser sempre honrado. Da mesma forma que efetua qualquer pagamento, um governo soberano pode honrar seus compromissos de dívida simplesmente creditando contas bancárias.

Os governos de alguns países latino-americanos emitiram títulos denominados em dólar. Esta não pode ser uma política inteligente, certo?

Neste caso a questão muda de figura completamente. A minha suspeita é que emitir títulos em moeda estrangeira seja sempre má política econômica. A habilidade de um governo latino-americano de pagar juros em dólares será sempre limitada pela capacidade deste governo de acumular dólares. Neste caso, o pagamento não pode ser realizado simplesmente pelo crédito de contas bancárias, porque em último caso o credor pode exigir que o governo entregue seus dólares forçando o governo a contrair empréstimos em dólares ou tentar trocar moeda doméstica por dólares, estando sujeito às condições do mercado cambial. A capacidade de um governo de realizar pagamentos só é ilimitada no caso destes pagamentos serem realizados na moeda do próprio governo. Uma vez emitidos títulos de dívida denominados em dólar, o governo se vê forçado a obter dólares para honrar seus compromissos de dívida, o que requer que este governo tenha acesso a uma conta no FED.

Vários Bancos Centrais ao redor do mundo adotaram o modelo de metas de inflação como modelo de política monetária. No Brasil, as metas de inflação foram adotadas em 1999 logo após o colapso do modelo de âncora cambial. Seus defensores argumentam que o modelo de metas de inflação é mais eficaz em reduzir pressões inflacionárias que outros modelos monetários porque causa a convergência das expectativas de inflação futura para a meta anunciada. No passado o senhor criticou a adoção do modelo de metas inflacionárias por autoridades monetárias. O que torna este um modelo ruim de política monetária?

Não acredito que tentar reduzir a inflação de preços seja necessariamente uma idéia ruim. Se uma economia enfrenta 20, 30% de taxa de inflação, não é má idéia tentar reduzir esta inflação ou mesmo anunciar metas de inflação para o público. O problema é que o modelo de metas de inflação desenvolvido pelos economistas ortodoxos implica no uso de política monetária como forma de atingir a meta de inflação. No entanto, não há mecanismo identificável que justifique o uso de política monetária para se afetar a taxa de inflação. Na melhor das hipóteses, a idéia de que a autoridade monetária seja capaz de reduzir a inflação através da determinação dos juros de curto prazo é uma esperança tola. Provavelmente, se trata de uma fraude escancarada, uma grande mentira. O Banco Central simplesmente não tem instrumentos que lhe permitam controlar a inflação. Tudo que o Banco Central pode fazer é determinar a taxa de juros de *overnight*. Não se pode ter certeza nem ao menos se de fato uma taxa de juros mais alta produz realmente uma taxa de inflação maior ou menor. Economistas ortodoxos normalmente argumentam que taxas de juros mais elevadas produzem taxas de inflação menores. No entanto, não existe a mínima evidência empírica em favor desta posição ou mesmo uma base teórica consistente que justifique esta idéia. O au-

mento dos juros de *overnight* poderia muito bem aumentar as pressões inflacionárias uma vez que os juros são, de certa forma, como qualquer outro custo de produção. Se não há quem defenda aumentar salários ou o preço dos combustíveis como forma de reduzir a inflação, por que acreditar que o aumento do custo de crédito seria uma forma eficaz de controlar a inflação? Uma hipótese necessária para justificar esta posição ortodoxa é, primeiro, que a elasticidade de juros do gasto agregado seja muito forte. Mas sabemos que isso não é verdade. O investimento agregado certamente não é fortemente afetado pela taxa de juros. Pelo menos no caso norte-americano, a contração de empréstimos por parte de consumidores também não é afetada pelos juros. Trinta anos atrás ninguém imaginaria que consumidores continuariam a tomar empréstimos a taxas de juros entre 18 e 21%. Hoje sabemos que isso não é verdade. Consumidores usam cartões de crédito. É possível que o mercado de hipotecas residenciais seja sensível às taxas de juros, mas mesmo esta hipótese é questionável. O que se observa é que quando os juros são mais baixos, os preços de residências se tornam mais elevados e, como a variável relevante para a decisão do consumidor é o pagamento total mensal e não somente o pagamento de juros, o resultado de variações nos juros sobre a decisão de se contrair empréstimos residenciais se torna indeterminado.

Os defensores da posição de que a determinação da taxa de juros pelo Banco Central pode ser eficiente como instrumento de controle inflacionário esquecem que todo pagamento de juros é ao mesmo tempo receita para algum outro agente. Para todo devedor privado existe também um credor. Assim, é necessário assumir que a propensão marginal a gastar dos devedores é muito maior que a dos credores. Só assim seria justo assumir que a redistribuição de renda em favor dos credores reduziria o gasto agregado. Pelo menos em uma economia em que uma parcela significativa da população é idosa esta hipótese não é realista. Nos Estados Unidos, com tantos aposentados que vivem da renda gerada por seus ativos financeiros, é improvável que o efeito esperado pelos ortodoxos seja observado e que um aumento na renda recebida pelos agentes credores realmente produza a redução do gasto agregado. Outro fator importante normalmente ignorado é que em quase todas as economias do mundo o governo é o maior devedor líquido com dívidas tipicamente da ordem de 50% e em alguns casos 100% do PIB ou até mais. Quando os juros são elevados, há um considerável aumento nos gastos do governo e conseqüentemente um aumento na renda do setor privado, possivelmente estimulando o consumo agregado. Sob hipóteses bastante realistas sobre o tamanho da dívida pública e a propensão marginal a consumir dos receptores de pagamentos de juros, um aumento nos juros pode estimular e não reduzir o gasto agregado. Não só pelo efeito que tem sobre os custos, mas também

pelos efeitos sobre a renda, não há razão para se esperar que o aumento dos juros seja realmente antiinflacionário. Política monetária simplesmente não é a maneira correta de se controlar a inflação. Muito melhor é se utilizar política fiscal. O governo deveria identificar entre seus gastos aqueles que afetam a inflação. Indexação de salários, pensões e preços pagos pelo governo são provavelmente muito mais relevantes para o comportamento dos preços que a política monetária. Para se reduzir inflação deve-se reduzir as taxas de indexação; a taxa de aumento dos preços pagos pelo governo. Estas ações certamente farão muito mais em termos de controle inflacionário.

Mudando um pouco o assunto, como o senhor vê a atitude recente de diversos governos da América Latina, como o de Hugo Chaves na Venezuela, por exemplo, que rejeitaram de forma mais ou menos óbvia as políticas sugeridas pelo Consenso de Washington?

Certamente o abandono das políticas advogadas pelo Consenso de Washington é o primeiro passo necessário para qualquer governo que deseje produzir qualquer tipo de desenvolvimento econômico. Tais políticas foram totalmente equivocadas: eram políticas que engessavam o crescimento, contribuíam com uma distribuição de renda crescentemente desigual, não promoviam a geração de empregos e aumentavam o endividamento externo. Os governos de países em desenvolvimento devem fazer o oposto: reduzir as desigualdades, gerar empregos, aumentar os salários das camadas mais baixas, abandonar qualquer ligação entre suas moedas e o dólar, adotar câmbios flutuantes, fazer uso de suas moedas soberanas, não tomar empréstimos em dólar... Me parece que as políticas adotadas em vários países latino-americanos têm seguido estas diretrizes. Eu acredito que este seja o caminho correto a se seguir.

Finalmente, voltemos a tratar um pouco do programa de empregador de última instância. O Ministério do Trabalho argentino implementou no começo de 2002 o programa *Jefes de Hogar* admitidamente inspirado nas suas idéias sobre um programa de garantia de empregos, em resposta ao colapso econômico de 2001. Que lições podem ser tiradas da experiência argentina com o programa?

Certamente aprendemos muito com a experiência argentina. Aprendemos que é possível implementar um programa muito grande em um curto intervalo de tempo em um país latino-americano que, ainda que relativamente mais desenvolvido, apresenta diversas características comuns aos outros países do continente. O programa foi capaz de gerar um número muito grande de empregos que produziam bens e serviços úteis para a comunidade. Foram realizados experimentos que identificaram que tipos de organizações podem criar os empregos necessários e que tipos de empregos deveriam ser criados. Além disso, foram observados alguns efeitos positivos menos

óbvios que nenhum dos envolvidos na elaboração e estudo do programa havia sido capaz de antecipar. Por exemplo, o programa foi altamente bem sucedido em elevar o status da mulher na sociedade, tornando-a mais envolvida com a vida das suas comunidades e melhorando as suas vidas. Este foi provavelmente o maior benefício produzido pelo programa *Jefes de Hogar*. Infelizmente, as autoridades responsáveis pelo programa não parecem reconhecer esses tipos de benefícios. Eles não parecem considerar um benefício relevante o fato de as mulheres terem uma participação maior no mercado de trabalho. Na verdade, para as autoridades responsáveis, o programa nunca foi encarado como algo permanente, mas apenas emergencial. Como resultado deste entendimento por parte do governo argentino, o programa será gradualmente desativado e substituído por programas de seguridade social para mulheres e seguro desemprego para os homens. Ambos podem se tornar problemáticos. As mulheres [com quem pesquisadores do CFEPS conversaram] simplesmente não desejam retornar ao lar e receber seguro social, e os homens poderão não conseguir encontrar emprego antes de se tornarem inelegíveis para receber seguro desemprego. Se os Estados Unidos realmente enfrentarem uma recessão – e a possibilidade disso ocorrer é grande – e o desempenho econômico global se desacelerar em consequência disso, é possível que a Argentina enfrente uma seriíssima crise de desemprego. Uma das principais lições da experiência argentina é então que é fundamental, como parte da implementação de um programa de garantia de emprego, que se promova o entendimento sobre, além dos benefícios econômicos gerados pelo programa – os mecanismos de estabilização macroeconômica etc. –, o direito humano fundamental ao trabalho. Na Índia, por exemplo, onde um programa de garantia de emprego é operado desde os anos 1960, é central a idéia de que existe um direito fundamental ao trabalho, e se o setor privado não for capaz de gerar emprego para todos os cidadãos, o governo tem a obrigação de fazê-lo. Além dos argumentos econômicos, é necessário desenvolver esta idéia de que um programa como o empregador de última instância é necessário porque garante um direito fundamental ao indivíduo. O reconhecimento deste direito ao trabalho como fundamental evitará que se pressione pelo fim do programa tão logo a economia volte a crescer e o setor privado comece a empregar um número cada vez maior dos que antes estavam empregados no programa. Um programa de garantia ao emprego deve ser mantido não somente pelos seus efeitos econômicos, mas principalmente porque garante um direito que não deveria ser negado a ser humano algum.