

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ISADORA BONITZ SILVA GOMES

A APLICABILIDADE DA MMT AO CASO BRASILEIRO

Uma análise de 2000 a 2019

Rio de Janeiro
Agosto 2021

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ISADORA BONITZ SILVA GOMES

A APLICABILIDADE DA MMT AO CASO BRASILEIRO

Uma análise de 2000 a 2019

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharela em Ciências Econômicas.

ORIENTADOR: Dr. Norberto Montani Martins

Rio de Janeiro
Agosto 2021

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família, meus amigos e meu namorado, por todo o apoio de sempre e pelos momentos de descontração.

Aos professores do Instituto de Economia, por todo o ensinamento, em especial ao meu orientador, Norberto Martins, por toda atenção e dedicação a mim e ao meu trabalho.

RESUMO

O presente trabalho analisa a aplicabilidade da Teoria Monetária Moderna (MMT, do inglês *Modern Money Theory*) ao caso brasileiro, considerando as características macroeconômicas e institucionais vigentes no período de 2000 a 2019. São analisadas as prescrições da teoria e as críticas à sua aplicabilidade a países periféricos, bem como os indicadores macroeconômicos que caracterizam o grau de soberania monetária do Brasil e a institucionalidade do arcabouço de política econômica vigente no país. A hipótese estudada é a de que as prescrições de política econômica da Teoria Monetária Moderna são aplicáveis ao caso brasileiro. Os principais resultados encontrados indicam que o Brasil possui um relativo grau de soberania monetária na concepção da MMT, apesar de ser um país periférico e de sua moeda não estar no topo da hierarquia monetária internacional. Contudo, a rigidez do regime macroeconômico brasileiro, derivada do arcabouço institucional, é incompatível com as prescrições MMTistas, na medida em que impõe amarras à atuação do Estado, comprometendo os objetivos mais relevantes da política econômica nessa visão: o pleno emprego e o desenvolvimento econômico. Assim, argumenta-se que a MMT é aplicável ao Brasil, caso mudanças institucionais sejam realizadas.

Palavras-chave: Teoria Monetária Moderna. MMT. Aplicabilidade. Soberania monetária. Política econômica.

ABSTRACT

This paper analyzes the applicability of the Modern Money Theory (MMT) to the Brazilian case, considering the macroeconomic and institutional characteristics in force during the period 2000-2019. The theory's prescriptions and criticisms of its applicability to peripheral countries are analyzed, as well as the macroeconomic indicators that characterize the Brazilian degree of monetary sovereignty and the institutionality of the economic policy framework in force in the country. The hypothesis studied is that the economic policy prescriptions of the Modern Money Theory are applicable to the Brazilian case. The main results found indicate that Brazil has a relative degree of monetary sovereignty in the MMT conception, despite being a peripheral country and its currency not being at the top of the international monetary hierarchy. However, the rigidity of the Brazilian macroeconomic regime, derived from its institutional framework, is incompatible with the MMTist prescriptions, as it imposes restrictions to the State's performance, compromising the most relevant objectives of economic policy in this view: the full employment and the economic development. Thus, it is argued that the MMT is applicable to Brazil, if institutional changes are carried out.

Keywords: Modern Money Theory. MMT. Applicability. Monetary sovereignty. Economic policy.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Saldo em Transações Correntes (% PIB) acumulado em 12 meses – anual (1999-2019).....	33
Gráfico 2 - Saldo em Transações Correntes (% exportações) – anual (1999-2019).....	34
Gráfico 3 - Estoque da DPFe (bruta) (R\$ bilhões) de 1999 a 2019.....	35
Gráfico 4 - Dívida externa bruta (% PIB) trimestral (1999-2019).....	36
Gráfico 5 - Dívida externa líquida (% PIB) trimestral (1999-2019).....	37
Gráfico 6 - DPF (%) indexada ao câmbio – mensal (2004-2019).....	38
Gráfico 7 - Nível de Reservas Internacionais do Brasil (US\$ bilhões) (1999-2019).....	39
Gráfico 8 - Dívida Bruta do Governo Geral como proporção do PIB e Dívida Líquida do Setor Público consolidado total como proporção do PIB (2001-2019).....	43
Gráfico 9 - Dívida Bruta do Governo Geral como proporção do PIB (anual) e quantidade de títulos vendidos pelo Tesouro em leilões (% total ofertado anual) (2000-2019).....	44
Gráfico 10 - Custo médio da DPMFi acumulado nos últimos 12 meses (% a.a.), custo médio das emissões em oferta pública da DPMFi nos últimos 12 meses e taxa Selic acumulada no mês anualizada (2006-2019).....	45
Gráfico 11 - Quantidade de títulos vendidos em relação ao total ofertado pelo Tesouro (%) (2000-2019).....	46
Gráfico 12 - Detentores da DPMFi (%) anual (dezembro de cada ano) (2007-2019).....	48
Gráfico 13 - Peso dos não-residentes na DPMFi anual (dezembro de cada ano) (2007-2019).....	49

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO 1 – TEORIA DA POLÍTICA ECONÔMICA: DO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO À TEORIA DO DINHEIRO MODERNO (MMT)	14
1.1 PONTO DE PARTIDA: O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO (NMC)	14
1.1.1 Fundamentos teóricos	15
1.1.2 Política econômica segundo o NCM	15
1.2 A TEORIA MONETÁRIA MODERNA (MMT)	18
1.2.1 Fundamentos teóricos (I): Moeda cartalista	18
1.2.2 Fundamentos teóricos (II): Finanças Funcionais	20
1.2.3 Fundamentos teóricos (III): O conceito de “moeda soberana”	20
1.2.4 Fundamentos teóricos (IV): Taxa de juros exógena”	22
1.2.5 As implicações do arcabouço da MMT	23
1.2.6 Política econômica em governos emissores de moeda soberana	25
1.2.7 Política econômica em governos periféricos	26
1.3 SÍNTESE	30
CAPÍTULO 2 – O BRASIL É UM PAÍS DE MOEDA SOBERANA? UMA AVALIAÇÃO EMPÍRICA	32
2.1 AVALIAÇÃO DA RESTRIÇÃO EXTERNA BRASILEIRA	32
2.2 AVALIAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO INTERNO BRASILEIRO	40
2.3 SÍNTESE	49
CAPÍTULO 3 – O ARCABOUÇO INSTITUCIONAL DA POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL PÓS-1999	51
3.1. POLÍTICA MONETÁRIA: REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO	52
3.1.1 Fundamentos teóricos	52
3.1.2 Características gerais do Regime de Metas de Inflação	53
3.1.3 A transição da âncora cambial para o Regime de Metas de Inflação	54
3.1.4 Institucionalidade: características do Regime de Metas de Inflação no Brasil	56
3.1.5 Experiência brasileira do Regime de Metas de Inflação: a condução da política monetária entre 1999 e 2019	57
3.2. POLÍTICA CAMBIAL E MOBILIDADE DE CAPITAIS	59
3.2.1 Institucionalidade do mercado de câmbio	59
3.2.2 Funcionamento do mercado de câmbio brasileiro	62

3.2.3 Gestão da política cambial e dos fluxos de capitais a partir de 1999.....	63
3.3. POLÍTICA FISCAL	67
3.3.1 Relação BCB-Tesouro Nacional	67
3.3.2 Mudanças no regime fiscal e na condução da política fiscal.....	68
3.3.3 LRF e regras fiscais brasileiras: Regra de Ouro, Meta de Resultado Primário e Teto de Gastos	71
3.4. SÍNTESE	73
CONCLUSÃO	75
REFERÊNCIAS	77

INTRODUÇÃO

Em 2020, a crise associada à pandemia da COVID-19 se alastrou pelo mundo inteiro. Configurou-se uma situação nunca antes vista, pois a pandemia afetou fortemente a saúde pública e a economia dos países, além de gerar choques tanto de demanda quanto de oferta. As consequências disso para muitos países foram a queda acentuada do PIB, o aumento do desemprego, o agravamento da situação fiscal (aumento da dívida e do déficit públicos), entre outras. Nesse contexto, ficou claro para o mundo que a pandemia trouxe a necessidade de maiores gastos por parte do Estado a fim de conter o avanço do vírus, de forma que a vida das pessoas pudesse voltar ao normal, e de evitar grandes catástrofes econômicas (RESENDE, 2020a).

No âmbito internacional, as proposições da Teoria Monetária Moderna, ou MMT, vinham sendo debatidas desde o início do século, mas ganharam relevante força após a crise de 2008, quando a experiência do afrouxamento quantitativo veio ruindo a ideia de que emissão monetária necessariamente causa inflação (RESENDE 2019a; 2020b; 2020c).

Ademais, atualmente muitos países já apresentam uma relação dívida/PIB maior que 100% e não enfrentam dificuldades associadas a isso, como o Japão (RESENDE, 2020c). Os supostos malefícios do déficit fiscal estão sendo cada vez mais desmistificados, principalmente por autores da MMT. A principal proposição dessa corrente é que, se um país possui soberania monetária, não precisa temer déficits e altos níveis de dívida pública.

Segundo Deos *et al* (2021), uma certa percepção de que “a teoria macroeconômica convencional está em crise” ocorreu concomitantemente ao aumento da relevância da MMT nos últimos anos no cenário internacional, sobretudo devido ao “fracasso de suas previsões”¹ e à “ineficiência de suas propostas políticas”², de forma que as suas proposições e prescrições passaram a ser questionadas.

Nesse contexto de crescente insatisfação com a macroeconomia *mainstream*, a MMT foi capaz de ir além do debate acadêmico, ganhando atenção nos veículos de informação internacionais e, principalmente, norte americanos, já que ela passou a estar presente também no debate político quando alguns membros do Partido Democrata abraçaram suas ideias e

¹ Não foi capaz de prever a crise de 2008 (DEOS *et al.*, 2021).

² A política monetária não obteve os resultados desejados, se mostrando limitada, enquanto a política fiscal assumiu maior importância, ao contrário do que a teoria dominante recomenda (DEOS *et al.*, 2021).

assumiram que estas estão por trás de algumas de suas propostas políticas, como o *Green New Deal*³ e um programa federal de garantia de empregos⁴ (DEOS *et al.*, 2021).

O esforço a que se dedicam alguns autores da MMT é o de desmistificar algumas ideias e conceitos econômicos entranhados na sociedade pela teoria econômica convencional. Esse exercício permite conceber a política econômica em novas bases, em particular, ressaltar a importância da política fiscal para o sistema econômico como um todo, principalmente para aproximar a economia do pleno emprego. Isso ficou ainda mais intenso em 2020, por causa da necessidade que a pandemia trouxe de os governos resolverem a crise de saúde e evitarem que a crise econômica fosse muito profunda.

No Brasil, o vírus chegou em um momento no qual o país apresentava uma situação fiscal considerada frágil e até “insustentável”, com a economia praticamente estagnada (RESENDE, 2020a). Indo na contramão dos demais países, a equipe econômica brasileira continuou seguindo com seu discurso fiscalista, enfatizando a necessidade de eliminar o déficit fiscal. Contudo, algumas medidas de suporte fiscal foram aprovadas pelo Congresso e postas em prática, especialmente o Auxílio Emergencial⁵.

A situação externa de juros internacionais baixos, juntamente com o contexto interno de Selic historicamente baixa e expectativas de inflação abaixo da meta, permitiriam ao Brasil seguir no caminho de expansão fiscal sugerido pelas organizações internacionais (BARBOSA, 2020a). Entretanto, a ideologia de finanças públicas sadias da equipe econômica é reforçada por algumas regras fiscais auto impostas⁶ que vigoram no país.

Nesse sentido, o debate brasileiro ocorreu entre economistas que, estando de acordo com as recomendações internacionais, defendiam a utilização da política fiscal para dar apoio fiscal aos mais vulneráveis e para combater os impactos da pandemia (DEOS *et al.*, 2020; CONCEIÇÃO *et al.*, 2020; PAULA; MARTINS, 2020; RESENDE, 2020a; 2020c; 2020d;

³ Consiste em um conjunto de propostas que têm o objetivo de enfrentar as pressões ambientais e a desigualdade econômica, a fim de evitar crises climáticas e econômicas.

⁴ Nesse tipo de programa, o Estado oferece emprego para todos que desejam trabalhar e não conseguem uma vaga de emprego no setor privado. O salário pago pelo Estado a esses trabalhadores funcionaria como um salário mínimo e ancoraria todos os outros preços da economia. Esse programa de garantia de emprego seria um forte estabilizador automático da economia e um instrumento de controle inflacionário, uma vez que, ao garantir emprego para todos, o Estado estaria estabelecendo um piso salarial, o qual se tornaria referência para os empregos no setor privado e ancoraria todos os preços da economia (KELTON, 2020; DALTO *et al.*, 2020, p. 187-188).

⁵ O Auxílio Emergencial foi um suporte financeiro concedido pelo Governo Federal aos indivíduos mais vulneráveis, como desempregados, trabalhadores informais e microempreendedores individuais, como forma de amenizar os impactos da crise do COVID-19.

⁶ As regras fiscais vigentes mais relevantes, com destaque para o artigo 164 da Constituição Federal, que proíbe o Banco Central do Brasil de financiar diretamente o Tesouro Nacional, e, principalmente, a regra do teto de gastos, que limita os gastos da União de acordo com a inflação (PIMENTEL; MARTINS, 2020), serão vistas mais adiante, no Capítulo 3.

VILELLA *et al.*, 2020), e os economistas que, sob o pretexto da situação fiscal frágil brasileira e do risco de a dívida pública alcançar 100% do PIB em 2020, defendiam que as medidas de ajuste fiscal e as reformas estruturais deveriam ser retomadas o mais rápido possível (MAIA, 2020; GRANER; PINTO; REZENDE, 2020). Para Loyola (2020), por exemplo, o Brasil só sairá da crise se seguir o caminho das reformas estruturais e do ajuste fiscal.

Como a pandemia inevitavelmente gerou o aumento do déficit fiscal e da dívida pública, outro debate relevante que ganhou força em 2020 foi sobre as formas de financiamento do governo, juntamente com a discussão da flexibilização das regras citadas acima (BRAGA, 2020). Em especial, o debate midiático entre vários economistas de diversas linhas ficou basicamente entre a emissão de moeda ou de dívida, uma vez que o aumento dos impostos aprofundaria a recessão (BARBOSA, 2020b; 2020c; BASTOS, 2020; RESENDE, 2020b).

O que também contornou todo esse debate foi a discussão da maior ou menor participação do Estado, que é essencial em momentos críticos, como o da pandemia, sendo responsável por lidar tanto com a crise de saúde quanto com a crise econômica e, assim, evitar que a paralisação da economia viesse a se tornar uma crise financeira de grandes proporções (LISBOA, 2020; RESENDE, 2020a).

Como a crise da covid-19 ainda não parece ter sido superada, apesar do avanço da vacinação no país, a discussão sobre o arranjo ideal de política econômica para combater os efeitos econômicos e sociais da pandemia coloca-se como uma questão da ordem do dia. Diante dessa conjuntura e da crescente importância da MMT no debate internacional, é essencial que os economistas brasileiros também a debatam, sendo necessário compreender se o arranjo proposto pela MMT, originalmente pensado no contexto americano, é aplicável ao Brasil e quais limitações poderia enfrentar. L. Randall Wray (2019a), um dos seus proponentes mais relevantes atualmente, acredita que isso é possível já que o Brasil emite a própria moeda, independente de ela ser forte ou fraca.

Nesse contexto, a presente monografia tem como objetivo geral analisar a aplicabilidade da MMT ao caso brasileiro, levando em conta as características macroeconômicas e institucionais vigentes no país desde a virada do século XXI. Mais especificamente, busca-se avaliar a possibilidade de caracterização do Brasil como uma economia de moeda soberana e analisar de que forma eventuais mudanças em características macroeconômicas, como o endividamento em moeda estrangeira e a liberalização financeira, e institucionais, como a adoção do teto de gastos, afetam os graus de liberdade da política

econômica interna brasileira – e, portanto, a aplicação das prescrições de política econômica previstas pela MMT. A hipótese subjacente a ser investigada é se as prescrições de política econômica da MMT são aplicáveis ao caso brasileiro.

A metodologia a ser empregada envolve três esforços complementares. Primeiramente, será realizada uma síntese teórica da MMT, contrapondo-a à estrutura básica do chamado Novo Consenso Macroeconômico. Discute-se também as críticas à MMT sob o ponto de vista de países periféricos. Para tal propósito, será realizada uma resenha das principais contribuições ao tema na literatura, identificando os principais elementos teóricos que integram a MMT, a caracterização de países de moeda soberana e suas proposições de política econômica, inclusive sob o ponto de vista da periferia.

Em segundo lugar, será realizada uma análise empírica de indicadores macroeconômicos associados à caracterização da autonomia de política econômica brasileira no período de 2000 a 2019. Busca-se mostrar que o Brasil possui uma moeda soberana, de acordo com as características postuladas pela MMT, e inferir o grau de autonomia da política doméstica. Para isso serão desenvolvidas e analisadas métricas específicas, como, por exemplo, o percentual da dívida pública brasileira indexada ao dólar. As principais fontes de dados para esse exercício serão o Sistema de Séries Temporais do Banco Central do Brasil e as informações do Tesouro Nacional.

Em terceiro lugar, será mapeada a institucionalidade do arcabouço de política econômica vigente atualmente no Brasil a partir de fontes primárias (legislação e normas infralegais complementares) e secundárias (literatura acadêmica) que permitam identificar os principais arranjos envolvidos na operação das políticas fiscal, monetária e cambial. Com isso, busca-se elucidar se o arranjo institucional em vigor no Brasil entra em conflito ou não com as proposições da MMT.

A presente monografia está dividida da seguinte forma. O Capítulo 1 apresenta brevemente as proposições do Novo Consenso Macroeconômico (NMC), que constitui o arcabouço teórico por trás das políticas econômicas vigentes no Brasil, e, em seguida, como contraponto, são apresentados os fundamentos teóricos e as principais proposições da MMT, bem como as críticas à MMT originadas de países periféricos. No Capítulo 2, busca-se estudar os graus de liberdade do Brasil em relação à sua política nacional e se possui dificuldades de se endividar na própria moeda. O terceiro e último capítulo mostra o arranjo institucional da política econômica vigente no país desde 1999, procurando evidenciar em que medida esse arranjo é compatível com as proposições MMTistas. Finalmente, a conclusão sintetiza os principais pontos abordados ao longo do trabalho, os quais nos permitem inferir

que a aplicabilidade da MMT ao caso brasileiro é possível, porém sob a condição de que mudanças institucionais sejam realizadas.

CAPÍTULO 1 – TEORIA DA POLÍTICA ECONÔMICA: DO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO À TEORIA DO DINHEIRO MODERNO (MMT)

A suposta “crise” da teoria macroeconômica convencional, apontada, dentre outros autores, por Deos *et al.* (2021), não encontra respaldo na institucionalidade da política econômica no mundo real. A despeito da incapacidade explicativa de alguns fenômenos por parte dessa teoria, ela continua no DNA dos arcabouços de política econômica adotados ao redor do mundo, em particular, em países em desenvolvimento ou situados na periferia da economia global.

A grave crise socioeconômica trazida pela pandemia suscitou um debate sobre o papel do Estado em outros termos, como apontado na Introdução deste trabalho, tornando crescente o interesse público em alternativas às políticas convencionais. Nesse contexto, a Teoria do Dinheiro Moderno, ou MMT na sigla em inglês, que já permeava o debate público, ganhou força como um arcabouço para orientar políticas econômicas progressistas. Este capítulo se dedica a analisar os principais elementos teóricos envolvidos na análise dessa corrente.

Para tal, se divide em duas seções. A seção 1.1 apresenta brevemente os postulados do Novo Consenso Macroeconômico, de modo que o leitor disponha de uma base de comparação dos arcabouços teóricos. A seção 1.2 apresenta os principais aspectos da MMT, sendo abordados seus fundamentos teóricos, suas principais proposições e recomendações de política econômica para países de moeda soberana e, por fim, uma análise crítica das propostas de políticas MMTistas para os países periféricos. Ao final, apresenta-se uma síntese das principais questões abordadas no capítulo.

1.1 PONTO DE PARTIDA: O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO (NMC)

O arcabouço de política econômica vigente no Brasil desde o início do século atual segue a orientação do Novo Consenso Macroeconômico (OREIRO; PAULA, 2021). Com o propósito de compreender o arcabouço institucional que rege a política econômica brasileira e de fornecer uma base de comparação à qual a MMT irá se contrapor, esta seção apresenta seus princípios e suas prescrições de política de forma sucinta.

1.1.1 Fundamentos teóricos

O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) possui influências de várias escolas neoclássicas, entre elas, a monetarista, a novo-clássica, a novo-keynesiana e a dos ciclos reais de negócios. Segundo Paula e Saraiva (2015), os principais elementos dessas escolas que são incorporados pelo NCM são a taxa natural de desemprego, as expectativas racionais, a neutralidade monetária no longo prazo e o problema da inconsistência temporal da política monetária. Além disso, destaca-se o papel da rigidez de salários e preços, capaz de fazer com que a demanda agregada tenha impactos sobre a atividade econômica no curto prazo.

Sendo seus fundamentos fortemente neoclássicos, Paula e Saraiva (2015, p. 22) caracterizam o NCM como “a nova síntese da teoria macroeconômica convencional” e mostram alguns de seus princípios: (a) a visão monetarista da inflação, que sempre é um fenômeno monetário; (b) a estabilidade de preços é importante para o crescimento econômico; (c) ao contrário da ideia por trás da Curva de Phillips, não há *trade-off* entre desemprego e inflação no longo prazo; (d) as expectativas são um importante canal de transmissão da política monetária e têm forte influência sobre a determinação da inflação; (e) a Regra de Taylor, segundo a qual, diante de uma alta inflacionária, é preciso elevar a taxa de juros; (f) existe um problema de inconsistência temporal da política monetária; (g) um banco central independente tornaria a política monetária mais eficiente; e (h) o compromisso com uma âncora nominal adequada é essencial para o bom desempenho da política monetária.

1.1.2 Política econômica segundo o NCM

Levando em conta seus princípios e suas bases neoclássicas, o NCM estabelece que o principal objetivo da política econômica deve ser a estabilidade de preços, já que considera que o crescimento econômico de longo prazo depende de uma taxa de inflação baixa e estável (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009; PAULA; SARAIVA, 2015).

Nesse arcabouço, a política monetária assume o papel de protagonista da política econômica, sendo usada para evitar desvios do produto em relação ao produto potencial e da inflação em relação à meta. A condução das demais políticas deve estar subordinada aos objetivos de estabilidade da inflação e, de forma secundária, à estabilização do produto (PAULA; SARAIVA, 2015). Nesse arranjo, vigora também um conjunto amplo de regras fiscais que têm como norte as finanças sadias, ou mesmo a redução dos gastos públicos e do

tamanho do Estado. São exemplos a meta de resultado primário, a regra de ouro⁷ e o teto de gastos⁸, que serão abordados mais à frente.

Segundo o NCM, a política fiscal é ineficaz em aumentar o nível de renda. Com uma política fiscal expansionista, por exemplo, o produto se eleva em relação ao potencial e a inflação aumenta em relação à meta, obrigando o banco central a elevar a taxa de juros de curto prazo a fim de manter a inflação na meta e diminuir o hiato do produto⁹. Esse aumento dos juros reduziria o investimento privado, o que acabaria compensando o aumento inicial dos gastos do governo e, portanto, fazendo com que o produto voltasse ao nível de pleno emprego. Em outras palavras, o NCM considera que ocorre o efeito *crowding-out*, que é exatamente quando a elevação dos gastos públicos é compensada pela queda do investimento privado (BALL; MANKIW, 1995). Nesse contexto, “uma política fiscal expansionista, segundo esta escola, levaria a um sobreaquecimento artificial da economia” (VILELLA *et al.*, 2020, p. 11).

Diante dessa lógica, o Regime de Metas de Inflação (RMI) é considerado o regime central para a condução da política econômica, pois tem como objetivo controlar a inflação. Ele possui versões mais flexíveis nas quais a autoridade monetária pode ficar responsável também por objetivos secundários, como a estabilidade do produto em torno da sua trajetória potencial ou até a estabilidade financeira, desde que o objetivo principal, a estabilidade de preços, não fique comprometido (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009; CARVALHO *et al.*, 2012).

Com a adoção do RMI em diversos países, o instrumento da política monetária deixou de ser a expansão da oferta de moeda e passou a ser a taxa de juros de curto prazo. No entanto, um requisito indispensável desse regime é que a autoridade monetária tenha credibilidade na condução da política monetária. O banco central atua com uma “discricionariedade restrita”, pois deve seguir algumas regras (como o cumprimento da meta de inflação), mas também possui certa discricionariedade para reagir frente a eventuais choques na economia. Contudo, sua reação não deve comprometer sua credibilidade a fim de não prejudicar o alcance do objetivo final, que é a estabilidade de preços (PAULA; SARAIVA, 2015; REIF, 2018).

⁷ Regra fiscal que impede o governo de emitir dívida para pagar despesas correntes.

⁸ Regra fiscal que limita os gastos do governo de acordo com a inflação do ano anterior.

⁹ Cabe lembrar que, nessa visão, a taxa de juros é exógena, determinada pelo BC de acordo com a Regra de Taylor, que corresponde a uma função de reação da política monetária e é dada por:

$i_t = r^* + c_1 y^*_{t-1} + E_t(\pi_{t+1}) + c_2(\pi_{t-1} - \pi)$. Essa equação mostra que a taxa de juros de curto prazo (instrumento da política monetária) é determinada pela taxa natural de juros real, pelo hiato do produto defasado, pelas expectativas futuras de inflação e pela inflação passada (REIF, 2018).

O mecanismo de funcionamento do RMI é o seguinte: “a autoridade monetária determina a taxa de juros, que, via demanda, influenciará o nível de produto corrente, que, por sua vez, determinará a inflação do período” (REIF, 2018, p. 10). Se não houver hiato do produto (isto é, se o produto efetivo estiver no nível potencial) e a inflação estiver na meta, a taxa de juros definida pelo banco central será igual à taxa real de juros de equilíbrio.

Por outro lado, se a economia estiver aquecida (desaquecida) e com alta (baixa) inflação, o hiato do produto será positivo (negativo). O banco central adotará uma taxa nominal de juros acima (abaixo) da taxa de equilíbrio, de forma a desestimular (estimular) a demanda (devido às preferências intertemporais dos agentes). Essa queda (elevação) de demanda reduzirá (aumentará) o hiato do produto e, com tal diminuição (aumento), as pressões sobre a inflação serão reduzidas (amplificadas).

Os requisitos para o RMI são: (a) autonomia do banco central para usar seus instrumentos com o objetivo de alcançar a meta estabelecida; (b) manter a situação fiscal sob controle para evitar a dominância fiscal; (c) definir metas de inflação críveis; (d) conhecer e quantificar os mecanismos de transmissão da política monetária (REIF, 2018, p. 13).

Entretanto, o NCM encontrou limites práticos, especialmente a partir de 2008, quando observada a insuficiência da política monetária convencional¹⁰ para estimular a economia de modo a retomar o nível de atividade, especialmente por conta do limite inferior zero da taxa de juros (*zero lower bound*). Nesse contexto, foram necessárias políticas monetárias não convencionais: o principal instrumento da política monetária se tornou o afrouxamento quantitativo (do inglês, *quantitative easing*), uma política que representa uma enorme expansão do balanço do banco central e mudança na sua composição, com a compra de títulos de longo prazo. O objetivo dessa estratégia, adotada pelo Federal Reserve e por outros bancos centrais de países considerados desenvolvidos durante a crise, foi prover grande liquidez para salvar o sistema financeiro.

Com isso, os preceitos do NCM foram postos em dúvida, uma vez que, nesse arcabouço, as compras de ativos pela autoridade monetária não teriam nenhum efeito permanente sobre o nível de atividade. Além disso, sua recomendação para quando a política monetária convencional não fosse efetiva (isto é, quando a taxa de juros estivesse próxima de zero) era a adoção da estratégia de “*forward policy guidance*”, que seria a única capaz de impactar a taxa de juros de longo prazo e, portanto, a demanda agregada. Tal estratégia consiste em a autoridade monetária anunciar explicitamente para o público o caminho que irá

¹⁰ Corresponde à administração da taxa de juros através das operações de mercado aberto.

seguir em relação à taxa de juros, a fim de ancorar as expectativas e evitar surpresas que desestabilizem o mercado (SARAIVA; PAULA; MODENESI, 2017).

Assim, diante da contraposição entre a ineficácia da política monetária convencional e da *forward guidance* em lidar com o aumento da preferência pela liquidez e a efetividade das políticas monetárias não convencionais (as quais mostraram que a base monetária foi capaz de afetar variáveis reais da economia), o arcabouço teórico no NCM passou a ser questionado (SARAIVA; PAULA; MODENESI, 2017), abrindo espaço para arcabouços heterodoxos, incluindo a MMT.

1.2 A TEORIA MONETÁRIA MODERNA (MMT)

A MMT é um arcabouço analítico heterodoxo que busca (a) descrever como funcionam, de fato, as economias capitalistas e o sistema monetário atual, considerando as moedas fiduciárias modernas; e (b) prescrever políticas que evitem a instabilidade financeira e garantam o pleno emprego (KELTON, 2020, p. 8-9; 107-108; DEOS *et al.*, 2019).

Ao tentar desmistificar algumas ideias e conceitos econômicos entranhados na sociedade pela teoria convencional, os autores MMTistas buscam mostrar quais seriam os verdadeiros obstáculos para a condução da política econômica e para atingir o pleno emprego. Nas palavras de Kelton (2020, p. 107):

MMT is not a religion, and it's not looking for disciples to follow some creed. What it offers is a realistic description of how a modern fiat currency works, along with some prescriptive ideas about how to transform that understanding into better public policy. By helping us to see more clearly what the obstacles are (e.g., inflation) and aren't (e.g., running out of money), MMT opens the door to a new way of thinking about how we could run our economy. In almost all cases, it shows us that we have allowed myths and misunderstandings about money, debt, and taxes to hold us back. By tearing down these myths, MMT shows us that it's possible to build a stronger and more secure future for ourselves, our global partners, and future generations.

1.2.1 Fundamentos teóricos (I): Moeda cartalista

Geralmente, os livros textos apontam que a moeda surgiu com o objetivo de facilitar as trocas entre os agentes, eliminando o problema da dupla coincidência de interesses (CARVALHO *et al.*, 2012, p.1-3). Contudo, a teoria estatal da moeda argumenta que a origem do dinheiro está nas dívidas, e não na facilitação das trocas. Ou seja, a moeda seria a representação de uma dívida. Por exemplo, um consumidor poderia demandar uma

mercadoria sem ainda ter obtido os recursos para compra-la, então ele ficaria em débito com o mercado até que obtivesse o crédito para saldar sua dívida (VILELLA *et al.*, 2020).

Ao longo do tempo, vários itens foram utilizados como moeda. Entretanto, não é qualquer coisa que pode funcionar como tal. Como a natureza do dinheiro é a dívida, os indivíduos buscam um bem que facilite a representação das dívidas. Nesse sentido, o essencial para um bem se tornar moeda é que ele seja amplamente aceito pelos indivíduos e, para isso, eles têm que acreditar que os demais agentes também aceitarão aquele bem. Em outras palavras, “a moeda surge como um representante de dívida socialmente aceito” (VILELLA *et al.*, 2020, p. 3) a partir de uma convenção: os agentes aceitam a moeda como representante de dívida porque acreditam que os outros também o farão.

Os proponentes da MMT advogam que o Estado é capaz de influenciar fortemente essa crença dos agentes. Essa visão é o que convencionou-se designar por visão cartalista da moeda. Argumenta-se que a moeda é uma criatura estatal, reforçando-se o papel que desempenha como unidade de conta (DALTO *et al.*, 2020, p.22).

Em geral, os autores ligados à MMT trabalham com uma vertente dessa escola, o Neocartalismo. Segundo essa abordagem, através dos impostos o Estado gera um débito para todos os agentes, o qual deve ser pago por eles. Assim, a moeda estatal se torna aceita porque o Estado impõe uma dívida (os impostos) a todos os indivíduos. Um agente aceita a moeda estatal por saber que os demais também a aceitarão, já que todos têm um débito a saldar com o Estado (DALTO *et al.*, 2020, p.57-58; DEOS *et al.*, 2019; KELTON, 2020, p.18-19; VERGNHANINI; DE CONTI, 2017, p.18; VILELLA *et al.*, 2020).

Nessa narrativa, o Estado tem o poder de definir o que vai ser aceito como moeda ao tributar e de determinar que item irá aceitar como pagamento dos impostos, criando, assim, demanda pela sua moeda (DALTO *et al.*, 2020, p.57-58). Por si só, isso já contradiz a ideia de que a moeda surgiu como mera facilitadora de trocas e de que o Estado está sujeito a alguma restrição financeira (DALTO *et al.*, 2020, p.23).

Nesse sentido, a moeda passa a ter uma origem (o Estado determina a unidade de conta, emite a moeda e a gasta), uma circulação entre os agentes, que a usam com suas funções usuais de meio de troca, reserva de valor e unidade de conta, e um fim, que é a sua destruição ao ser usada pelos indivíduos para pagar seus impostos ao governo (ou para comprar títulos públicos) (VILELLA *et al.*, 2020).

1.2.2 Fundamentos teóricos (II): Finanças Funcionais

A doutrina das Finanças Funcionais, desenvolvida por Lerner, é um importante fundamento teórico da MMT. Segundo essa doutrina, “as finanças públicas deveriam ser utilizadas de modo funcional à economia – para a manutenção do pleno emprego – e não de acordo com alguma regra tradicional, como a de orçamento equilibrado” (VILELLA *et al.*, 2020, p.17). Um resultado orçamentário – seja deficitário, neutro ou superavitário – não é bom nem ruim por si só. Ele deve ser considerado bom e equilibrado se proporciona condições de equilíbrio para a economia como um todo, como pleno emprego e estabilidade de preços (KELTON, 2020, p.33).

Nesse sentido, Lerner faz uma contraposição à visão das finanças públicas sadias e ainda destaca que o governo não possui limitações financeiras para gastar, ou seja, não “quebra” na própria moeda. Assim, a política fiscal deve ser usada de acordo com os recursos reais da economia, e não com um orçamento considerado equilibrado, levando em conta seus efeitos sobre o nível de emprego e a inflação (DALTO *et al.*, 2020, p. 123).

Nesse contexto, o principal objetivo da política fiscal deve ser o de levar a economia ao pleno emprego, evitando situações de inflação ou deflação. Para isso, o governo deve seguir dois princípios: (a) realizar um nível de gastos que faça com que a demanda agregada efetiva seja compatível com o produto de pleno emprego, isto é, o nível de gasto público deve corresponder ao pleno uso dos recursos produtivos, e (b) só deve emitir títulos de dívida (ou, eventualmente, aumentar a tributação) se o público assim desejar, reduzindo a quantidade de moeda em poder do setor privado (KELTON, 2020, p.127; LERNER, 1943; VILELLA *et al.*, 2020).

1.2.3 Fundamentos teóricos (III): O conceito de “moeda soberana”

Para estudarmos a MMT, é crucial definirmos o que é um Estado de moeda soberana. Um Estado com soberania monetária é aquele que tributa e gasta na própria moeda que emite, não prometendo convertê-la em nada que não possa controlar, além de não se endividar, de forma relevante, em outra moeda que não a sua (KELTON, 2020, p.15).

Para um Estado ser monetariamente soberano ele deve possuir essencialmente quatro características. A primeira é ter a capacidade de fixar a unidade de conta na qual os preços e os contratos serão denominados. A segunda é impor uma obrigação coletiva (dívida), por exemplo, impostos, denominada nessa unidade. Portanto, como os indivíduos são obrigados a

pagar os impostos, há uma demanda generalizada pelo bem (moeda) que representa a unidade de conta. A terceira característica é emitir a moeda que representa a unidade de conta criada e que é a única forma aceita como pagamento dos impostos. Por fim, a última é o Estado não prometer converter esse meio de troca (a moeda estatal) em nada que não possa controlar, além de não se submeter a uma dívida relevante em moeda estrangeira. Ou seja, as obrigações do governo devem ser denominadas, preferencialmente, na própria moeda. (DALTO *et al.*, 2020; VILELLA *et al.*, 2020; WRAY, 2019b; DEOS *et al.*, 2019).

Uma consideração importante relacionada ao regime cambial e que deriva da quarta característica acima deve ser feita. O regime de câmbio, conforme Wray (2019b, p. 5), deve preferencialmente se aproximar de um regime flexível. Caso adote o regime de câmbio fixo, a soberania de um país ficaria restringida à sua capacidade de obter a moeda na qual prometeu a conversão a uma taxa fixa. Isto é, a MMT prefere o regime de câmbio flutuante porque ele reduz o risco de insolvência em moeda estrangeira e proporciona um maior grau de soberania monetária, se comparado com o regime fixo.

Nessa interpretação, esse regime garante uma maior autonomia para as políticas monetária e fiscal, já que estas não precisam se preocupar com a acumulação de reservas a fim de manter a taxa de câmbio fixa (DALTO *et al.*, 2020, p. 134-135). Da mesma forma, se o país se endivida em moeda estrangeira, seu espaço de política também fica mais limitado devido à sua necessidade de obter tal moeda para honrar com suas obrigações externas (DALTO *et al.*, 2020, p. 26).

As propostas da MMT são válidas para economias abertas desde que o país tenha soberania monetária. Contudo, o regime cambial e a posição externa da moeda doméstica devem ser considerados, uma vez que são relevantes para a política macroeconômica dos países (DALTO *et al.*, 2020, p. 125). Também é preciso estar atento para o fato de que os países possuem diferentes graus de soberania monetária: um maior grau de soberania monetária é desejável, pois significa que o país tem mais autonomia para adotar certos tipos de política, sobretudo políticas que visem à estabilidade de preços e ao pleno emprego (KELTON, 2020, p. 69).

A posição externa da moeda de um país, ou o quanto sua moeda é demandada internacionalmente, pode implicar uma restrição sobre o saldo em transações correntes (DALTO *et al.*, 2020, p. 145).

Nesse sentido, alguns países com moeda mais forte (e câmbio flutuante) possuem maior grau de soberania monetária, como os Estados Unidos, Reino Unido, Japão, entre outros. No caso de países periféricos, eles podem dispor de algumas das características

apontadas anteriormente, em maior ou menor grau, detendo, portanto, algum grau de soberania monetária. Contudo, deve-se destacar que eles dispõem de menor grau de liberdade em relação às políticas macroeconômicas que podem aplicar (DEOS *et al.*, 2019).

1.2.4 Fundamentos teóricos (IV): Taxa de juros exógena

A abordagem da taxa de juros exógena¹¹ compreende a ideia de que a taxa básica de juros de curto prazo da economia é uma decisão de política. Portanto, ela é definida institucional e exogenamente pela autoridade monetária¹² perseguindo diferentes objetivos finais, como o controle inflacionário, como no caso brasileiro¹³, a busca do pleno emprego ou a estabilidade do sistema financeiro. A justificativa disso:

vem do fato de que a função primordial da moeda é ser o meio de pagamento definido pelo Estado como a forma legal de pagar os contratos, dívidas e impostos. Assim, o único devedor que não tem risco de ficar sem moeda para pagar seus compromissos é o Estado, pois é ele mesmo que emite a moeda. Dessa forma, *a taxa de juros que o Estado oferecer para sua dívida fixará o piso das taxas de juros do mercado*, pois todos os outros devedores naquela moeda têm risco mais alto do que o governo. *É pelo fato de a moeda ser estatal, de cunho forçado*, e não porque a “oferta” de moeda é horizontal, *que o governo fixa a taxa básica de juros*. Afinal, o empréstimo de um dia para o governo, que, por definição, não quebra na própria moeda, que renda qualquer taxa de juros maior que zero, já será preferível que a moeda, que não rende juros. (SERRANO; SUMMA, p. 396; grifos nossos)

A moeda é endógena nessa visão, na medida em que o banco central controla a taxa de juros e não o estoque de moeda na economia. Ou seja, a autoridade monetária atua de forma passiva, ofertando uma quantidade de moeda compatível com a demanda por moeda para dada taxa de juros. Além disso, a taxa de juros de longo prazo (dos títulos públicos) depende da taxa de curto prazo definida pela autoridade monetária. Com isso, ao controlar diretamente a taxa básica, o banco central consegue influenciar indiretamente a taxa de longo prazo (SERRANO; SUMMA, 2013).

No entanto, o fato de a autoridade monetária ser capaz de determinar a taxa básica de juros e de influenciar indiretamente a taxa longa não significa, necessariamente, que ela pode estabelecer qualquer patamar para a taxa de juros, especialmente no caso dos países periféricos. Isso será visto com mais detalhe adiante.

¹¹ Por outro lado, a visão da taxa de juros endógena seria aquela em que a taxa de juros é determinada pela interação da oferta com a demanda por moeda (SERRANO; SUMMA, 2013).

¹² No arcabouço teórico do NCM, que foi visto no início do capítulo, a taxa de juros também seria exógena. Contudo, no longo prazo existiria apenas uma taxa real de juros, a qual seria determinada por poupança e investimento. A essa taxa eles dão o nome de taxa natural de juros (SERRANO; SUMMA, 2013).

¹³ Em especial, é o instrumento de política monetária usado, no regime brasileiro, para controlar a inflação. Ademais, será visto no Capítulo 2 que os agentes privados não possuem influência direta sobre a determinação da taxa de juros de curto prazo.

1.2.5 As implicações do arcabouço da MMT

Uma vez que um governo atenda às condições de soberania monetária, a MMT propõe que um Estado soberano não enfrenta nenhuma restrição financeira em relação a bens e serviços denominados na sua moeda. Ou seja, um país de moeda soberana não enfrenta uma restrição orçamentária e não pode “quebrar” na moeda que emite. O Estado é capaz de sustentar déficits sucessivos – caso sejam necessários para atingir o pleno emprego – e, além disso, pode emitir moeda para pagar suas obrigações e determinar a taxa de juros dos títulos públicos (DALTO *et al.*, 2020, p. 23-24; DEOS *et al.*, 2019; KELTON, 2020; VILELLA *et al.*, 2020, p. 28; WRAY, 2019b, p. 6).

É importante notarmos que o Estado, por ser o emissor da moeda, não depende de arrecadação prévia (seja por meio de impostos ou de venda de títulos públicos) para realizar gastos, isto é, os impostos não financiam os gastos públicos (KELTON, 2020, p. 8). Isso significa que a arrecadação pública não precisa estar equilibrada com as despesas públicas. Inclusive, é o Estado quem tem que realizar primeiro os gastos (que representam criação de moeda) para que os indivíduos, que são meros usuários da moeda (não têm poder de emití-la, diferentemente do Estado), consigam ter acesso a ela e possam pagar os impostos (DALTO *et al.*, 2020, p. 24).

Com essa ideia, pode surgir a seguinte dúvida: se o Estado não depende dos impostos para se financiar, então para que eles servem? Segundo a MMT, os impostos possuem várias funções, entre elas a de criar demanda pela moeda, destruir a moeda e reduzir o excesso de poder de compra na sociedade, mantendo a inflação sob controle (KELTON, 2020, p. 21). Também podem ser utilizados como uma forma de redistribuir renda e de incentivar ou desestimular certos comportamentos.

Usando esse mesmo raciocínio, o Estado soberano não precisa tomar emprestado na própria moeda para financiar seus gastos, mas o faz como forma de controlar a taxa de juros (através da injeção ou retirada de liquidez da economia) ou se o gasto for em moeda estrangeira (que o Estado não emite). Assim, os títulos públicos também não financiam as despesas governamentais; apenas configurariam outro tipo de dívida do Estado, assim como a moeda, mas com a diferença de que pagam uma taxa de juros (DALTO *et al.*, 2020, p. 24; DEOS *et al.*, 2019; KELTON, 2020, p. 22-23).

Dalto *et al.* (2020, p. 84) deixam este ponto muito claro:

A emissão de títulos públicos é uma operação de política monetária, não de financiamento do Governo. Emissão de títulos é uma operação de drenagem de reservas excessivas que provocariam queda na taxa de juros de curto prazo a zero.

Outro ponto importante que a MMT ressalta é que, necessariamente, há um jogo de soma zero entre os balanços do governo, do setor privado e do setor externo. Isso significa que para um desses setores obter superávit, pelo menos um dos outros deve obter um déficit (DALTO *et al.*, 2020, p. 29-30). Isso também implica que os déficits públicos representam superávits para o setor privado (desconsiderando o setor externo). Analogamente, a dívida pública constitui riqueza financeira privada, uma vez que um superávit do setor privado implica um aumento do estoque de riqueza financeira desse setor, a qual é acumulada na forma de moeda ou títulos públicos, aumentando a dívida governamental (DALTO *et al.*, 2020, p.25-26; 36-37).

Tendo isso em mente, fica claro que o déficit público representa ganhos, e não perdas, em termos de riqueza para o setor privado. Em outras palavras, a lógica é a contrária em relação à teoria convencional: quando o governo obtém um superávit, necessariamente o setor privado obtém um déficit, tendo que financiá-lo com endividamento ou com venda de parte da sua riqueza. Nesse sentido, os déficits fiscais são inevitáveis, visto que a manutenção de superávits fiscais é insustentável no longo prazo, pois o setor privado é incapaz de sustentar déficits continuamente, podendo agravar a fragilidade financeira do sistema (DALTO *et al.*, 2020, p. 37; 153-154; KELTON, 2020, p. 54; 65-66).

Kelton (2020) vai além e deixa claro que os déficits fiscais podem e devem ser usados em benefício da economia como um todo, mas, para isso, é preciso desmistificar a ideia de que déficits são problemáticos. Nas palavras da autora:

we can't use deficits to solve problems if we continue to think of the deficit itself as a problem [...] Once we overcome the myths and accept that federal deficits are actually good for the economy, we can pursue fiscal policies that prioritize human need and public interest. (KELTON, 2020, p. 10-12)

Isso não significa, porém, que a MMT defende que não há limites para o gasto público. Seu argumento é de que não há limites financeiros, mas os limites de recursos reais disponíveis são reconhecidos pelos autores (KELTON, 2020, p. 9). Em outras palavras, a preocupação do aumento de gastos (sejam eles públicos ou privados) deve ser com o pleno uso dos fatores de produção disponíveis (DALTO *et al.*, 2020, p. 25-26) e, conseqüentemente, com a inflação.

Kelton (2020, p. 26) destaca que, ao contrário do que se pensa, a ocorrência de déficits fiscais não significa que o governo está gastando demais. Na verdade, a evidência de excesso de gastos seria a inflação. Por outro lado, o desemprego é evidência de que o déficit fiscal é pequeno e, portanto, o Estado precisa gastar mais.

1.2.6 Política econômica em governos emissores de moeda soberana

Segundo a MMT, a política fiscal deve assumir o papel de protagonista, visto que a política monetária não é suficiente para cumprir o principal objetivo da política econômica: levar a economia ao pleno emprego. Assim, o Estado deve utilizar a sua capacidade financeira ilimitada, através de uma política fiscal ativa, para cumpri-lo. É nesse sentido que a MMT incorpora as Finanças Funcionais de Lerner: os gastos do governo devem ser compatíveis com o nível de pleno emprego e um orçamento considerado equilibrado não necessariamente é funcional para esse objetivo.

Segundo Kelton (2020, p. 111):

Transferring the economic steering wheel to the fiscal authority means relying on democratically elected members of Congress to relax the purse strings when bigger deficits can help support the economy and then tighten them back up as the economy reaches its full employment speed limit. This is the essence of the functional finance approach that was pioneered by Abba P. Lerner in the 1940s. Instead of obsessing over deficits and trying to force the budget into balance, Lerner wanted lawmakers to write a budget that would keep the economy in balance at full employment.

Associada à política fiscal, ganha destaque também a prescrição de um programa federal de garantia de emprego, em que o Estado atuaria como um empregador de última instância. Esse programa seria responsável, segundo os autores MMTistas, por garantir o pleno emprego e estabilizar a economia (DALTO *et al.*, 2020, p. 206; DEOS *et al.*, 2019; KELTON, 2020, p. 33-34; VERGNHANINI; DE CONTI, 2017, p. 20).

A ideia do programa de garantia de emprego é que o Estado use sua capacidade financeira ilimitada a fim de oferecer um emprego para todos que desejam trabalhar e não conseguem uma vaga de emprego no setor privado. O financiamento viria do governo federal, que, por ser o emissor da moeda estatal, não poder ficar “sem dinheiro”. As atividades realizadas seriam voltadas para a comunidade. Assim, cria-se um amortecedor de empregos

através do aumento do déficit fiscal, de forma a não permitir que milhões de pessoas se tornem desempregadas em períodos de recessão (DEOS *et al.*, 2019; KELTON, 2020)¹⁴.

É importante ressaltar novamente que a MMT não defende uma irresponsabilidade fiscal no sentido de que o governo pode gastar o quanto quiser. Há limites (não financeiros) para os gastos públicos, que são a disponibilidade de recursos reais da economia e as pressões inflacionárias (KELTON, 2020, p. 9). Portanto, o que seus autores dizem é que quando a economia está próxima do pleno emprego, ou com pouca capacidade ociosa, podem surgir pressões inflacionárias.

Por outro lado, quando a economia está com muita capacidade ociosa de recursos, o Estado tem espaço para aumentar seus gastos e é seu dever usar a política fiscal para aproximar a economia do pleno emprego. Em contrapartida, alguns países (como o Brasil) adotam metas fiscais. Para a MMT, tais metas configuram regras auto impostas desnecessárias que restringem artificialmente o espaço de política e impedem o governo de assumir adequadamente o seu papel de estabilizador das economias capitalistas (DALTO *et al.*, 2020, p. 239-240; KELTON, 2020). Como destaca Kelton (2020, p. 117): “It’s not the size of the debt or deficit that matters. It’s the strain we place on our planet and our productive resources that matters”.

1.2.7 Política econômica em governos periféricos

Como a MMT teve seu desenvolvimento centrado nos países desenvolvidos, sua análise recebe muitas críticas no que diz respeito à sua aplicação aos países periféricos. Contudo, seus autores permanecem defendendo que ela é aplicável também a esses países, desde que possuam uma moeda soberana. Apesar disso, é importante abordarmos algumas diferenças relevantes quando tratamos de países centrais e periféricos.

¹⁴ Entre as diversas vantagens do programa, podemos citar que a economia seria estabilizada mais rapidamente em momentos adversos, sem deixar a renda cair substancialmente, possibilitando também uma recuperação mais rápida e robusta. Isso seria possível porque o programa opera de forma automática, sem que seja necessário esperar o Congresso autorizar um pacote de estímulo fiscal (KELTON, 2020, p. 35). Além disso, a ideia da garantia de emprego auxilia na estabilização da inflação de três maneiras: (a) por ser um programa vigente não só em períodos de recessão, estando sempre em funcionamento, a renda dos agentes fica mais estabilizada, o que suaviza a trajetória da economia como um todo; (b) ao estabelecer um piso salarial (o salário pago aos trabalhadores do programa), que serviria de âncora para todos os demais preços da economia, de forma que o governo seria capaz de reduzir possíveis pressões inflacionárias nas fases de expansão, assim como conseguiria diminuir possíveis pressões deflacionárias nos períodos recessivos; e (c) ao manter um grupo de pessoas contratadas pelo setor público mas prontas para serem contratadas pelo setor privado sempre que este desejar expandir sua produção, evitando pressões inflacionárias (DALTO *et al.*, 2020, p. 187-188 e 206; DEOS *et al.*, 2019; KELTON, 2020, p. 35-36).

Vernengo e Caldentey (2019, p. 3) observam que o que restringe de fato o espaço de política de um país não é precisamente o tipo de regime cambial, mas a sua necessidade de obter moeda estrangeira: como países periféricos normalmente são mais dependentes de suas importações, sobretudo em relação a bens intermediários e de capital (que são essenciais para um processo de crescimento econômico), acabam tendo essa necessidade de obter moeda estrangeira para financiar as importações e, portanto, têm um espaço de política mais restrito. Além disso, quanto maior for a dívida externa do país, maior será a demanda por moeda estrangeira, considerando que o serviço da dívida também será mais elevado, assim como a percepção de risco.

Para Vernengo e Caldentey (2019, p.4):

it is the balance of payments that constitutes the main limitation upon the policy space of developing countries, and the choice of exchange rate regime would increase or decrease policy space depending on certain circumstances.

Isso porque, considerando o balanço de pagamentos, mesmo que um déficit em transações correntes seja equilibrado pela conta financeira e/ou pelas reservas internacionais, isso não significa que ele é sustentável, sobretudo nos casos dos países periféricos. Ademais, ainda que o regime cambial seja flutuante, os países da periferia têm que se preocupar em não sofrer uma fuga de capitais.

Países em desenvolvimento que emitem moeda soberana não podem entrar em *default* na própria moeda, independentemente do regime cambial adotado. No entanto, podem entrar em *default* na moeda estrangeira, mesmo com regime de câmbio flexível, e, por isso, a política fiscal não seria irrestrita, como afirma a MMT. Um déficit em transações correntes que não pode ser financiado, seja por causa de uma saída de capitais, seja por conta de perda de reservas, pode obrigar o governo a ter que realizar uma política fiscal contracionista a fim de reduzir as importações e, conseqüentemente, o desequilíbrio externo (VERNENGO; CALDENTY, 2019).

Outro ponto relevante que os autores mostram é que a MMT não considera uma depreciação da moeda tão problemática quanto realmente é. Segundo eles, Wray afirma que não há necessidade de o banco central intervir diante de uma fuga de capitais ou uma perda de reservas se a taxa de câmbio for flexível, pois, mesmo que isso provoque uma depreciação da moeda nacional, o governo não promete sua conversão em nada. Contudo, isso não parece realista, uma vez que, embora as depreciações resolvam o problema do balanço de pagamentos, normalmente elas também são contracionistas, com efeitos distributivos importantes do ponto de vista interno. Ou seja, se a taxa de câmbio é flutuante, que é a

recomendação da MMT, a economia pode entrar em recessão caso a moeda nacional se deprecie continuamente (VERNENGO; CALDENTEY, 2019).

É nesse sentido que Vernengo e Caldentey (2019, p. 9) argumentam que a preocupação dos países periféricos com suas reservas e fluxos de capitais se deve à necessidade destes de importar certos bens, para que a economia continue operante, e à necessidade de honrar com suas obrigações em moeda estrangeira, e não à conversibilidade da sua moeda: “That is why the proposition that floating rates provide more space for domestic policy should also be qualified. If the depreciation forces a contraction, there is no extra space for policy, in fact” (VERNENGO; CALDENTEY, 2019, p. 9).

Seguindo o mesmo raciocínio, uma política de controle de capitais proporciona mais espaço de política para os países em desenvolvimento, mas, novamente, sua importância se relaciona com a obtenção de moeda estrangeira para honrar com as obrigações e pagar as importações essenciais, e não com a proteção da taxa de câmbio, como assumem os autores MMTistas (VERNENGO; CALDENTEY, 2019, p. 10-11).

Fica evidente, portanto, que os países periféricos precisam investir na transformação de sua estrutura produtiva a fim de aliviar sua restrição externa, isto é, precisam promover uma mudança estrutural que reduza as necessidades de importação e aumente as exportações. Com isso, a necessidade de obter moeda estrangeira será cada vez menor. Nesse sentido, os autores se preocupam com o fato de que, diante de regimes cambiais flexíveis e depreciações, a taxa de câmbio não consiga ser usada para promover esse desenvolvimento industrial necessário para aliviar a restrição externa da periferia (VERNENGO; CALDENTEY, 2019, p. 13-14).

Ademais, há a questão inflacionária. As depreciações cambiais são inflacionárias e os países em desenvolvimento tendem a ter um efeito *pass-through*¹⁵ maior (VERNENGO; CALDENTEY, 2019, p.14). A MMT deixa claro que, no pleno emprego, qualquer gasto adicional é inflacionário. Todavia, a questão aqui é que, para os países periféricos, a inflação se torna um problema mesmo antes de a economia alcançar o estágio de pleno emprego, principalmente em relação à força de trabalho.

Em relação à dívida em moeda nacional, os países em desenvolvimento não podem entrar em *default*, mas, ainda assim, muitos autores discutem a sustentabilidade da dívida doméstica e as restrições que ela pode gerar sobre a política fiscal. Mesmo que a dívida seja

¹⁵ O efeito *pass-through* (ou repasse cambial) se refere aos impactos de variações cambiais sobre a inflação do país. Por exemplo, geralmente quando ocorre uma desvalorização cambial da moeda nacional a inflação aumenta.

em moeda doméstica, os autores apontam que existem limites para a ação do governo, principalmente de natureza política. Por exemplo, há por trás uma questão distributiva relevante, uma vez que os pagamentos de juros da dívida são para os agentes mais ricos. Dessa forma, um alto fardo da taxa de juros é concentrador de renda, pois favorece os mercados financeiros (VERNENGO; CALDENTEY, 2019).

No entanto, há situações em que, para os países periféricos, seria até ruim reduzir o fardo da dívida. As taxas de juros são um instrumento importantíssimo para alguns países que precisam mantê-las elevadas a fim de atrair capitais ou apenas impedir a fuga destes. Ademais, ao aumentar os gastos financeiros, os juros mais elevados fazem com que, muitas vezes, os países em desenvolvimento sejam forçados a adotar políticas austeras, a fim de reduzir eventuais déficits fiscais.

Dessa forma, as políticas de austeridade adotadas pelos países nem sempre são auto impostas. A verdade é que a maioria deles está submetida a algum grau de disciplina do mercado porque precisam importar bens e serviços e, portanto, precisam obter moeda estrangeira. Então, essa situação de necessitar obter moeda estrangeira e, conseqüentemente, precisar manter a paridade do poder de sua moeda é uma regra geral, e não uma exceção, como argumentam os autores MMTistas: “Therefore, in order to overcome the foreign constraint, governments may have either to adopt fixed exchange rate regimes and attract foreign finance, or to limit their growth rate” (VERGNHANINI; DE CONTI, 2017, p. 23).

No caso dos países da periferia:

Still it is possible to do expansionary fiscal policy, of course, unless the BOP constraint was reached, but with higher interest rates, if society is willing to accept the higher interest rate burden and the fiscal transfers to rentiers that it entails. In other words, the interest burden of debt in domestic currency is tied to the external constraint and the need to attract capital, or at least prevent capital flight, even when debt is in domestic currency. (VERNENGO; CALDENTEY, 2019, p. 21).

Por isso, os autores discordam da MMT quando ela afirma que o Estado pode definir qualquer taxa de juros que desejar, desde que o regime cambial seja flexível. Nesse sentido, o que eles buscam mostrar é que, para os países em desenvolvimento, se endividar apenas na própria moeda e adotar um câmbio flutuante pode não ser suficiente para eles deixarem de estabelecer elevadas taxas de juros, sobretudo se considerarmos “a world with high mobility of capital, and international organizations pushing for austerity” (VERNENGO; CALDENTEY, 2019, p. 21).

Seguindo nessa lógica, Vergnhanini e De Conti (2017, p. 16) argumentam que “peripheral countries, in the context of financial globalization, are not fully sovereign in

determining its own macroeconomic policy”. Para isso, usam a ideia da hierarquia internacional da moeda, mostrando que as moedas dos países periféricos não são capazes de exercer completamente suas funções usuais (unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor) no cenário internacional por conta das condições da economia política internacional¹⁶.

Com isso, devemos perceber que os países periféricos não conseguem determinar de forma autônoma suas taxas de juros de curto prazo por dois motivos. Primeiro, como já dito, os ativos denominados em suas moedas pagam um prêmio por causa de sua iliquidez internacional. Segundo, a preferência pela liquidez internacional é o que determina esse prêmio. Como essa variável é instável e tem um reflexo sobre as taxas de juros das moedas periféricas, as mesmas podem se tornar extremamente voláteis (VERGNHANINI; DE CONTI, 2017, p. 25).

A liberdade de implementação de uma política autônoma, portanto, será maior para os países que emitem moedas centrais do que para os países periféricos, uma vez que estes tendem a enfrentar consequências relacionadas à posição internacional de suas moedas. Em suma, tais consequências são: (a) taxas de juros mais elevadas, que compensem a iliquidez internacional de suas moedas; (b) taxas de juros mais voláteis, que são um reflexo da volatilidade da preferência internacional pela liquidez; (c) taxas de câmbio também mais voláteis, resultado da lógica especulativa e volátil que os capitais que entram nesses países seguem; (d) menor autonomia da política fiscal por conta da inserção desses países na globalização financeira (VERGNHANINI; DE CONTI, 2017, p. 27-28).

1.3 SÍNTESE

Neste capítulo, foram apresentados os principais aspectos referentes às teorias que embasam a política econômica no mundo real. Tomou-se como ponto de partida a análise do NCM, visto que o arcabouço institucional da política econômica brasileira se baseia nessa escola. Para essa corrente, o principal objetivo da política econômica deve ser a estabilidade de preços, visto que o controle inflacionário é essencial para um crescimento de longo prazo. A política monetária coloca-se no centro das atenções, com o Regime de Metas de Inflação

¹⁶ Por isso, elas se tornam menos líquidas a nível internacional se comparadas às moedas centrais, o que faz com que os países periféricos tenham que oferecer um prêmio adicional como forma de compensar essa relativa iliquidez para que os agentes demandem suas moedas. “Consequently, interest rates in peripheral countries tend to be higher and volatile. Additionally, the exchange rate is potentially under the pressure of this capital flows movements” (VERGNHANINI; DE CONTI, 2017, p. 16).

configurando o arranjo institucional tido como ideal para a condução da política econômica. No entanto, esse arcabouço teórico se mostrou limitado diante de acontecimentos recentes, a saber, a crise financeira internacional, abrindo caminho para outras visões, especialmente heterodoxas.

Com o objetivo de descrever e desmistificar o funcionamento do sistema monetário atual, a MMT tem como fundamentos teóricos a visão cartalista da moeda, as Finanças Funcionais de Lerner e a noção de moeda soberana. A primeira nos diz que a moeda foi criada pelo Estado e é demandada pelo público pelo fato de existirem impostos estatais. Já Lerner (1943, p. 39-41) destaca que o Estado não “quebra” na própria moeda e, portanto, o foco da política fiscal deve ser promover o pleno emprego, sem negligenciar, contudo, a estabilidade de preços. Um país tem moeda soberana se ele emite a moeda na qual tributa e gasta, não prometendo convertê-la em nada que não seja do seu controle, e apenas se endivida nela.

Nesse arranjo, a principal proposição da MMT é que um Estado soberano não enfrenta nenhum tipo de restrição financeira. Contudo, ainda enfrenta restrições reais associadas à disponibilidade de recursos reais na sua economia, que podem gerar pressões inflacionárias. Além disso, a política fiscal deve ser a protagonista e deve ser conduzida de forma a garantir o pleno emprego, principal objetivo da política econômica. Assim, uma proposta central dos autores MMTistas é a criação de um programa federal de garantia de empregos.

Entretanto, como desejamos analisar a possibilidade de aplicação da MMT ao Brasil, algumas ressalvas relacionadas a países periféricos devem ser destacadas. Na maioria dos casos, estes possuem alguma restrição externa que os levam a ter a necessidade de obter moeda estrangeira. Nesse contexto, muitas vezes políticas de austeridade não são meramente auto impostas, na medida em que tais países estão sujeitos a alguma disciplina de mercado. Além disso, as moedas periféricas não conseguem exercer todas as funções usuais de uma moeda a nível internacional por não possuírem liquidez internacional, o que reduz o espaço de política desses países em relação aos centrais.

Para avaliarmos a condição de aplicabilidade da MMT ao Brasil, algumas de suas especificidades devem ser consideradas, como o seu grau de soberania monetária e sua restrição externa. Estas e outras questões de natureza institucional, que são relevantes para determinarmos se há qualquer tipo de constrangimento à aplicação da MMT no país, serão analisadas nos próximos capítulos.

CAPÍTULO 2 – O BRASIL É UM PAÍS DE MOEDA SOBERANA? UMA AVALIAÇÃO EMPÍRICA

Após analisar as proposições da MMT e algumas críticas à sua aplicabilidade à periferia, faz-se necessário analisarmos em que medida o Brasil, embora seja um país periférico, pode ser considerado um país de moeda soberana, segundo a concepção MMTista, e quais graus de liberdade possui na determinação de sua política interna. Para isso, é imprescindível uma análise empírica do endividamento externo brasileiro, em específico, e das condições de restrição externa do país, de modo geral, e da capacidade de endividamento interno. Além disso, também será discutida a questão do grau de autonomia dos formuladores de política brasileiros para estabelecer a taxa de juros em qualquer patamar.

A seção 2.1 analisa a questão da restrição externa, ao passo que a seção 2.2. aborda outros elementos relevantes para o nosso estudo, relacionados ao endividamento interno, observando empiricamente se as proposições MMTistas de que um governo soberano não possui restrições de endividamento na própria moeda se confirmam. Por fim, a seção 2.3 sintetiza os principais pontos levantados ao longo desse capítulo.

2.1 AVALIAÇÃO DA RESTRIÇÃO EXTERNA BRASILEIRA

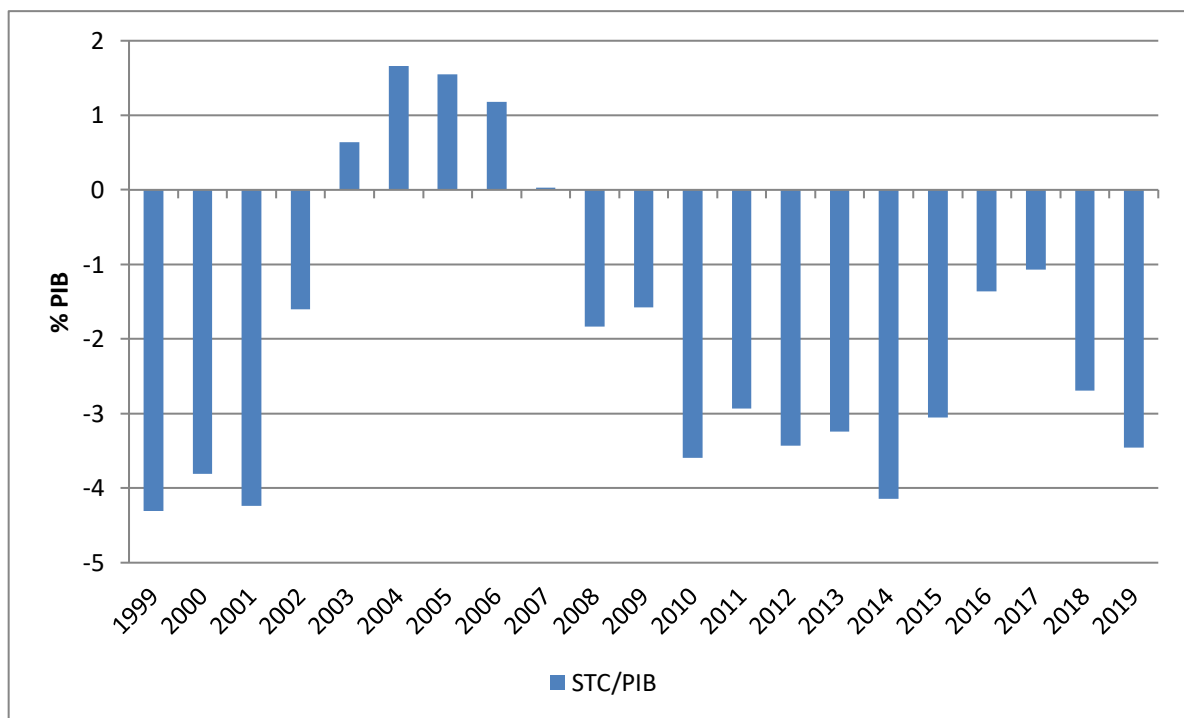
Para avançarmos em nosso estudo, é importante analisarmos em que medida o Brasil possui alguma restrição externa. No passado, a economia brasileira vivenciou dificuldades importantes de financiamento em moeda estrangeira, sendo a maior marca a crise da dívida externa que inaugurou a chamada “década perdida” nos anos 1980. Desde então, o país atende às características básicas que a MMT elenca para classificar um país como país de moeda soberana, mas o grau de autonomia de política econômica continua a depender essencialmente das necessidades que o país enfrenta do ponto de vista de endividamento em outras moedas que não o real. Para tanto, devemos estudar alguns indicadores de restrição externa do balanço de pagamentos e do Estado brasileiro.

O Gráfico 1 mostra o saldo em transações correntes (STC)¹⁷ acumulado em doze meses como proporção do Produto Interno Bruto (PIB), um indicador consagrado na literatura, como indicam Silva e Lourenço (2014).

¹⁷ A conta corrente do balanço de pagamentos abrange a balança comercial – que registra as exportações e importações – a balança de serviços e rendas e as transferências unilaterais. Um país pode ter déficit em

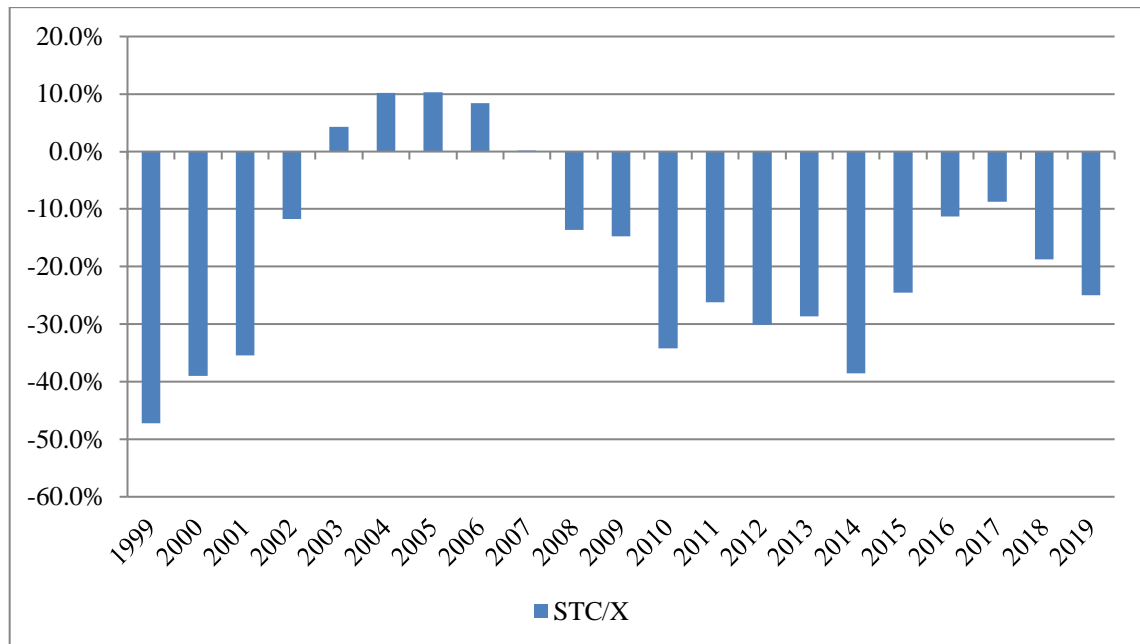
Podemos observar que, no período em questão, o STC somente foi positivo de meados de 2003 ao final de 2007 (ou seja, antes da crise financeira internacional), com declínio a partir de 2005. Isso se deve principalmente à reversão do cenário externo, que passou a ser benigno em 2003, sobretudo em termos do comércio internacional. Já a tendência de queda do STC a partir de 2005 pode ser relacionada à tendência de apreciação cambial do período e ao crescimento do PIB, fatores que estimulam as importações frente às exportações (SILVA; LOURENÇO, 2014). O saldo em transações correntes como proporção das exportações segue a mesma tendência, como pode ser visto no Gráfico 2.

Gráfico 1: Saldo em Transações Correntes (% PIB) acumulado em 12 meses – anual (1999-2019)



Fonte: BCB.

transações correntes, mas superávit no balanço de pagamentos, caso o superávit das contas capital e financeira supere o déficit da conta corrente. Foi o que ocorreu no Brasil a partir de 2007 (SILVA; LOURENÇO, 2014).

Gráfico 2: Saldo em Transações Correntes (% exportações) – anual (1999-2019)

Fonte: BCB.

Entretanto, mesmo após o STC se tornar negativo novamente, no início de 2008, o balanço de pagamentos permaneceu superavitário, na medida em que a conta capital e financeira financiou o déficit em transações correntes. O cenário de maior liquidez internacional e menor aversão ao risco, combinado com a melhora das contas externas brasileiras e os juros internos elevados atraíram capitais estrangeiros, que possibilitaram o financiamento desse déficit e o acúmulo de reservas internacionais, que será visto mais adiante (SILVA; LOURENÇO, 2014).

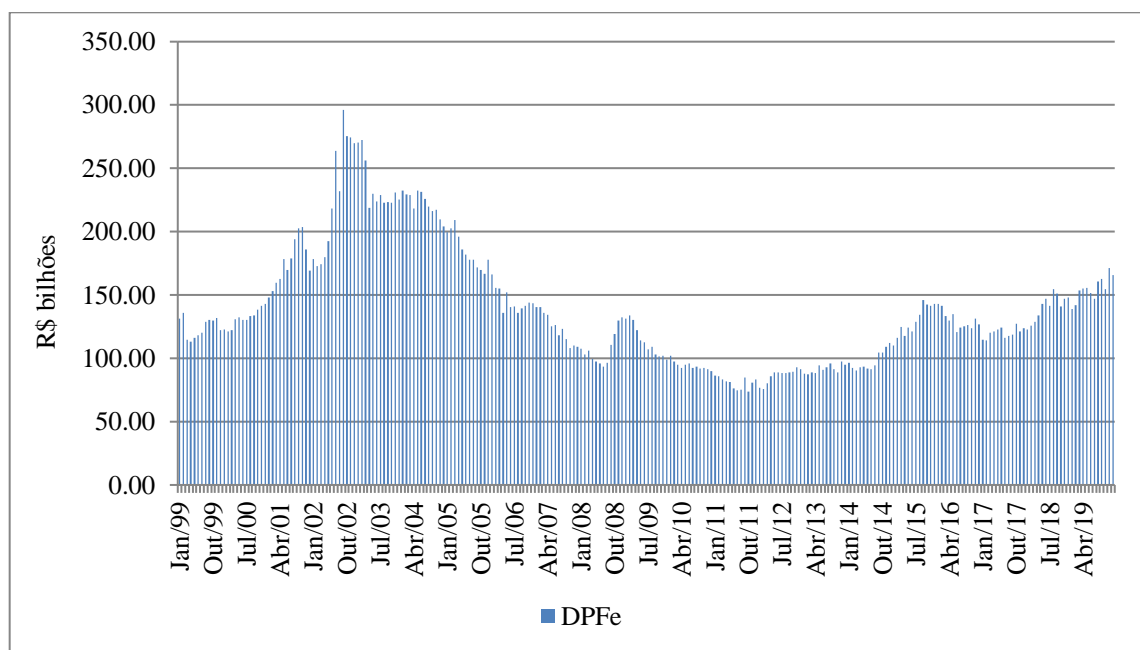
Considerando o período mais recente (última década), esses indicadores tradicionais não apontariam um alívio na restrição externa brasileira. Eles continuam indicando que o Brasil precisa da entrada de capitais estrangeiros para financiar o déficit em transações correntes e, assim, ter um balanço de pagamentos superavitário. No entanto, isso não significa, necessariamente, que o Estado brasileiro se endivida em moeda estrangeira. Ou seja, por si só eles não revelam muita coisa no que diz respeito à restrição externa brasileira, sendo essencial, do ponto de vista da MMT, analisarmos o endividamento externo do Estado brasileiro.

Este sofreu uma grande reversão, como pode ser observado no Gráfico 3, o qual mostra a evolução do estoque da dívida pública federal externa (bruta), que vinha aumentando desde 1999. Esse indicador alcançou o pico de quase R\$ 300 bilhões em 2002 por conta das

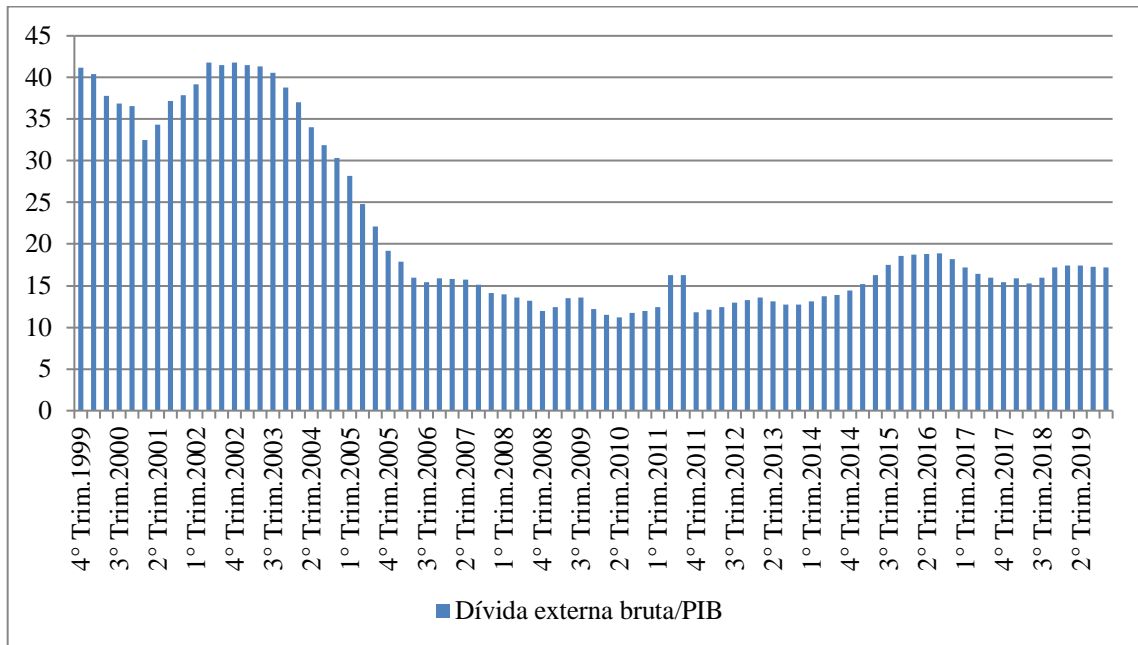
desvalorizações cambiais do período, uma vez que a dívida externa bruta é sensível ao câmbio. Contudo, nos anos seguintes inicia-se um longo processo de apreciação cambial, que faz esse dado iniciar uma trajetória de queda. Essa tendência segue até 2011 (com uma reversão apenas em 2008 e 2009, devido à crise financeira internacional), quando começa um novo processo de desvalorização da taxa de câmbio, fazendo a dívida externa voltar a crescer, porém ainda muito longe do pico do início da década de 2000. O fato mais relevante que esse gráfico mostra é que, ao longo do tempo, a dívida externa brasileira não indica uma maior dependência do país em relação às divisas.

Passando para a análise da dívida externa bruta como proporção do PIB, podemos perceber esse mesmo movimento relevante de reversão do endividamento externo brasileiro. O gráfico revela uma significativa trajetória de queda no terceiro trimestre de 2003 até o terceiro trimestre de 2006, saindo de 40,6% para 15,4% do PIB.

Gráfico 3: Estoque da DPFe (bruta) (R\$ bilhões) de 1999 a 2019



Fonte: Tesouro Nacional, Relatório Mensal da Dívida Pública.

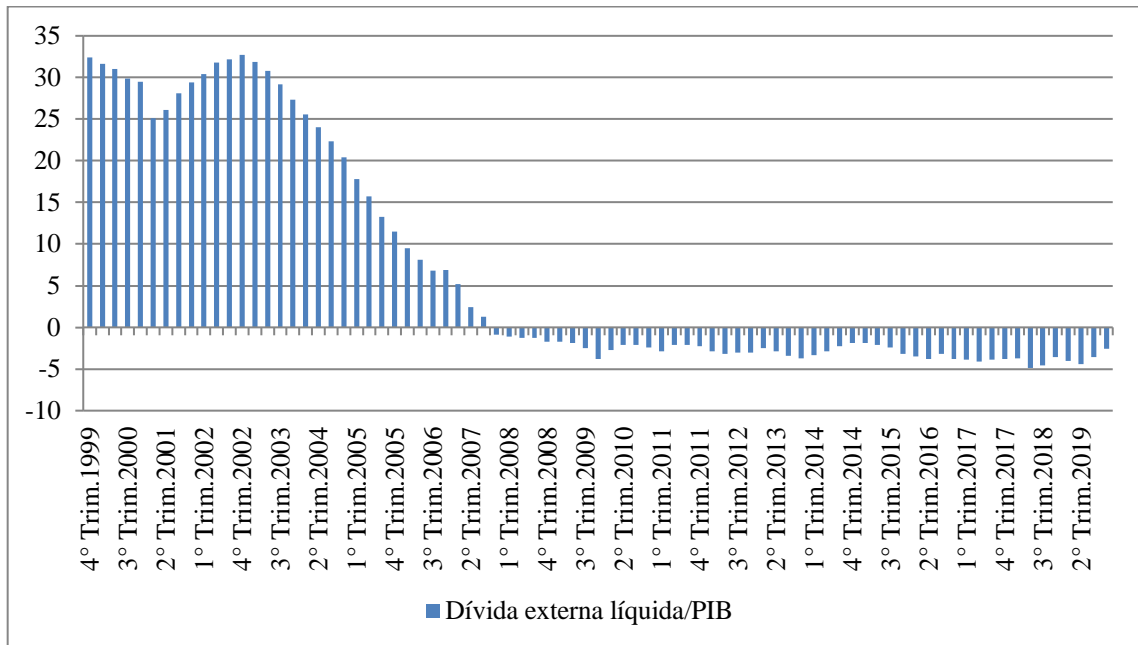
Gráfico 4: Dívida externa bruta (% PIB) trimestral (1999-2019)¹⁸

Fonte: BCB.

Seguindo essa mesma linha, o Gráfico 5 mostra a dívida externa líquida¹⁹ brasileira como proporção do PIB, por trimestre, no período de 1999 a 2019. É possível perceber que, no início do século, o Brasil possuía uma alta dívida externa líquida, a qual correspondia a aproximadamente 30% do PIB. A partir de 2002, essa relação começa uma trajetória de queda até que, em 2007, torna-se negativa, indicando que o Brasil reverteu sua situação externa, passando a ser credor líquido – situação que persiste até os dias atuais.

¹⁸ Dados disponíveis a partir do quarto trimestre de 1999.

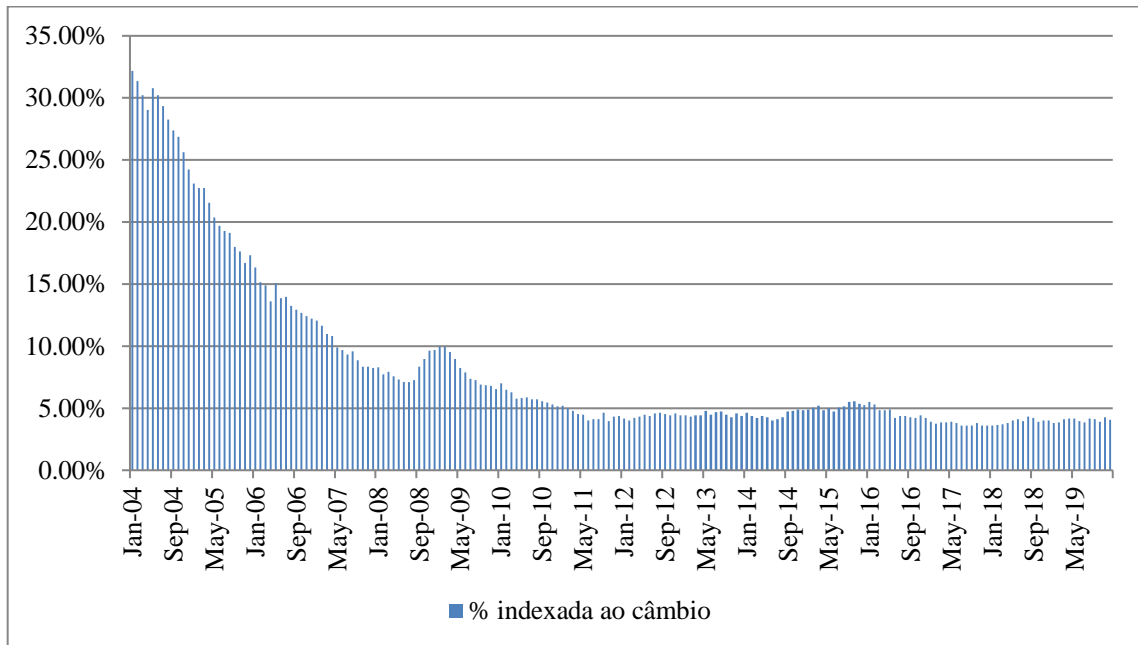
¹⁹ A dívida externa líquida corresponde à dívida externa bruta subtraída das aplicações em moeda estrangeira, estando aí incluídas as reservas internacionais.

Gráfico 5: Dívida externa líquida (% PIB) trimestral (1999-2019)

Fonte: BCB.

Ou seja, ao analisarmos os dados, podemos perceber que a dívida externa bruta caiu ao longo da década de 2000 e permaneceu abaixo dos 20% do PIB na década seguinte. Já a dívida externa líquida caiu mais ainda, devido à queda significativa da dívida externa bruta e ao processo de acúmulo de reservas internacionais no período em questão. Do ponto de vista do Estado brasileiro, isso indica uma menor necessidade de obtenção de moeda que ele não emite, portanto, conferindo maior grau de liberdade à política econômica brasileira.

Outro movimento relevante para a nossa análise, que ocorreu no mesmo período, foi a redução do peso dos títulos indexados ao câmbio na composição total da dívida interna. O Gráfico 6 evidencia essa redução da participação dos títulos indexados à taxa de câmbio no total da DPF, sobretudo no período de 2004 a 2011 (com exceção em 2008 e 2009). Após isso, esse peso se manteve abaixo dos 5% em grande parte do período.

Gráfico 6: DPF (%) indexada ao câmbio – mensal (2004-2019)

Fonte: Tesouro Nacional, Relatório Mensal da Dívida Pública.

Por fim, o Gráfico 7 mostra o nível de reservas brasileiras ao longo dos últimos anos, desde 1999, quando o “tripé” macroeconômico foi implementado. O que se destaca nesses dados é o forte aumento das reservas internacionais brasileiras a partir de 2006, resultado da política de acumulação de reservas²⁰ adotada nesse período, que deixou o país em uma situação confortável no que diz respeito às suas reservas até os dias de hoje.

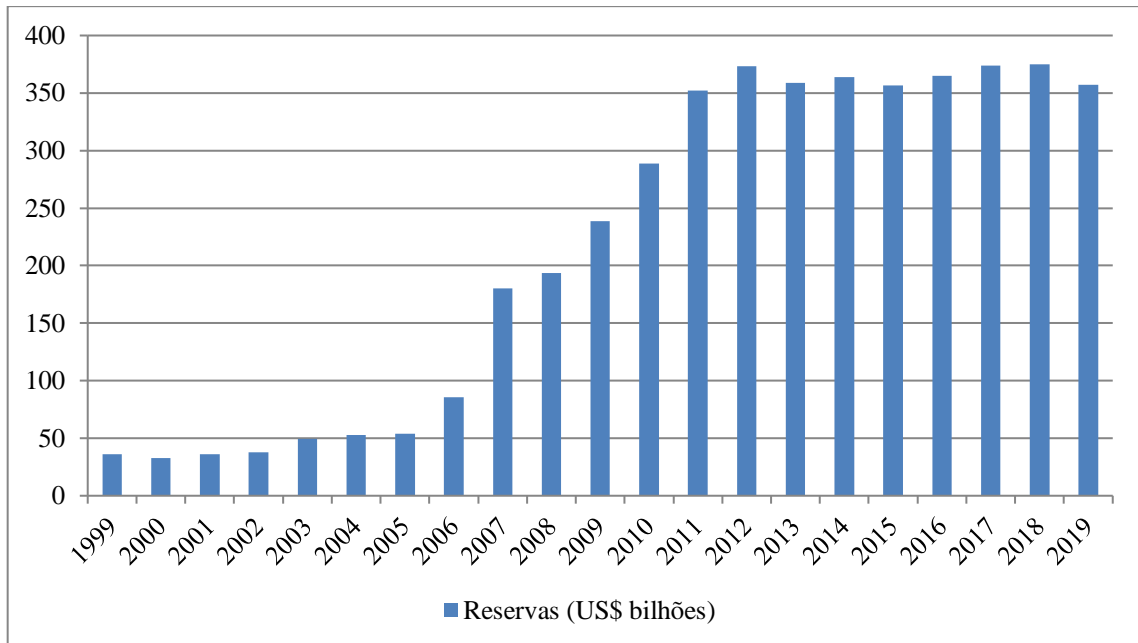
Essas reservas de divisas são relevantes especialmente para países periféricos, na medida em que proporcionam maior espaço de manobra para as políticas domésticas e aliviam possíveis restrições externas encaradas pelo país. Como o Brasil adota um regime cambial de flutuação suja, esse alto nível de reservas permite que o BCB intervenha, quando julga necessário, no mercado de câmbio a fim de evitar variações muito bruscas na taxa de câmbio, reduzindo sua volatilidade.

Considerando os dados analisados, podemos assumir que o governo brasileiro não se endivida de forma relevante em moeda estrangeira e a dívida pública interna é pouco

²⁰ Essa estratégia foi possível graças ao bom desempenho da balança comercial brasileira e às condições favoráveis nos mercados financeiros internacionais (PRATES, 2010). Isso será visto com mais detalhes no próximo capítulo. Na verdade, essa política de acúmulo de reservas começou em 2004, mas o volume das reservas brasileiras só passou a aumentar significativamente a partir de 2006, após o governo ter quitado sua dívida com o FMI no ano anterior.

indexada ao comportamento do câmbio, então, de acordo com a MMT, sua autonomia de política interna não fica comprometida como já foi no passado²¹.

Gráfico 7: Nível de Reservas Internacionais do Brasil (US\$ bilhões) (1999-2019)



Fonte: BCB.

Ou seja, do ponto de vista da restrição externa, que seria a principal restrição ao crescimento enfrentada por países periféricos, a aplicabilidade da MMT ao Brasil não seria um problema. Além disso, o alto nível de reservas internacionais obtido com a estratégia de acumulação de reservas confere certa margem de manobra para o governo brasileiro em termos de autonomia política.

Essas características conferem ao Brasil algum grau de autonomia na definição da taxa de juros, embora ao considerarmos questões mais estruturais, o país não possa colocá-la em qualquer patamar. Como abordado no capítulo anterior, existe uma hierarquia internacional das moedas e o real não se encontra no topo, o que afeta a sua determinação do nível da taxa de juros. Para a maioria dos países periféricos, incluindo o Brasil, há um piso para os juros internos, dado pela soma da taxa de juros internacional, isto é, a taxa americana (*Federal Funds rate*), do risco-país e da expectativa de desvalorização cambial (BASTOS *et al.*, 2020; JORGE, 2020). Nesse sentido, o Brasil possui graus de liberdade e espaço de manobra, mas

²¹ Evidentemente, como vimos no capítulo anterior, outros elementos também são relevantes para determinar se um país possui moeda soberana ou não, como o regime cambial. Veremos, no próximo capítulo, que o regime cambial brasileiro é de flutuação suja, o que também não compromete a soberania monetária.

não possui uma liberdade plena como os EUA, em função da própria restrição externa e dos impactos que eventuais desvalorizações cambiais podem ter sobre a economia local.

2.2 AVALIAÇÃO DO ENDIVIDAMENTO INTERNO BRASILEIRO

Agora, faz-se necessário analisarmos alguns dados do endividamento interno do Estado brasileiro. Como vimos no capítulo anterior, a emissão de dívida não é uma operação de financiamento dos gastos do governo, mas uma operação de política monetária utilizada para influenciar a taxa de juros, bem como uma forma de oferecer ativos alternativos para o setor privado (JORGE, 2020). O Brasil nunca passou por um processo de dolarização formal na sua história econômica contemporânea, mas já teve dificuldades na colocação de ativos denominados em moeda local – o que, por exemplo, fomentou a necessidade de uma “moeda indexada”, ou dívida indexada, no período de alta inflação. Entretanto, após a parcial estabilização inflacionária na década de 1990, a realidade do país é atender às condições básicas de uma economia de moeda soberana. Cumpre, porém, analisar como evoluíram as condições de endividamento interno do Estado brasileiro.

O esquema de funcionamento entre o Tesouro Nacional, o BCB e os bancos comerciais será analisado com mais detalhes no próximo capítulo. Adianta-se que o fato de um gasto público representar um débito na Conta Única do Tesouro²² (mantida no BCB) gera a errônea ideia de que os gastos do governo dependem de um crédito nessa conta, seja por arrecadação de impostos ou por emissão de títulos. No entanto, as operações de gastos quase nunca ocorrem simultaneamente às operações de coleta de recursos.

Nesse sentido, Jorge (2020, p.47) argumenta que essa ideia de que os gastos públicos dependem de financiamento está errada, uma vez que os recursos sempre voltarão para a Conta Única, mesmo que não seja de forma simultânea aos gastos e mesmo que haja déficit fiscal. Isso ocorre essencialmente por três motivos, segundo a autora. O primeiro é que os bancos sempre irão preferir demandar títulos públicos, que rendem determinada taxa de juros, a manter reservas bancárias, que não possuem rendimento. Se o governo gastou mais, os bancos terminarão com mais reservas bancárias em mãos e a decisão mais racional e lucrativa para eles é trocar essas reservas por títulos públicos.

O segundo motivo é que existe um marco legal que garante que a autoridade monetária sempre terá títulos públicos suficientes para conduzir a política monetária, de forma que ela

²² O funcionamento da Conta Única do Tesouro será melhor detalhado e compreendido no terceiro capítulo.

consegue prover liquidez infinita em termos de títulos públicos no mercado aberto, o que os reforça como ativos lucrativos e de alta liquidez e, portanto, sempre serão demandados por investidores. Isso está atrelado ao fato de que o BCB deve perseguir a meta da taxa de juros de curto prazo, o que é feito por meio de um gerenciamento diário de liquidez no mercado aberto. Assim, o BCB deve controlar quaisquer pressões que surjam nesse mercado.

O último motivo seria a existência do sistema de *dealers* primários. Os *dealers* são instituições financeiras que são obrigadas a participar e dar lances nos leilões primários do Tesouro. Assim, sempre haverá ofertas pelos títulos do Tesouro, e este poderá aceita-las ou não, de acordo com as taxas exigidas por esses *dealers*. No entanto, o contrário não ocorre, isto é, os *dealers* não podem meramente se recusar a fazer os lances e o mercado não pode não aceitar os títulos. Quem tem o poder de aceitar ou não a oferta é exclusivamente o Tesouro.

Em suma:

Consequently, given the Brazilian institutionality and the unique role played by the government debt in wealth allocation by the private sector, the government will always be able to pay for goods, services, and its maturing debt denominated in its own currency, and therefore, there is no risk of default in sovereign debt. The role of Central Bank purchasing Treasury debt in the secondary market provides infinite liquidity for it. This fact, reinforced by the Primary Dealer System, guarantees an elastic demand for primary auctions. (JORGE, 2020, p. 50).

Jorge (2020) também destaca alguns aspectos institucionais que conferem graus de liberdade ao Tesouro Nacional e garantem que este tenha mais poder de barganha no mercado de dívida pública do que o setor privado, de forma que ele não fica “refém” do mercado e as operações de emissão de títulos não são comprometidas. Alguns desses aspectos têm a ver com a flexibilidade do Tesouro para ajustar sua estratégia de emissões, conforme o Plano Anual de Financiamento (PAF), que elabora diversos cenários da conjuntura econômica, o que, por si só, já dá graus de liberdade para o Tesouro operar (JORGE, 2020).

Além disso, o Tesouro tem liberdade para ajustar o que havia sido previamente planejado para o ano em relação às datas dos leilões, aos títulos a serem negociados, seus vencimentos e ao volume total de emissões, sendo que tudo isso confere maior liberdade para o gestor da dívida. Ele observa a conjuntura econômica e as condições do mercado e pode decidir realizar leilões não previstos, pode não realizar os leilões previstos, ou até realizá-los, mas não aceitar nenhuma oferta, normalmente com o objetivo de evitar o aumento do custo da dívida pública (JORGE, 2020, p.50-51). Contudo, todas essas alterações no planejamento devem ser divulgadas e justificadas, o que confere maior transparência para a gestão da dívida

e, novamente, permite maior liberdade para o Tesouro, de forma que o custo da dívida não fica “refém” das vontades e interesses do mercado.

Outro elemento que confere maior grau de liberdade para o Tesouro Nacional é a reserva de liquidez, também chamada de “colchão da dívida”, que consiste em recursos depositados na Conta Única que proporcionam certa flexibilidade de atuação frente a adversidades e volatilidades do mercado de títulos (JORGE, 2020). Esses recursos podem ser usados:

to pay the debt and allow the National Treasury to anticipate periods of greater concentration of maturities, wait to not sanction high risk premiums demanded by the market in times of instability and honor eventual contingent liabilities (JORGE, 2020, p. 51).

A institucionalidade brasileira apresenta algumas regras auto impostas que restringem a capacidade de gastos e de emissão de dívida por parte do governo ao impor limites às despesas públicas, como a regra de ouro e a regra do teto de gastos, as quais serão vistas com maior detalhamento no próximo capítulo. No entanto, a atuação do Tesouro não é restringida pelo mercado, uma vez que vimos os diversos graus de liberdade que ele possui.

Portanto, o fato é que, devido a todos os aspectos abordados, o Tesouro possui maior poder de barganha do que o setor privado no mercado de dívida pública e, por conseguinte, não fica sujeito às vontades e interesses privados. Esse ponto é bastante enfatizado por Jorge (2020, p. 52):

Even with all the restrictions on the expense side, the rules described above for the issue of securities reflect that the Treasury has bargaining power and real ability to define the direction of the market, whether through extraordinary auctions, the option not to hold auctions, the possibility of official strategy review and the use of liquidity cushion.

A autora mostra diversas evidências que corroboram esse argumento ao apontar que, nos últimos anos, o Tesouro não sofreu nenhum tipo de veto à emissão de seus títulos ou qualquer pressão altista persistente sobre as taxas de juros, conseguindo vender com êxito seus títulos. Ou seja, não há “*bond vigilantes*”²³ e o mercado não possui poder de barganha para ameaçar de qualquer maneira o Tesouro Nacional. Além disso, nem mesmo os

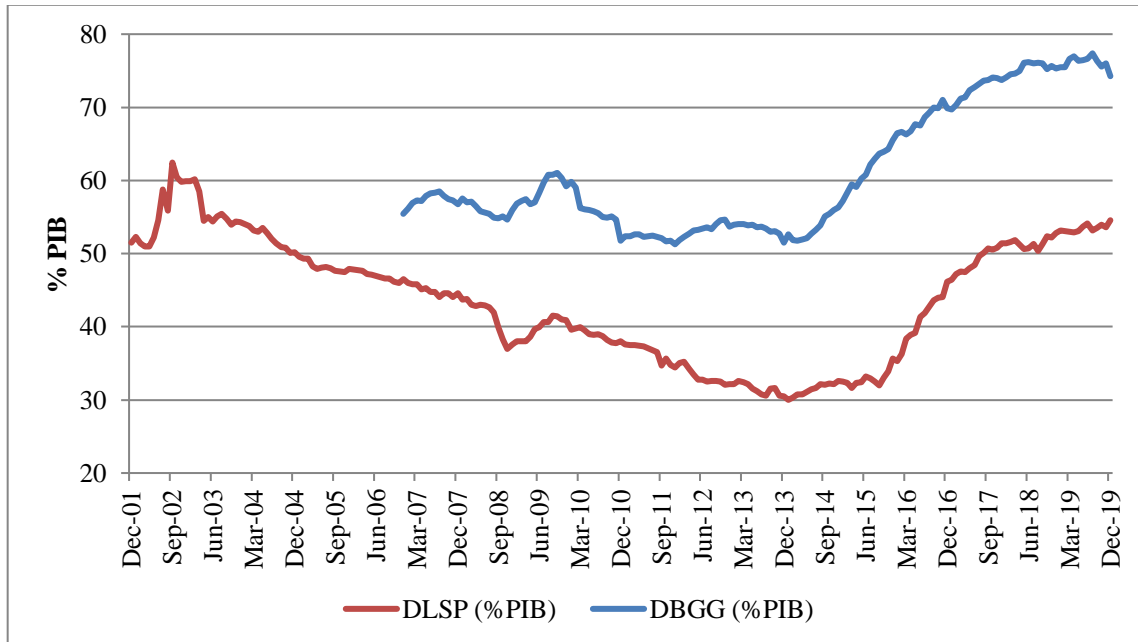
²³ “We should stress that the expression “bond vigilantes” refer to the idea that bond buyers (mainly private financial sector) can react to the deterioration of fiscal variables, pressuring to not finance the government or to corner the Treasury and impinge long term interest terms hikes. As mentioned before there is no substitute for Treasury bonds in terms of combination of liquidity and remuneration. However, it is not the same to say that the definition of the basic interest rate by the Central Bank, and hence the interest rate of treasury bonds, has no structural constraints. In a developing country there is a floor given by the Federal Fund Rate plus country risk and expected rate of devaluation. Interest rates also play an important role through capital inflows and exchange rate control to curb inflation.” (JORGE, 2020, p. 53).

*downgrades*²⁴ que o país sofreu, com perda do grau de investimento, foram capazes de gerar pressões ou mudanças persistentes sobre as taxas de leilão ou sobre a quantidade de títulos vendidos.

Como vimos, se o Tesouro não quiser pagar determinada taxa por considerá-la muito elevada, ele possui poder de barganha para rejeitar as ofertas do mercado e, mesmo que não venda nenhum título, o BCB atuará drenando o excesso de reservas no mercado interbancário a fim de manter a taxa de juros na meta.

O Gráfico 8 mostra a evolução do endividamento interno brasileiro nos últimos anos (2001 a 2019) e o Gráfico 9 utiliza a metodologia de Jorge (2020), baseada em uma análise empírica dos leilões primários do Tesouro Nacional ao longo dos anos 2000, e que compara o comportamento do endividamento com a quantidade de títulos públicos vendidos em relação à quantidade ofertada pelo Tesouro, sendo esta uma *proxy* da “aceitação” do mercado e uma medida de “facilidade” de colocação dos títulos pelo Tesouro,

Gráfico 8: Dívida Bruta do Governo Geral como proporção do PIB e Dívida Líquida do Setor Público consolidado total como proporção do PIB (2001-2019)²⁵



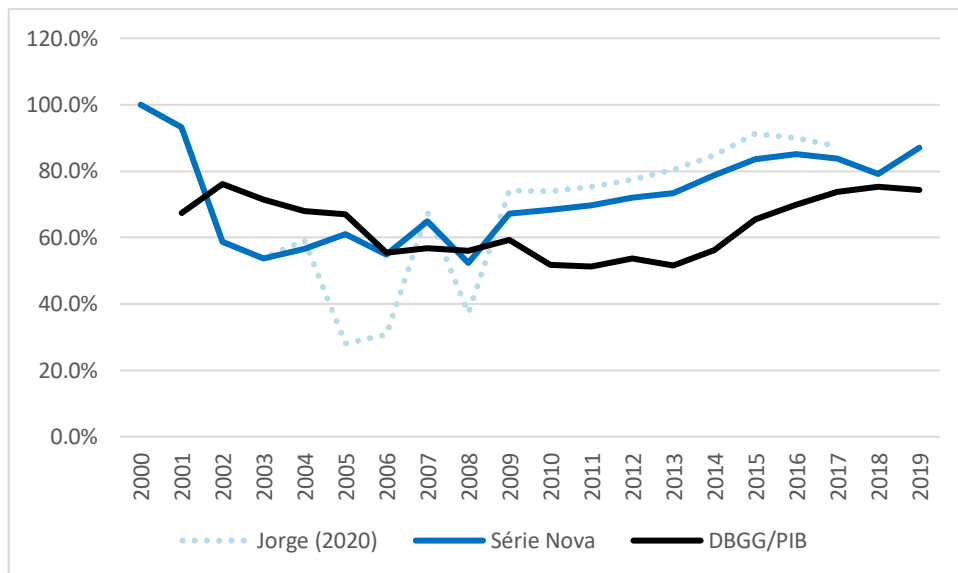
Fonte: BCB.

²⁴ Um *downgrade* ocorre quando as agências de classificação de risco diminuem o *rating* de determinado país que, se cair abaixo de certo nível, pode acarretar em uma perda do grau de investimento. Isso ocorreu no Brasil no final de 2015 e início de 2016 (JORGE, 2020).

²⁵ Os dados de Dívida Líquida do Setor Público como proporção do PIB só estão disponíveis a partir de dezembro de 2001 e os de Dívida Bruta do Governo Geral como proporção do PIB a partir de dezembro de 2006.

A autora conclui que não houve nenhum tipo de rejeição do mercado aos títulos em decorrência do recente aumento do estoque da dívida pública. Isso porque a quantidade de títulos vendidos (em relação ao total ofertado) aumentou, mesmo com a elevação, a partir de 2014, do estoque da dívida como proporção do PIB. Além disso, o volume vendido nesse período foi superior ao de 2003-2006, quando a relação dívida/PIB estava sendo reduzida. Portanto, “It doesn’t seem that an increasing stock of the debt leads to a distrust in the Treasury by the market in the form of refusing to buy its bonds at issue” (JORGE, 2020, p. 54).

Gráfico 9: Dívida bruta do governo geral como proporção do PIB (anual) e quantidade de títulos vendidos pelo Tesouro em leilões (% total ofertado anual) (2000-2019)

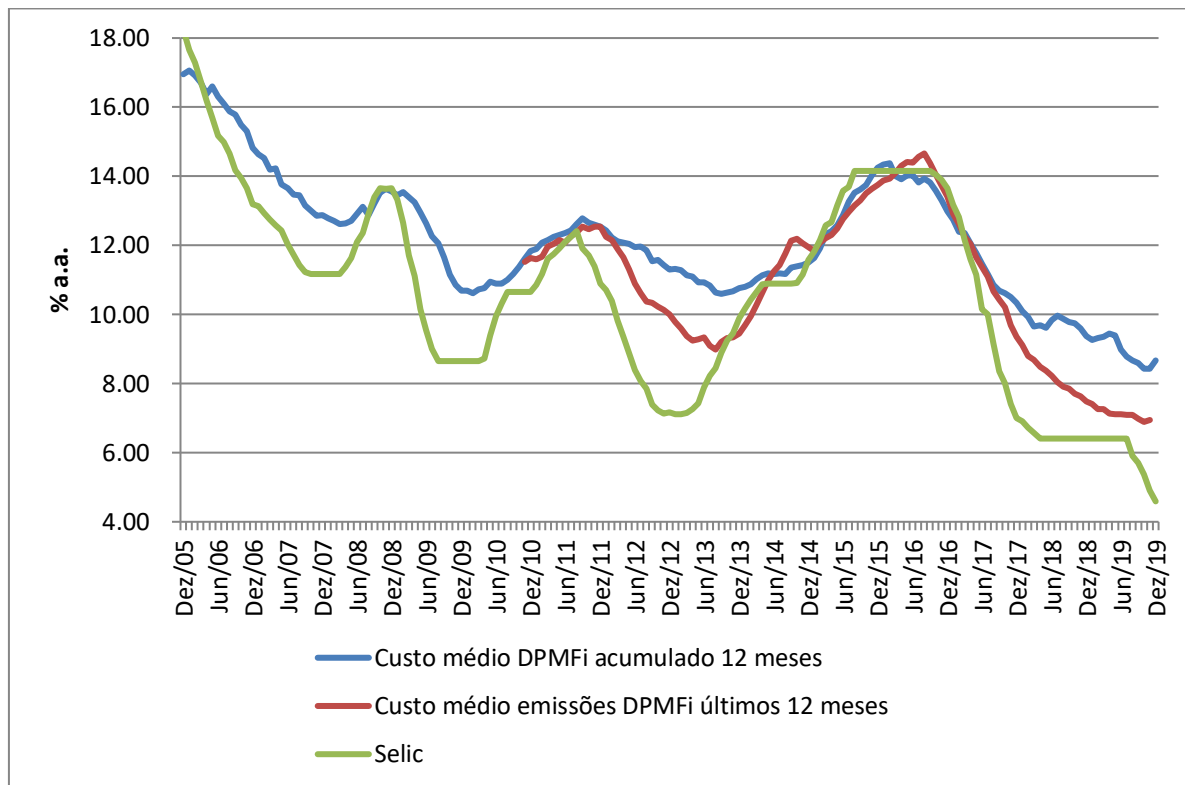


Fonte: JORGE (2020) e Tesouro Nacional.

Ademais, o Gráfico 10 revela que o custo médio da dívida não aumentou, embora, como vimos, a relação dívida/PIB tenha se elevado a partir de 2014. Na verdade, o Tesouro aumentou a quantidade de novas emissões e o custo médio seguiu a trajetória da Selic²⁶, diminuindo a partir de 2016. Por conseguinte, fica claro que, além de não comprometer a capacidade do Tesouro em vender seus títulos, o aumento do estoque da dívida não influenciou persistentemente o seu custo médio.

²⁶ O custo médio da dívida é relacionado à taxa de juros de curto prazo (Selic, definida pelo BCB), pois grande parte da dívida é indexada diretamente à Selic, através das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), e também porque a Selic serve de referência para todas as outras taxas (JORGE, 2020).

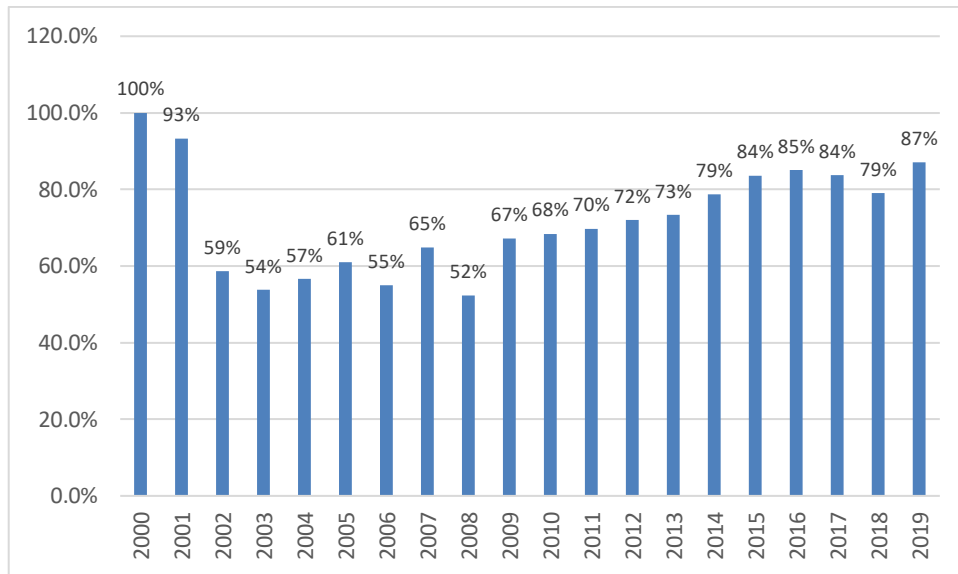
Gráfico 10: Custo médio da DPMFi acumulado nos últimos 12 meses (% a.a.), custo médio das emissões em oferta pública da DPMFi nos últimos 12 meses e taxa Selic acumulada no mês anualizada (2006-2019)²⁷



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e do Relatório Mensal da Dívida Pública (Tesouro Nacional).

Até 2005, o Brasil ainda possuía uma dívida pública muito indexada ao dólar. Contudo, como visto anteriormente, o país foi capaz de reduzir essa indexação ao dólar, o que abriu espaço para que o Tesouro tivesse um maior grau de sucesso em relação à oferta de títulos no mercado de dívida pública. Isso pode ser observado no Gráfico 11, que mostra, de forma mais clara, a quantidade de títulos vendidos em relação à quantidade ofertada pelo Tesouro. Em alguns períodos de maior turbulência e adversidades as vendas caíram, o que é esperado, contudo isso tem a ver com a incerteza do momento, e não com o tamanho da dívida ou do déficit.

²⁷ Os dados de custo médio da DPMFi acumulada nos últimos 12 meses estão disponíveis somente a partir de dezembro de 2005 e os de custo médio das emissões da DPMFi nos últimos 12 meses, a partir de dezembro de 2010.

Gráfico 11: Quantidade de títulos vendidos em relação ao total ofertado pelo Tesouro (%) (2000-2019)

Fonte: JORGE (2020) e Tesouro Nacional.

Em suma, os dados acima corroboram o argumento de que o Tesouro Nacional não enfrenta nenhuma dificuldade persistente²⁸ em termos de emissões primárias e rolagem da dívida pública, mesmo diante de aumento do estoque desta, bem como não fica “refém” do mercado, uma vez que a institucionalidade brasileira confere flexibilidade para o Tesouro operar. Nas palavras de Jorge (2020, p. 73):

We conclude that the market has no bargaining power to demand persistent risk premiums and threaten the ability of the Brazilian Government to spend in its own currency. As can be seen from the above analysis, there are no “bond vigilantes” in Brazil capable to prevent the use of fiscal policy and public debt in Reais to pursue full employment and economic development.

Outra questão relevante passível de discussão é o perfil da dívida interna brasileira. Esta é bastante concentrada no curto prazo e em títulos de taxa flutuante (ou pós-fixados). Muitos economistas argumentam que isso é ruim e reflete características negativas do mercado brasileiro de títulos públicos e a existência de “*bond vigilantes*”, que geram pressões altistas sobre as taxas de juros e impedem o alongamento da dívida.

No entanto, como vimos, os dados analisados não parecem ratificar a ideia de que pode haver uma “ameaça” à emissão de títulos por parte do Tesouro. O perfil da dívida

²⁸ Em momentos de incerteza e maior volatilidade no mercado financeiro, alguma dificuldade pode surgir. Nesses contextos, em geral as emissões de títulos pós-fixados e de menor maturidade aumentam, enquanto as de títulos pré-fixados e de maior maturidade reduzem. Além disso, as taxas de juros nos leilões também podem aumentar. No entanto, esses efeitos são temporários e passam assim que as condições voltam ao normal (JORGE, 2020).

brasileira não é um mero resultado dos anseios do mercado, mas pode, sim, ter impacto sobre os custos do Tesouro, sobretudo em períodos adversos, de subida da taxa de juros.

O argumento de Jorge (2020) é que o perfil da dívida não é tão relevante quanto aparenta ser no debate econômico²⁹, pois independente do perfil, o governo sempre é capaz de intervir no mercado de títulos públicos, sobretudo para garantir a estabilidade do mercado.

Mesmo com uma dívida com perfil de longo prazo e taxas pré-fixadas, em momentos adversos e de maior incerteza, os investidores tendem a trocar tais ativos por títulos de curto prazo e com taxas flutuantes (pós-fixadas). Da mesma forma, o banco central deverá recomprar os títulos que estiverem perdendo valor (de longa maturidade e taxas pós-fixadas) a fim evitar o colapso do sistema e o Tesouro seguirá com seus leilões, emitindo títulos mais adequados à conjuntura. Nas palavras de Jorge (2020, p.77):

This doesn't mean that these institutions are captured by the market, this just means that in a modern capitalistic monetary system, where the Central Bank has to guarantee stability, debt profile is not as relevant as expected by this literature, because bonds that are losing value will be repurchased in order to prevent massive losses and financial instability. These bonds are going to be substituted by short and post fixed rate bonds, and the Treasury will maintain its auctions normally.

Ademais, uma dívida com maior vencimento não indica maior ou menor força do governo, isto é, não significa que o governo possui maior ou menor capacidade de se financiar, pois, de acordo com a MMT, isso não seria sequer uma questão.

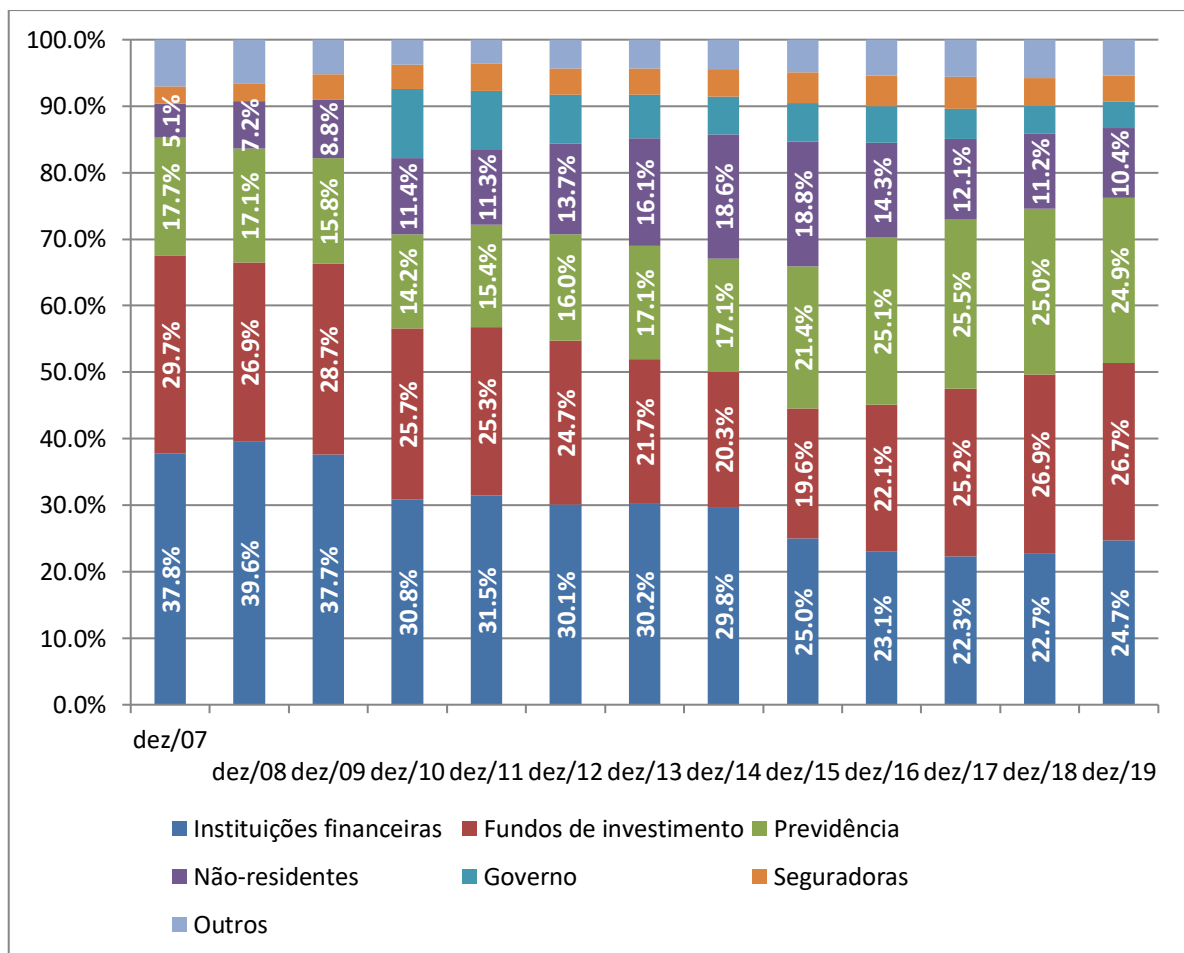
O custo da dívida pública está mais sob controle do governo do que do mercado, já que o BCB determina diretamente a taxa básica de juros (como operação da política monetária) e o Tesouro pode rejeitar as ofertas dos agentes caso as taxas exigidas por eles sejam muito elevadas.

Outro ponto relevante diz respeito aos detentores da dívida nacional, sobretudo a participação dos não-residentes. Como veremos no próximo capítulo, a abertura financeira e a ausência de controles de capitais permitiram uma grande participação de não-residentes nos mercados brasileiros, o que pode aumentar a volatilidade cambial e a vulnerabilidade externa do Brasil.

²⁹ Além disso, Jorge (2020) também argumenta que a causa principal para o perfil da dívida brasileira ser de curto prazo e de taxas pós-fixadas não é a existência das LFTs, mas sim o nível das taxas de juros (estabelecidas pelo BCB), o que não tem relação com a percepção de risco dos agentes ou a existência de “*bond vigilantes*”. Se as taxas de juros fossem mais baixas e estáveis, a participação das LFTs na composição do estoque da dívida tenderia a reduzir naturalmente, bem como a dívida tenderia a se alongar, dependendo da expectativa futura para as taxas de juros.

Contudo, os Gráficos 12 e 13 mostram que a participação deles entre o total dos detentores da dívida pública não é tão relevante, isto é, a dívida nacional está majoritariamente nas mãos de residentes (investidores institucionais brasileiros e instituições financeiras). Além disso, nos anos mais recentes a participação dos não-residentes caiu. Isso significa que o Brasil está, de certa maneira, protegido contra saídas mais bruscas de capitais, uma vez que estas acabariam não tendo impacto direto sobre a capacidade de colocação da dívida pública interna pelo Tesouro Nacional.

Gráfico 12: Detentores da DPMFi (%) anual (dezembro de cada ano) (2007-2019)

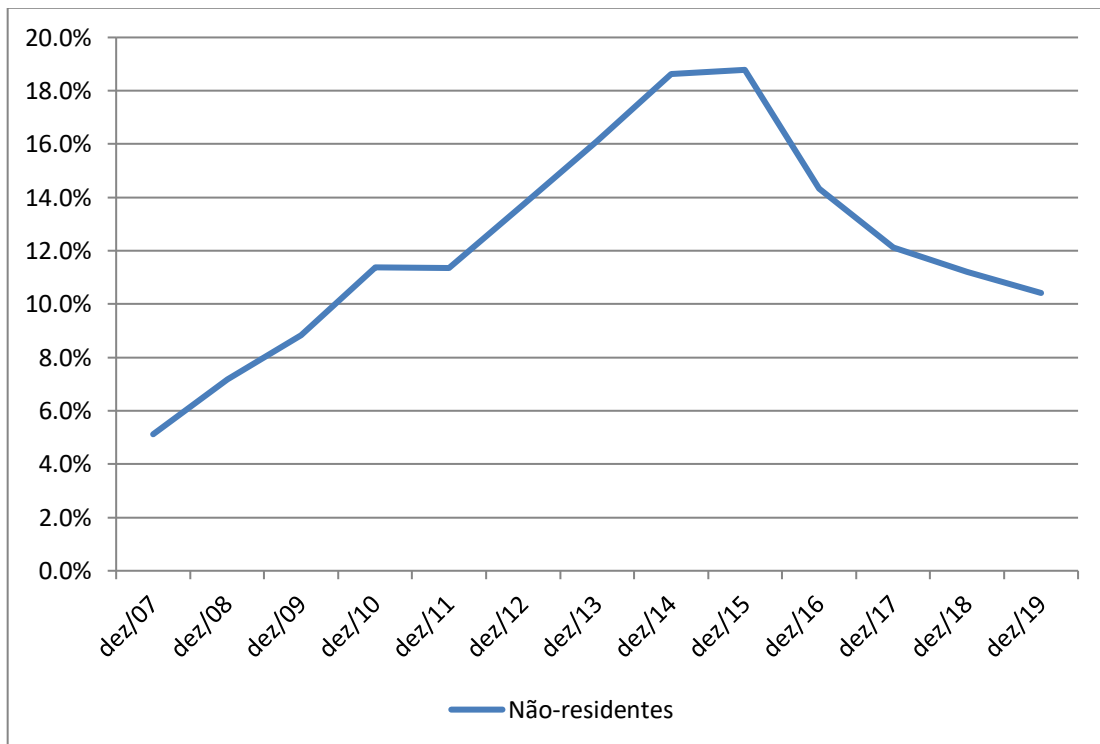


Fonte: Tesouro Nacional, Relatório Mensal da Dívida Pública (Tesouro Nacional).

Considerando o exposto acima e no primeiro capítulo, fica claro que um governo com certa autonomia de política interna (como o brasileiro), de acordo com a MMT, sempre pode financiar seus gastos na própria moeda e não deveria se preocupar com o risco de *default* da dívida interna, uma vez que este não existe. É possível concluir que o Tesouro Nacional

brasileiro não possui sistematicamente nenhum indício de alguma dificuldade de colocação dos títulos públicos federais. Além disso, fomos capazes de observar que o custo de carregamento da dívida pública evoluiu favoravelmente ao longo do tempo, especialmente nos anos mais recentes, a despeito do aumento do endividamento, contrariando as proposições neoclássicas.

Gráfico 13: Peso dos não-residentes na DPMFi anual (dezembro de cada ano) (2007-2019)



Fonte: Tesouro Nacional, Relatório Mensal da Dívida Pública.

2.3 SÍNTESE

A análise realizada neste capítulo investigou se o Brasil tem um governo nacional capaz de estabelecer a unidade de conta da economia, de impor obrigações denominadas nessa unidade de conta e, mais ainda, de emitir moeda e obrigações contra si denominadas na unidade de conta determinada, podendo ser pagas com a moeda emitida por ele.

A partir da análise realizada é possível concluir que o Estado brasileiro possui certo grau de autonomia na determinação da sua política econômica nacional, cuja evolução foi, inclusive, bastante favorável nos últimos anos. Embora haja uma questão estrutural vinculada

à restrição externa, que é enfatizada pelas críticas à aplicação da MMT na periferia, o Brasil conseguiu evoluir bastante ao longo das últimas duas décadas no sentido de reduzir sua exposição em termos de endividamento do Estado em moedas estrangeiras. Isso ocorreu por meio da redução do endividamento externo (tanto bruto quanto líquido) e do processo de desindexação da dívida pública em relação ao câmbio.

Essa redução da exposição ao dólar em termos de dívida pública conferiu graus de liberdade aos gestores de política econômica brasileiros, que passaram a ter maior autonomia no estabelecimento da política econômica doméstica (ainda que essa autonomia seja relativa). Além disso, também foi exposto que o Estado brasileiro possui uma capacidade de se endividar em moeda nacional muito grande, sem enfrentar maiores restrições. Com base no trabalho de Jorge (2020), mostrou-se que o Tesouro Nacional não teve grandes problemas para rolar a dívida em moeda nacional, a despeito de o perfil da dívida brasileira ser de curto prazo e com taxas pós-fixadas, tendo uma elevada taxa de sucesso nos leilões primários.

Eventualmente, em momentos de maior turbulência essa taxa pode cair, porém isso normalmente se deve a condições de mercado de curto prazo e, por conseguinte, de um modo geral, não há nenhum indício de dificuldade persistente de emissão de dívida. Ademais, o significativo aumento do endividamento brasileiro nos últimos anos não parece estar correlacionado a um aumento do custo da dívida, contrariando a ideia de que uma elevação da dívida poderia gerar alguma percepção de insolvência.

Portanto, considerando o que foi discutido, ao menos do ponto de vista empírico, o Brasil parece ter um relativo grau de liberdade da política interna na perspectiva do arcabouço conceitual MMTista, embora o real não esteja no topo da hierarquia internacional das moedas. Nesse sentido, o Estado brasileiro: (a) não encara uma restrição orçamentária no sentido convencional; (b) não pode “quebrar” na própria moeda; (c) sempre pode honrar com suas obrigações (denominadas na moeda que emite), o que é corroborado pelas evidências de que o Tesouro não possui dificuldades de colocação de títulos no mercado; e (d) possui certa autonomia para definir a taxa de juros de suas obrigações, embora ela tenha um piso, dado pela soma da taxa de juros internacional, do o risco-país e da expectativa de desvalorização cambial (BASTOS *et al.*, 2020; JORGE, 2020).

Já que essas limitações não se encontram presentes do ponto de vista teórico, o foco da investigação passa a ser os aspectos institucionais relevantes e, de certa maneira, auto impostos, que condicionam a política econômica. Seriam esses os aspectos que impedem, de fato, a adoção de políticas mais alinhadas às visões das Finanças Funcionais e da MMT? Essa questão será abordada no próximo capítulo.

CAPÍTULO 3 – O ARCABOUÇO INSTITUCIONAL DA POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL PÓS-1999

Em 1999, o Brasil adotou um regime de política macroeconômica pautado no tripé composto por metas de inflação, câmbio flutuante e metas de resultado primário³⁰. A inspiração desse arranjo pode ser associada ao Novo Consenso Macroeconômico, uma vez que o controle da inflação e a busca pela estabilidade macroeconômica foram elencados como principais objetivos e a institucionalidade por trás da busca desses objetivos foi estabelecida a partir dos preceitos dessa corrente.

Oreiro e Paula (2021) argumentam que o tripé permaneceu intocado até 2005, mas começou a ser flexibilizado a partir de 2006, especialmente no que se refere à política fiscal, que passou a contemplar também o objetivo de aumentar o investimento público como proporção do PIB. Os superávits primários começaram a ser reduzidos em relação ao PIB e foi abandonada a estratégia dos anos anteriores de metas declinantes de inflação, o que abriria espaço para uma maior redução da taxa de juros. Em relação à política cambial, o BCB passou a intervir mais no mercado de câmbio e iniciou uma estratégia de acumular reservas internacionais, com o objetivo implícito de tentar frear a forte tendência de valorização cambial observada após 2005.

Na argumentação dos autores, as políticas macroeconômicas do “tripé flexibilizado” deixaram de ser totalmente subordinadas à sistemática de metas de inflação e passaram a perseguir também o objetivo de elevação da taxa de crescimento da demanda agregada.

Entretanto, existia um dilema na política econômica do governo Lula, especialmente após a crise financeira internacional: um *trade-off* entre competitividade externa e controle da inflação³¹.

A política econômica do governo Dilma tentou lidar com esse problema sem eliminá-lo, adotando medidas de recuperação da competitividade externa brasileira (através da desvalorização cambial) quando as pressões inflacionárias não estavam tão intensas. Nesse momento, sob a chamada “nova matriz macroeconômica”, as políticas procuravam conciliar juros mais baixos com um câmbio competitivo e uma política fiscal ativa através dos investimentos públicos.

³⁰ Na verdade, o regime macroeconômico adotado a partir desse momento deveria ser caracterizado como uma “tétrade”, pois é importante considerarmos também a ausência de controle de capitais como um aspecto relevante de tal regime (MARTINS, 2017).

³¹ Por isso, Oreiro e Paula (2021) se referem ao regime macroeconômico do período como “desenvolvimentismo inconsistente”.

Contudo, quando a inflação ameaçava acelerar, as medidas eram abandonadas e prevalecia o objetivo de manter a inflação na meta. Isso ocorreu no início de 2013, obrigando o BCB a voltar para um ciclo de elevação da taxa Selic. Essa estratégia não foi bem-sucedida em recuperar a competitividade da indústria brasileira, visto que a taxa de câmbio se manteve sobrevalorizada, sem que houvesse uma redução permanente do elevado nível da taxa real de juros (OREIRO; PAULA, 2021).

Essa digressão inicial sobre o trabalho de Oreiro e Paula (2021) ilustra que, ainda que tenha sido operado de formas diversas conforme as condições conjunturais, o regime desenhado em 1999 e os objetivos centrais aliados ao NCM prevaleceram, criando amarras importantes à política econômica brasileira. Em outras palavras, em nenhum momento o “tripé” em si foi eliminado, já que o arcabouço institucional da política econômica não foi alterado, tanto no governo Lula quanto no governo Dilma.

Aliás, após o *impeachment* em 2016, a operação do tripé se tornou ainda mais rígida. Daí em diante, num contexto de crise política e econômica, o regime de política macroeconômica brasileiro se voltou “para uma ortodoxia liberal radical que aprofundou a recessão e o desemprego em vez de tentar superá-los” (OREIRO; PAULA, 2021, p. 12). Uma medida marcante desse “novo” regime foi a adoção da regra do teto de gastos, que será analisada nesse capítulo em conjunto com outros elementos que caracterizam a institucionalidade da política econômica no Brasil.

O capítulo está organizado em três seções, para além desta introdução e da conclusão. A seção 3.1 discute as principais características do regime de política monetária, com destaque para o regime de metas de inflação. A seção 3.2 analisa a política cambial e os controles de capitais. A seção 3.3 enfoca o regime de política fiscal, destacando as principais regras fiscais que constroem o gasto público no Brasil. Por fim, a conclusão sintetiza os principais pontos do capítulo, indicando os aspectos institucionais vigentes que se chocam com as prescrições da MMT.

3.1. POLÍTICA MONETÁRIA: REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO

3.1.1 Fundamentos teóricos

O Regime de Metas para Inflação (RMI) é um pilar do NCM. Como discutido no Capítulo 1, os autores associados a essa corrente advogam que “o RMI é o melhor arranjo

institucional para conduzir a política econômica, uma vez que objetiva assegurar e manter baixas taxas de inflação e minimizar as flutuações do produto” (PAULA; SARAIVA, 2015, p. 22).

O RMI está diretamente relacionado à tese de independência do Banco Central (IBC), direcionada a solucionar o problema do viés inflacionário e da inconsistência temporal da política monetária, ou seja, a “busca de resultados imediatos e temporários em termos de nível de produto em detrimento de perdas duradouras (isto é, mais inflação)” (CARVALHO *et al.*, 2012, p.140).

O regime também se destina a tratar da questão da discricionariedade da autoridade monetária. Para os autores do NCM, uma autoridade monetária com poder discricionário para conduzir a política monetária não terá credibilidade, uma vez que o viés inflacionário é percebido pelos agentes e incorporado em suas expectativas racionais. Nesse sentido, eles são a favor da adoção de regras para a política monetária que eliminem totalmente a discricionariedade na condução dessa política ou parcialmente, por meio da adoção de uma tecnologia de comprometimento (MODENESI, 2005).

O RMI fornece à autoridade monetária uma “discricionariedade restrita”, proporcionando certa flexibilidade, sem prejuízo da credibilidade, de forma a permitir que o banco central reaja diante de eventuais choques, mas também reduzindo o espaço de atuação da autoridade para gerar surpresas inflacionárias que explorem o *trade-off* entre a inflação e o desemprego (PAULA; SARAIVA, 2015). Em outras palavras, trata-se de um regime híbrido, uma vez que não se enquadra em um regime totalmente de regra e nem totalmente discricionário (CARVALHO *et al.*, 2012; MODENESI, 2005; REIF, 2018).

Em última análise, o RMI privilegia a visão que propõe a ineficácia da política monetária em afetar variáveis reais da economia no longo prazo. Como apontam Paula e Saraiva (2015, p. 26): “a adoção de um RMI tem como característica o reconhecimento explícito de que o objetivo principal da política econômica, e particularmente da política monetária, deve ser a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável”.

3.1.2 Características gerais do Regime de Metas de Inflação

No RMI, estipula-se e anuncia-se uma meta (que pode ser pontual ou uma banda) para a taxa de inflação (calculada com base em algum índice de preços) e um horizonte de tempo para alcançá-la. A meta é determinada pelo governo e deve ser perseguida pelo banco central, que deve conduzir a política monetária com um único objetivo em mente, o cumprimento da

meta³². Para isso, o principal instrumento de política monetária usado pela autoridade monetária é a taxa de juros de curto prazo (CARVALHO *et al.*, 2012; MARTINS, 2017).

Nesse arranjo, a questão da transparência e da prestação de contas da condução da política monetária é relevante, uma vez que é associada à credibilidade da autoridade monetária. Esse ponto é central, pois a política monetária é um dos principais elementos da política econômica, mesmo não sendo capaz de afetar os níveis de emprego e produto no longo prazo, conforme o NCM. A política fiscal, por sua vez, deve se submeter à política monetária a fim de não comprometer o objetivo central de estabilidade de preços do regime (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009; CARVALHO *et al.*, 2012).

O desenho institucional do RMI, portanto, deve contar com o comprometimento institucional da autoridade monetária com a estabilidade de preços, com a independência do Banco Central para usar os instrumentos a fim de alcançar tal objetivo, com o anúncio público das metas³³ e com a transparência e prestação de contas sobre a condução da política monetária, permitindo que o público entenda e forme melhores previsões acerca dos caminhos a serem tomados (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009; REIF, 2018).

3.1.3 A transição da âncora cambial para o Regime de Metas de Inflação

O RMI foi implementado em vários países a partir da década de 1990 e, no Brasil, isso ocorreu em 1999. Nesse ano, uma crise cambial obrigou o banco central a abandonar a âncora cambial antes empregada, o que marcou o fim do processo de transição previsto no Plano Real (MODENESI, 2005). A partir de 1999, o governo passou a estabelecer metas para a inflação, por meio do Conselho Monetário Nacional, e coube ao BCB o papel e a

³² Como já dito no primeiro capítulo, há versões mais flexíveis do RMI, nas quais o objetivo principal da estabilidade de preços pode ser acompanhado de um objetivo secundário (geralmente de estabilização do produto), desde que este não comprometa o primeiro (ARESTIS *et al.*, 2009; CARVALHO *et al.*, 2012; PAULA; SARAIVA, 2015).

³³ Esse é um dos aspectos operacionais cruciais do RMI. É preciso escolher uma meta pontual e/ou uma banda, o que se relaciona ao *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade: a escolha de uma meta pontual é melhor compreendida pelo público, porém é mais rígida; por outro lado, a escolha de uma banda confere certa flexibilidade à política monetária, e quanto maior for o intervalo de tolerância menor será a credibilidade da autoridade monetária em relação ao objetivo de manter uma inflação baixa. Outra escolha relevante é a do horizonte de tempo esperado para que a autoridade monetária alcance a meta. Finalmente, é preciso também definir que índice de preços será adotado como referência para a meta, podendo ser um índice cheio ou um núcleo de inflação. O primeiro considera todos os bens do índice de preços de referência, enquanto o segundo desconsidera do índice de preços os bens com preços mais voláteis que provocam oscilações transitórias e que não possuem muita relação com a tendência da inflação. A adoção do núcleo da inflação busca eliminar efeitos de choques temporários de preços sobre a inflação, mas é de difícil compreensão para o público. Por outro lado, um índice cheio é mais volátil, porém melhor compreendido pelos agentes (ARESTIS *et al.*, 2009; CARVALHO *et al.*, 2012; REIF, 2018).

independência operacional para conduzir a política monetária a fim de cumpri-las (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000).

O Plano Real foi adotado em 1994 e foi bem-sucedido em controlar a inflação, tendo como referência o processo de desindexação e eliminação da inflação inercial e a mitigação dos conflitos distributivos por meio da adoção de uma âncora cambial. Essa âncora cambial continuou a vigorar por um longo período de tempo, por conta do medo de um repique inflacionário. A flexibilização do regime de metas cambiais foi muitíssimo lenta, de forma que a manutenção da âncora foi se tornando insustentável, especialmente no contexto da segunda metade da década de 1990, marcado por sucessivas crises externas de economias emergentes (MODENESI, 2005).

O uso da âncora cambial provocava uma sobrevalorização do real, a qual foi deteriorando o saldo do balanço de pagamentos. Nesse cenário, o BCB era obrigado a elevar as taxas de juros para atrair capital estrangeiro, o que, por outro lado, tinha impacto negativo sobre as contas públicas (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009; MODENESI, 2005). Isso, por si só, já ameaçava a manutenção do regime de metas cambiais, que pressupunha que o Brasil tivesse austeridade fiscal. Em outras palavras, a flexibilização cambial se tornou uma necessidade ainda maior devido ao forte desequilíbrio fiscal, o qual era agravado pela política de juros elevados que, por sua vez, era necessária para a manutenção da própria âncora cambial (MODENESI, 2005).

Diante dos desequilíbrios macroeconômicos internos e externos, a nova moeda brasileira se tornou cada vez mais vulnerável a ataques especulativos (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009; MODENESI, 2005). Com essa crescente expectativa de desvalorização cambial e da incapacidade de manutenção da âncora, a demanda por moeda estrangeira aumentava e o BCB era obrigado a vender suas reservas para manter a âncora. Por conta disso, o nível de reservas do BCB foi drasticamente reduzido, agravando a insustentabilidade do regime. Nesse contexto, em janeiro de 1999, as autoridades brasileiras foram forçadas a abandonar a âncora cambial, a qual foi substituída por um regime de flutuação suja da taxa de câmbio^{34,35} (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009; FRAGA, 2009; PRATES, 2015; MARTINS, 2017; MODENESI, 2005; BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000).

³⁴ Um regime cambial de flutuação suja é caracterizado pela intervenção esporádica da autoridade monetária no mercado cambial, a fim de evitar oscilações muito bruscas na taxa de câmbio.

³⁵ O regime de câmbio flutuante foi implementado pelo Comunicado n. 6.565, do BCB, de 1999.

Tendo em vista o histórico brasileiro de alta inflação crônica, a adoção de uma âncora nominal era considerada muito relevante para coordenar as expectativas e balizar a formação de preços, de forma a manter a estabilidade de preços. Assim, ainda no início de 1999 começou-se a praticar, informalmente, o RMI, o qual só foi formalizado em junho do mesmo ano³⁶. A justificativa para a sua adoção foi a de que o regime era a opção mais adequada para manter a estabilidade de preços diante do novo regime de câmbio flutuante, e as próprias metas de inflação funcionariam como uma nova âncora nominal para a política econômica (FRAGA, 2009; MODENESI, 2005; BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000).

3.1.4 Institucionalidade: características do Regime de Metas de Inflação no Brasil

As características operacionais do RMI brasileiro são as seguintes: há uma meta central, mas com intervalos de tolerância; o horizonte de tempo é de um ano (mas as metas são definidas com dois anos de antecedência); e é usado um índice cheio para balizar a meta, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)³⁷.

As metas de inflação são definidas e anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), formado pelos Ministros da Fazenda ou da Economia e do Planejamento³⁸ e pelo Presidente do BCB. O CMN determina as metas centrais e o intervalo de tolerância³⁹. Por outro lado, o BCB é o responsável pelo cumprimento das metas de inflação e tem autonomia operacional para isso⁴⁰. As decisões de política monetária são tomadas pelo Comitê de Política Monetária (Copom), composto pela diretoria da instituição, que, periodicamente, fixa a meta para a taxa Selic que considera compatível com a meta de inflação estipulada⁴¹.

A meta é formalmente cumprida se a inflação efetiva, ao final de cada ano, estiver dentro do intervalo de tolerância estabelecido. Caso seja descumprida, o presidente do BCB tem que escrever uma carta pública ao Ministro da Economia, explicitando as razões do não

³⁶ O RMI foi formalmente implementado pelo Decreto Presidencial n. 3.088, de 21 de junho de 1999.

³⁷ O IPCA é calculado pelo IBGE com base em uma cesta de consumo de famílias urbanas que recebem de 1 a 40 salários mínimos.

³⁸ Atualmente, representado pelo Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia.

³⁹ No Brasil, o intervalo de tolerância tem sido de 2% a 2,5% para cima e para baixo da meta central (ARESTIS *et al.*, 2009; CARVALHO *et al.*, 2012)

⁴⁰ Em 2021, a Lei Complementar nº 179 atribuiu autonomia formal ao BCB, com mandatos alternados dos seus diretores.

⁴¹ Além disso, o Copom também pode determinar um viés para a taxa de juros: quando o viés é de baixa (alta), o presidente do BCB pode reduzir (aumentar) a taxa básica de juros, se julgar necessário, antes da próxima reunião ordinária do Comitê, sem a necessidade de convocar uma reunião extraordinária. O expediente, contudo, não é corriqueiro.

cumprimento e as medidas a serem tomadas para retomar a meta, bem como o período de tempo no qual se espera que tais medidas produzam efeitos (CARVALHO *et al.*, 2012).

Dentre as diferentes experiências ao redor do mundo, o regime de metas de inflação brasileiro pode ser considerado um regime rígido, uma vez que o índice de preços utilizado como referência é cheio, não permitindo maiores acomodações face a choques inflacionários, o horizonte temporal é curto, de apenas um ano, e, mais recentemente, opera com bandas restritas. Todos esses fatores concorrem para uma condução mais rígida da política monetária, que acaba limitando as possibilidades de atuação do banco central ao compromisso com a meta de inflação ou com a convergência das expectativas de inflação ao intervalo estipulado.

3.1.5 Experiência brasileira do Regime de Metas de Inflação: a condução da política monetária entre 1999 e 2019

Desde a adoção do RMI, o Brasil é conhecido por praticar uma política monetária extremamente restritiva, estando sempre entre os países com maiores taxas de juros do mundo (MARTINS, 2017).

Como será analisado no restante do capítulo, a adoção do RMI não foi a única importante mudança institucional que ocorreu nessa época: praticamente todo o arcabouço brasileiro de política econômica passou a ser orientado pelos postulados do NCM, com a taxa de juros assumindo o papel de “‘timoneira’ do desempenho econômico brasileiro”(MARTINS, 2017, p. 4-5).

Nos primeiros anos do RMI, o resultado alcançado foi misto. Em 1999 e 2000, as metas de inflação foram cumpridas, ainda que ajustadas, mas no triênio seguinte não se obteve o mesmo resultado – no caso de 2003, isso ocorreu mesmo com a meta tendo sido reajustada para cima em duas ocasiões⁴². As taxas de juros praticadas foram excessivamente elevadas⁴³ se comparadas aos pares internacionais (MODENESI, 2005, p.388), indicando que a taxa de juros visava alguma influência sobre a taxa de câmbio, que é uma variável central para a determinação da inflação doméstica⁴⁴ (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009).

Entretanto, há consequências relacionadas a essa prática de juros muito altos, como a limitação do crescimento econômico, o que pode ser provado pelo fraco desempenho do PIB

⁴² Para mais detalhes, ver Modenesi (2005) e Arestis *et al.* (2009).

⁴³ Nos anos de 1999 a 2005, a Selic média foi 19,6% e a taxa média de juros real (deflacionada) foi de 10,5% a.a. (ARESTIS *et al.*, 2009).

⁴⁴ Países periféricos tendem a ter um repasse cambial maior, especialmente nas economias latino-americanas, visto que estas possuem “um grau de abertura econômica maior, um histórico de alta inflação e uma baixa credibilidade dos bancos centrais” (ARESTIS *et al.*, 2009, p.25).

brasileiro nesses anos⁴⁵, e a elevação da dívida pública. Além disso, a despeito da rigidez da política monetária e de suas consequências, como a apreciação cambial e o baixo crescimento econômico, a inflação brasileira permaneceu alta⁴⁶, ainda que relativamente mais baixa que no período pré-Plano Real.

Durante o governo Lula, com Meirelles na presidência do BCB (2003-2011), a política monetária brasileira também foi operada de forma rígida, ainda que tenha havido uma redução das taxas nominais de juros. Foi, de fato, sob o mandato de Meirelles que as metas passaram a ser cumpridas de forma mais consistente. O “problema da elevada taxa de juros” se perpetuou a partir das características do próprio regime brasileiro.

Sob a administração de Tombini, já no governo Dilma Rousseff, o Copom chegou a realizar um corte inesperado na taxa Selic, a despeito das expectativas de aceleração inflacionária, levando a taxa de juros ao então mínimo histórico, o que configurou uma ruptura com a forma de gestão anterior.

No entanto, essa experiência de ruptura na gestão monetária não durou muito, pois, em meados de 2013, a inflação voltou a subir e o BCB reagiu rapidamente, elevando a taxa Selic e retomando o posto de um dos países com maiores taxas de juros do mundo. Essa elevação foi sistemática a partir de 2013, apesar dos sinais de desaceleração econômica. Não obstante esse cenário, os impactos sobre a inflação foram limitados (MARTINS, 2017).

A partir do fim de 2014, a estratégia de política passou a enfatizar a coordenação das expectativas, o que levou o CMN, em 2017, a manter a meta de inflação, mas reduzir o intervalo de tolerância de 2,0 para 1,5 p.p. Essa nova estratégia adicionou, como comunicado por diretores do BCB, maior rigidez à baixa da Selic, evidenciando a intensificação da condução restritiva da política monetária. Somente no período mais recente, após uma profunda recessão – qualificada por alguns autores, inclusive, como uma depressão (SICSÚ, 2019) – e a adoção de reformas estruturais que minaram as condições de barganha dos trabalhadores, com um cenário externo um pouco mais favorável, o banco central iniciou uma redução sustentada da taxa de juros, que tornou a economia brasileira mais alinhada com seus pares internacionais.

Notadamente, considerando a condição de país emergente do Brasil, que tende a ter um relevante efeito *pass-through*, a condução da política monetária por vezes pode ficar sujeita a evitar a volatilidade e a desvalorização abrupta da taxa de câmbio a fim de cumprir a

⁴⁵ A taxa média de crescimento do PIB nos anos de 1999 a 2005 foi de 2,6% a.a. (ARESTIS *et al.*, 2009).

⁴⁶ “A inflação média, entre 1999 e 2005, foi da ordem de 8,2% ao ano” (ARESTIS *et al.*, 2009, p.24)

meta de inflação, em um contexto de câmbio flexível e livre mobilidade de capitais. É importante, nesse contexto, analisarmos a institucionalidade da política cambial brasileira e a ausência de controle de capitais no país.

3.2. POLÍTICA CAMBIAL E MOBILIDADE DE CAPITAIS

Um dos principais elementos do núcleo da definição de uma moeda soberana segundo a MMT é o regime cambial, em particular, a ausência de uma promessa de conversão da moeda emitida por determinado governo em outra, que ele não emite – em geral o dólar. Como analisado no Capítulo 1, a discussão ganha novos contornos a partir da perspectiva de países periféricos, na qual se destaca que uma política de controle de capitais proporciona mais espaço de política para países na periferia do sistema monetário internacional, uma vez que pode viabilizar a obtenção de moeda estrangeira para honrar com as obrigações e pagar as importações essenciais, aliviando a restrição externa (VENRNEGO; CALDENTEY, 2019).

O Brasil iniciou seu processo de abertura comercial e financeira e liberalização cambial na década de 1990 (PRATES; PAULA, 2017). Esse período, contudo, foi conturbado. A âncora cambial adotada após o Plano Real foi essencial para a estabilização da inflação brasileira, mas no início de 1999, o país foi atingido por uma forte crise cambial, que levou o banco central a adotar um regime de câmbio flutuante. O processo de abertura financeira já estava em curso, de forma que a consolidação do tripé metas de inflação, câmbio flutuante e metas fiscais deve ser também apreciado a partir da completa eliminação de controle de capitais (MARTINS, 2017).

3.2.1 Institucionalidade do mercado de câmbio

De forma sucinta, os anos 1990 foram marcados por processos de abertura comercial e financeira e desregulação cambial, de forma que o mercado de câmbio brasileiro passou a ter maior liberdade em relação às operações entre residentes e não residentes⁴⁷ (PRATES, 2015). Diversas alterações regulatórias ocorreram no sentido de flexibilizar e facilitar a entrada e

⁴⁷ Isso corresponde a um grande grau de conversibilidade externa da moeda brasileira, pois não há limites para os fluxos de divisas entre residentes e não residentes. Por outro lado, a conversibilidade interna da moeda, que corresponderia à permissão de operações em moeda estrangeira dentro do território nacional, não foi realizada no Brasil (PRATES, 2015; ROSSI, 2014b). Para mais detalhes sobre abertura financeira, ver Akyuz (1993).

atuação de investidores não residentes⁴⁸ nos mercados financeiro e de capitais (ANBIMA, 2014).

Nessa época, os controles de capitais eram basicamente endógenos, isto é, o governo reagia aos períodos de expansão dos fluxos de capitais com maior controle destes e aos períodos de fuga de capitais com a flexibilização (GOLDFAJN; MINELLA, 2007; PAULA *et al.*, 2004; PRATES; PAULA, 2017). Em outras palavras: “os fluxos de recursos acabavam por determinar o nível de controle de capitais, em vez de serem determinados pelo nível dos referidos controles” (PAULA *et al.*, 2004, p. 107). Nos anos 2000, a liberalização financeira constituiu parte do novo modelo de política econômica baseado no NCM (PRATES; PAULA, 2017).

A determinação da taxa de câmbio depende basicamente do regime cambial adotado no país e da institucionalidade do mercado de câmbio⁴⁹. O regime cambial configura uma importante estratégia de política econômica para os países periféricos no contexto de globalização financeira (PRATES, 2010). Como vimos, no Brasil foi instituído oficialmente o regime de câmbio flexível em janeiro de 1999. Na prática, no entanto, aplicava-se um regime de flutuação suja⁵⁰, que conferia à autoridade monetária um maior grau de liberdade na condução da política cambial, se comparado aos regimes de câmbio fixo ou totalmente flutuante (PRATES, 2015; PRATES, 2010).

As duas principais regulações do mercado de câmbio brasileiro são a Resolução nº 2.689⁵¹ e o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI)⁵².

A primeira foi implementada em 13 de janeiro de 2000, permitindo o amplo acesso dos não residentes às mesmas aplicações disponíveis para os residentes⁵³ nos mercados regulamentados, ou seja, autorizou o acesso irrestrito dos não residentes a todos os segmentos

⁴⁸ “A Resolução nº 4.373/14 define o investidor não residente, individual ou coletivo, como as pessoas físicas ou jurídicas, os fundos ou outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior”.

⁴⁹ O mercado de câmbio pode ser dividido entre mercado de câmbio à vista e mercado de derivativos. O primeiro possui dois segmentos: o mercado primário e o mercado secundário, ou interbancário. No mercado primário ocorrem transações que envolvem entrada e/ou saída efetiva de moeda estrangeira do território nacional. No mercado secundário (ou interbancário), ocorrem as operações entre bancos autorizados pelo BCB a operar no mercado de câmbio, não havendo fluxos efetivos de moeda entre o país e o exterior. Já no mercado de derivativos se destaca o mercado de dólar futuro. (PRATES, 2015; ROSSI, 2014a; VENTURA; GARCIA, 2012).

⁵⁰ Segundo Calvo e Reinhart (2003), os países periféricos teriam “medo de flutuar” devido a algumas características estruturais, como o maior repasse cambial e volatilidade dos fluxos de capitais, a menor dimensão dos mercados de câmbio e financeiro em comparação a tais fluxos, o descasamento de moedas e a menor capacidade do setor externo se ajustar às variações cambiais por conta da pauta de exportações ser menos diversificada (PRATES, 2010).

⁵¹ Na verdade, a Resolução nº 2.689/00 foi revogada pela Resolução nº 4.373/14 (ANBIMA, 2014).

⁵² Foi implementado pela Circular nº 3.280 do BCB, de 9 de março de 2005.

⁵³ Nesse contexto da Resolução nº 2.689, completou-se totalmente a abertura do mercado financeiro nacional à entrada de investidores estrangeiros (PRATES, 2015).

do mercado financeiro nacional (GOLDFAJN; MINELLA, 2007; PRATES, 2015; PRATES; PAULA, 2017). Nesse sentido, a mudança mais relevante foi a eliminação das restrições às operações com derivativos cambiais⁵⁴ por parte dos não residentes, isto é, estes foram autorizados a ter posições (sem limites) no mercado brasileiro de derivativos de câmbio (PRATES, 2015; PRATES, 2010; ROSSI, 2014a).

Já o RMCCI conta com regulações permanentes, as quais determinam a institucionalidade do mercado de câmbio, e com regulações temporárias, as quais visam a impactar o fluxo de divisas para o país. Nestas estão incluídas as medidas de controle de capitais, “controles quantitativos e qualitativos à entrada e estímulo à saída de capitais por não residentes e residentes”, e de regulação financeira prudencial, “medidas que impactam as operações ativas e passivas das instituições bancárias em moeda estrangeira” (PRATES, 2015, p. 71).

Uma característica importante é que apenas algumas instituições financeiras são autorizadas pelo BCB a atuar no mercado de câmbio à vista⁵⁵, intermediando as operações com divisas entre os agentes primários, as quais devem ser formalizadas em contratos de câmbio (PRATES, 2015; ROSSI, 2014b; VENTURA; GARCIA, 2012). No entanto, a principal característica do RMCCI é que contas em moeda estrangeira são proibidas para a maioria dos residentes, só podendo ser abertas por agentes específicos e nos bancos autorizados a operar no mercado de câmbio⁵⁶. Assim, isso significa que, na prática, não são permitidas transações em moeda estrangeira no Brasil⁵⁷.

No mercado à vista, essa característica faz com que apenas os bancos autorizados a terem carteira de câmbio possam assumir posições cambiais, o que é proibido para os agentes residentes e não residentes. Já no mercado de derivativos, esse aspecto determina seu caráter *non-deliverable*⁵⁸, que é sua principal especificidade. Isso significa que as operações nesse mercado são liquidadas em reais, não havendo movimentação de divisas⁵⁹ nem a formalização

⁵⁴ “Os derivativos de câmbio (ou cambiais) podem ser definidos como contratos de compra e de venda de moeda estrangeira firmados no presente para liquidação futura (ou diferida) a um preço combinado (também no presente) entre os agentes, que depende da taxa de câmbio à vista” (PRATES, 2015, p. 80).

⁵⁵ Instituído pela Resolução nº 3.568 do BCB, de 29 de maio de 2008.

⁵⁶ Essa regulação se encontra no capítulo 14 do título 1 do RMCCI (PRATES, 2015).

⁵⁷ É essa restrição que caracteriza a inconvertibilidade interna da moeda brasileira, isto é, o Brasil não realizou o terceiro nível de abertura financeira segundo Akyuz (1993) (PRATES, 2015; ROSSI, 2014b).

⁵⁸ Significa que a liquidação dos derivativos cambiais é em reais, não envolvendo a entrega física de moeda estrangeira (PRATES, 2015; ROSSI, 2014a). Segundo Rossi (2014a, p. 12), “no mercado de dólar futuro brasileiro não há negociação de dólares. Negocia-se o valor em reais da variação de uma determinada quantidade de dólares em relação à moeda brasileira”.

⁵⁹ Como não há entrada nem saída de divisas, o que ocorre é uma variação dos ativos e passivos em dólar dos residentes (PRATES, 2015; ROSSI, 2014b).

das operações em contratos de câmbio, de forma que a legislação cambial aplicada ao mercado à vista não é aplicada ao mercado de derivativos.

Fica evidente, portanto, uma assimetria regulatória entre os mercados à vista e de derivativos, o que resulta em um maior número de negociações no mercado de dólar futuro e, portanto, sua maior liquidez e profundidade em relação ao primeiro (PRATES, 2015; PRATES; PAULA, 2017; ROSSI, 2014a, 2014b; VENTURA; GARCIA, 2012). Como aponta Rossi (2014, p. 11): “Por conta dessa assimetria de liquidez, a taxa de câmbio se forma primeiro no mercado futuro e é transmitida por arbitragem⁶⁰ para o mercado à vista”.

3.2.2 Funcionamento do mercado de câmbio brasileiro

O funcionamento do mercado de câmbio brasileiro se dá com base no circuito especulação-arbitragem por conta das características decorrentes da institucionalidade previamente descrita.

Esse circuito pode ser descrito da seguinte forma: o mercado de derivativos é importante, pois proporciona uma opção de proteção aos agentes, porém, operações de especulação e arbitragem podem ser realizadas nesse mercado; os bancos, de um lado, e os investidores estrangeiros e institucionais nacionais, de outro, formam posições opostas em relação ao dólar futuro – isto é, quando os últimos assumem uma posição comprada (vendida) em dólar futuro, os bancos assumem a posição vendida (comprada); a posição assumida pelos estrangeiros e investidores institucionais no mercado futuro em geral determina a tendência da taxa de câmbio, ao passo que os bancos buscam obter ganhos de arbitragem entre os mercados à vista e futuro (ROSSI, 2014a, 2014b).

Nesse sentido, podemos observar que a especulação realizada pelos estrangeiros e investidores institucionais influencia ativamente a formação da taxa de câmbio brasileira, ao ser responsável por formar ou acentuar as tendências da taxa de câmbio do real no mercado futuro, enquanto a arbitragem realizada pelos bancos é responsável por transmitir essas tendências do mercado futuro para o mercado à vista (PRATES, 2015; ROSSI, 2014a, 2014b; VENTURA; GARCIA, 2012).

Assim, a volatilidade e as tendências da taxa de câmbio brasileira ficam sujeitas à formação de expectativas dos agentes especuladores que operam no mercado futuro. Nesse contexto, observa-se que o regime de câmbio flutuante, somado à institucionalidade particular

⁶⁰ Arbitragem é a compra e venda de um ativo com preços distintos em diferentes mercados, para obter ganhos, o que tende a igualar os preços.

do mercado brasileiro, acarreta uma importante volatilidade cambial, o que pode trazer dificuldades do ponto de vista da obtenção de divisas e da restrição externa brasileira – ainda que, como descrito no Capítulo 2, as evidências pareçam indicar uma redução deste problema.

3.2.3 Gestão da política cambial e dos fluxos de capitais a partir de 1999

No arcabouço de política econômica brasileira, “apesar da precedência no tempo, o regime de câmbio flutuante, de atribuição do Bacen, possui um *status* institucional claramente inferior ao regime de metas de inflação [...]” (PRATES, 2010, p. 10). A atuação da autoridade monetária visa a redução da volatilidade cambial de curto prazo, porém não há documentos que evidenciem quais seriam os objetivos macroeconômicos por trás das operações realizadas – que poderiam, por exemplo, objetivar o controle inflacionário, a manutenção da estabilidade financeira ou da competitividade externa brasileira (PRATES, 2010).

O que pode ser entendido através das atas do Copom e dos Relatórios de Inflação do BCB é que, considerando o impacto da taxa de câmbio sobre a inflação, o objetivo adicional e implícito da política cambial tem a ver com o controle inflacionário e não com a atenuação da restrição externa (PRATES, 2010).

Essa hierarquia no arranjo institucional brasileiro responde à ideia de que, em linha com outros países emergentes, o repasse cambial no Brasil é maior, bem como sua vulnerabilidade aos fluxos de capitais. Isso evidencia a importância da gestão da taxa de câmbio para o bom funcionamento do RMI.

Nesse sentido, pode-se considerar, ao contrário da visão MMTista da taxa de juros exógena, que a taxa de juros seria parcialmente endógena nesses países, sendo subordinada ao controle da inflação via apreciação cambial.

A especificidade do caso brasileiro é que o BCB é o responsável pela condução de ambas as políticas (monetária e cambial), o que evita problemas de coordenação⁶¹, mas ainda assim os objetivos da política cambial não são explicitados (PRATES, 2015; PRATES, 2010).

Entretanto, a eficácia da política cambial para cumprir tais objetivos depende de certos condicionantes internos e externos da gestão do regime flutuante. O principal condicionante interno estrutural é o grau de abertura financeira da economia brasileira, o qual determina o principal condicionante externo, a fase do ciclo de liquidez internacional, que tem efeitos

⁶¹ “Por exemplo, alguns países que adotam aquele binômio [câmbio flutuante-metas de inflação] reconhecem explicitamente que estabilizar a inflação requer o manejo da taxa de câmbio em função da presença de graus elevados de abertura comercial e repasse cambial” (PRATES, 2015, p. 98; PRATES, 2010, p. 12).

sobre a gestão do regime flutuante. Além destes, há também os condicionantes internos macroeconômicos: a situação do balanço de pagamentos e o grau de repasse cambial, fatores importantes se considerarmos países periféricos (PRATES, 2010).

O país enfrentou uma situação de restrição externa no início dos anos 2000, o que restringiu o espaço de manobra do BCB⁶². Nesse período, parecem ter sido os movimentos da taxa de câmbio que determinaram o comportamento da taxa básica de juros, considerando os efeitos negativos de um repasse de uma desvalorização cambial para a inflação (PRATES, 2015). Apesar de as reservas terem sido utilizadas, a depreciação não foi contida, colocando em risco a estabilidade de preços (PRATES, 2015; PAULA *et al.*, 2004).

A instabilidade cambial refletia “as dificuldades de administração do balanço de pagamentos de um país com alta vulnerabilidade externa diante das mudanças nos humores dos investidores de mercado” (PAULA *et al.*, 2004, p.89), em um contexto de ausência de controles de capitais⁶³.

A adoção de controle de capitais se baseia na ideia de que a livre mobilidade de capitais de curto prazo gera três problemas, especialmente para os países emergentes: uma maior vulnerabilidade externa, a perda de autonomia da política monetária e uma tendência à apreciação cambial, a qual pode gerar desequilíbrios no saldo de transações correntes (PAULA *et al.*, 2004, p. 72). Portanto, essas ferramentas são importantes para atenuar esses efeitos e, com isso, aumentar os graus de liberdade da política econômica interna.

A partir de 2004, as condições econômicas externas se tornam mais favoráveis e o BCB passou a adotar uma política de acúmulo de reservas internacionais, que foi possível graças à liquidez nos mercados financeiros internacionais e ao bom desempenho da balança comercial brasileira, como descrito no Capítulo 2. Por um lado, reduziu-se a vulnerabilidade externa e o risco-país, o que também contribuiu para os objetivos do RMI⁶⁴. Por outro lado, essa política foi responsável por reforçar a tendência de apreciação do real, o que, em certa medida, prejudicou a competitividade externa da indústria brasileira (PRATES, 2010).

⁶² Isso ocorria devido a três fatores: (a) o acordo de 1999 com o FMI, que proibia o BCB de intervir no mercado futuro; (b) o pequeno volume de reservas internacionais; e (c) o grande volume de dívida interna indexada à taxa de câmbio (PRATES, 2015).

⁶³ “Controle de capitais envolve diretamente o constrangimento de uma ou mais categorias relacionado principalmente à conta de capital do balanço de pagamentos: investimento direto estrangeiro, investimento de portfólio, empréstimo ou tomada de empréstimo por residentes e não residentes, transações efetivadas por contas de depósito e outras transações diversas (por exemplo, transferências unilaterais)” (PAULA *et al.*, 2004, p.77).

⁶⁴ É importante destacar que o BCB buscou acumular reservas e reduzir a volatilidade cambial, mas sem influenciar a tendência de apreciação da taxa de câmbio, que era fundamental para garantir o cumprimento das metas de inflação. Assim, a estratégia da autoridade monetária foi comprar divisas para acumular reservas sem interromper a trajetória de apreciação do real, e foi o que ocorreu (PRATES, 2015).

Prates e Paula (2017) destacam dois padrões de intervenção do BCB após 1999. O primeiro, de 1999 a 2005, foi um padrão do tipo “*free float*”, em que a instituição fazia intervenções principalmente nos períodos de maior incerteza e instabilidade no mercado de câmbio. Já o segundo, desde outubro de 2005, foi um padrão mais de flutuação suja, no qual o BCB passou a intervir mais frequentemente, sobretudo comprando divisas com o objetivo de acumular reservas, apesar de a tendência de apreciação ter continuado, o que foi tolerado pela autoridade monetária por ser considerada essencial para o cumprimento das metas de inflação.

Em meados de 2008, o agravamento da crise financeira internacional elevou a aversão ao risco dos investidores internacionais, resultando num movimento de “fuga para a segurança”. O BCB realizou intervenções nos mercados de câmbio à vista e futuro, porém não foi capaz de conter a forte depreciação do real (PRATES, 2015).

Contudo, já no fim do primeiro trimestre de 2009, os fluxos de capitais voltam a entrar nos países emergentes em decorrência da menor aversão ao risco, da expansão de liquidez criada pelas políticas de afrouxamento quantitativo, das taxas de juros historicamente baixas nas economias centrais e do melhor desempenho das economias emergentes frente à lenta recuperação dos países avançados (PRATES, 2015; PRATES; PAULA, 2017).

Considerando o funcionamento do circuito especulação-arbitragem característico do mercado de câmbio brasileiro e o fato de o mercado de derivativos ser profundo e totalmente aberto aos investidores estrangeiros, estes logo voltaram a realizar as operações de *carry trade*, o que pressionava o câmbio no sentido de valorização (PRATES, 2015; PRATES; PAULA, 2017). Nesse contexto, faz sentido que as autoridades brasileiras tenham adotado medidas de regulação da conta capital, que incluem controles de capital e regulação prudencial financeira, e de regulação dos derivativos cambiais (PRATES; PAULA, 2017).

Até a adoção da regulação mais rígida sobre os fluxos de capitais e derivativos cambiais, a questão relevante percebida por Prates (2010, p.13) era que:

O grau elevado de abertura financeira e, sobretudo, o acesso dos investidores globais ao mercado organizado de derivativos financeiros intensificou os impactos das fases de abundância ou escassez de fluxos de capitais sobre os preços-chave do país e, principalmente, sobre a taxa de câmbio, que se tornou a principal correia de transmissão da volatilidade dos fluxos de capitais sobre os mercados financeiros e a economia real; mas também reforçou a interação entre as políticas cambial, monetária e fiscal – inerente às economias que se inseriram na globalização financeira – e reduziu seus respectivos raios de manobra. Nesse contexto, a gestão do regime de câmbio flutuante – e também da política de metas de inflação – tornou-se subordinada, em grande parte, às decisões de alocação de riqueza dos investidores globais.

Assim como nos anos 1990, a regulação da conta capital também foi principalmente endógena no período pós-crise de 2008. Em 2009 e 2010, algumas medidas leves de controles

de capital foram adotadas, mas apenas em 2011 foi adotada uma regulação mais ampla, incluindo medidas de regulação financeira prudencial e sobre derivativos cambiais. Somente quando o governo adotou simultaneamente essas medidas de regulação da conta capital e, sobretudo, dos derivativos cambiais, aumentando seu espaço de política, é que as pressões de apreciação cambial pelos grandes fluxos de capitais e *carry trade* foram contidas.

Contudo, essas medidas mais rígidas sobre os fluxos de capitais foram instrumentos quantitativos, de forma que não mudaram estruturalmente o grau de abertura financeira brasileira. Para isso, teria sido preciso a adoção de medidas qualitativas (PRATES, 2015). Ademais, além do controle inflacionário, a competitividade externa passou a ser um objetivo (adicional) da política macroeconômica nessa fase, então o nível da taxa de câmbio passou a ser uma das metas da política cambial sob o governo Dilma.

Com a reversão do ciclo de liquidez internacional logo depois, materializado no aumento da aversão ao risco no mercado internacional no contexto de agravamento da crise do euro, e algumas alterações na condução das políticas macroeconômicas internas, a saber, a queda da taxa Selic, as medidas de controles de capitais começaram a ser eliminadas – formalmente, desde dezembro de 2012 (CHAMON; GARCIA, 2014; PRATES, 2015; PRATES; PAULA, 2017).

Além disso, em meados de 2013, uma reversão nos fluxos ocorreu em direção aos EUA, quando o Federal Reserve indicou que poderia começar a reduzir as políticas de afrouxamento quantitativo, pressionando as taxas de câmbio de muitos países para cima, especialmente os emergentes. O Brasil foi um dos mais afetados e, para atenuar a desvalorização, em junho e julho o governo já havia retirado praticamente todas as regulações sobre a conta capital e os derivativos cambiais.

A partir desse histórico, é possível concluir que a operacionalidade da política cambial no país até dispõe de instrumentos para a introdução de controles de capitais e maior regulação da taxa de câmbio com vistas a aumentar a margem de manobra da política econômica no país. A experiência recente, porém, não coloca esses instrumentos como parte de um aparato que dê suporte ao crescimento econômico e ao alcance do pleno emprego, mas sim ao controle da inflação.

3.3. POLÍTICA FISCAL

Considerando a centralidade da política fiscal para as recomendações da MMT, é importante analisar a institucionalidade fiscal brasileira. Nessa perspectiva, é preciso ter em mente que a política monetária, que está no centro do arcabouço de política econômica brasileira, impacta consideravelmente a situação fiscal, uma vez que mudanças na taxa de juros, principal instrumento da política monetária brasileira sob o RMI, afetam diretamente a dinâmica do endividamento público.

3.3.1 Relação BCB-Tesouro Nacional

Toma-se como ponto de partida as mediações institucionais que influenciam as operações de gastos, endividamento e arrecadação de impostos por parte do governo brasileiro, com particular destaque para a relação entre o BCB e o Tesouro Nacional. A autoridade atua como agente financeiro do Tesouro, que dispõe da Conta Única do Tesouro, mas não pode conceder empréstimos à entidade^{65,66}. Como registram Pimentel e Martins (2020, p.3):

A Conta Única do Tesouro registra a movimentação de recursos financeiros do setor público. Ela representa, em determinado ponto do tempo, o estoque de todas as receitas obtidas e não despendidas pela União. Reúne, assim, a receita com a cobrança de impostos, os lucros auferidos por empresas estatais que cabem ao governo, as receitas com vendas de ativos do governo e as receitas obtidas com a venda de títulos públicos no mercado primário, dentre outras. Uma emissão primária de moeda pelo BCB em favor do Tesouro estaria também contabilizada na Conta Única, porém esta prática é operacionalmente vedada no caso brasileiro.

Quando o governo quer fazer algum pagamento, o BCB debita o valor correspondente da Conta Única e credita na conta de reservas bancárias do banco comercial que deverá receber tal pagamento em favor de seu beneficiário final (aumenta, portanto, o volume de depósitos à vista). Por outro lado, quando o público paga impostos ou compra títulos públicos, ocorre o inverso: os bancos comerciais reduzem os depósitos bancários dos clientes que estão realizando o pagamento, enquanto o BCB debita o valor da conta de reservas bancárias dos bancos comerciais e o credita na Conta Única. Todas essas contas (exceto as do público junto aos bancos comerciais) são passivos do BCB, de forma que essas operações apenas realocam

⁶⁵ O saldo dessa conta não faz parte de nenhum agregado monetário (REZENDE, 2009).

⁶⁶ O Tesouro, por outro lado, não dispõe de autoridade para emitir moeda, conforme estabelece a Constituição Federal de 1988: “Art. 164. A competência da União para emitir moeda será exercida exclusivamente pelo Banco Central. § 1º É vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira”.

recursos dentro do seu passivo⁶⁷ (BASTOS *et al.*, 2020; PIMENTEL; MARTINS, 2020; REZENDE, 2009).

No entanto, ao debitar a conta de reservas dos bancos comerciais e creditar a Conta Única, o BCB na realidade está destruindo reservas bancárias (base monetária) emitidas anteriormente. Ou seja, o pagamento de impostos, por exemplo, representa destruição da moeda estatal, como vimos no Capítulo 1, e não financia os gastos públicos. Portanto, *ceteris paribus*, pagamento de impostos reduzem as reservas bancárias e gastos do governo as aumentam.

De acordo com a MMT, os impostos e a dívida pública não financiam os gastos do governo do brasileiro (Rezende, 2009). O que o BCB faz é usar as operações de mercado aberto para impedir que pressões sobre a taxa Selic a desviem de sua meta e comprometam a sistemática do RMI. Nesse sentido, e em linha com Lerner, a venda de títulos públicos faz parte da política monetária:

In fact, it is a “monetary policy” operation rather than a “financing” operation. In the absence of daily open market operations, the overnight interest rate would fall to zero. By contrast, the conventional view suggests that when the government is running budget deficits, it is borrowing from the nongovernmental sector, thereby pushing up the overnight nominal interest rate. It should be clear that the Brazilian government is not financially constrained operationally—neither revenue constrained nor reserve constrained. (REZENDE, 2009, p. 90).

Nessa perspectiva, não faria sentido discutir sustentabilidade e responsabilidade fiscal nos termos do Novo Consenso Macroeconômico. O governo brasileiro, por ser emissor de uma moeda soberana (não conversível em dólares), é incapaz de se tornar insolvente em reais⁶⁸: “Note that with the introduction of the Brazilian Fiscal Responsibility Law, there are ‘borrowing’ limits and other constraints, but these are all self-imposed” (REZENDE, 2009, p.94-95).

3.3.2 Mudanças no regime fiscal e na condução da política fiscal

Com as fortes adversidades que marcaram a década de 1980, conhecida como “década perdida”, a ascensão da teoria monetarista iniciou um processo de imposição de limites à atuação do Estado e subjugação da política fiscal aos ditames das finanças sadias, com

⁶⁷ Lembrando que as contas de reservas bancárias são centrais para a operação da política monetária, uma vez que o BCB tem que administrar a liquidez no sistema bancário para manter a Selic na sua meta.

⁶⁸ Um eventual “calote” ou moratória na dívida pública em moeda nacional somente seria possível por um ato arbitrário, como, por exemplo, aquele praticado no contexto do Plano Collor – ver Marques e Werlang (1989) e Belluzzo e Almeida (1990).

objetivo de controlar a expansão monetária e, assim, a inflação. A política fiscal foi perdendo seu papel ativo e a inflação foi sendo cada vez mais associada aos déficits públicos. Como aponta Lopreato (2013, p. 153):

O esforço de conter as ações do Estado e a eleição do corte do déficit público como meta-síntese da política econômica fez com que a política fiscal perdesse o *status* de poderoso instrumento de aceleração do crescimento e o gasto público se transformasse em vilão da crise.

O ajuste fiscal era visto como essencial para uma estabilização bem-sucedida dos preços, sendo incluído na estratégia do Plano Real. A construção desse novo modelo institucional, alinhado à agenda neoliberal, redesenhou o padrão de intervenção estatal na economia. Passou-se a defender a necessidade de reformas permanentes que alterassem o regime fiscal de forma duradoura a fim de sustentar a baixa inflação.

O acordo com o FMI em 1998 foi responsável por aumentar a “austeridade fiscal frente à obrigação de restabelecer a confiança na solvência da dívida pública” (LOPREATO, 2013, p.184). Assim, a adoção e o enrijecimento de regras fiscais tinha o objetivo de evitar que os problemas fiscais afetassem a estabilidade macroeconômica.

No contexto de liberalização e globalização financeiras e aumento dos movimentos de capitais especulativos, o governo brasileiro passou a ter uma grande preocupação com a solvência das contas públicas como forma de passar “confiança” para os investidores e não influenciar negativamente suas expectativas: “A ação da política fiscal voltou-se, fundamentalmente, ao papel de âncora das expectativas dos agentes e de guardião da credibilidade da política macroeconômica” (LOPREATO, 2013, p.160).

Além disso, a característica do regime fiscal pós-estabilização passou a ser a rigidez orçamentária. Tornou-se mais difícil atender a todas as demandas orçamentárias, considerando a correlação de forças sociais e políticas, num contexto de limites aos gastos, obrigação de gerar superávits primários e baixo crescimento econômico.

Em 2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) determinou que a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), através do “anexo de metas fiscais”⁶⁹, seria responsável por determinar a meta de superávit primário, a qual seria a principal âncora da política fiscal do governo (LOPREATO, 2013; RODRIGUES; COUTO, 2020).

Nesse sentido, a LDO, que funcionava como um elo entre os instrumentos de planejamento de médio prazo, o Plano Plurianual (PPA), e de curto prazo, a Lei Orçamentária

⁶⁹ “No Anexo de Metas Fiscais são estabelecidas as metas anuais relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública, para o exercício a que se referirem e para os dois seguintes” (RODRIGUES; COUTO, 2020, p. 22).

Anual (LOA), ganhou destaque no processo orçamentário em detrimento dos PPA. Ou seja, o planejamento de médio prazo foi deixado de lado e o de curto prazo passou a ser a referência para as decisões alocativas (RODRIGUES; COUTO, 2020).

A ideia do regime fiscal de metas de superávit primário era que estas se tornassem a principal âncora para a estabilização da relação dívida/PIB. Essa restrição fiscal *ex-ante* passou a condicionar todo o processo orçamentário federal após sua adoção. Apesar dessas medidas rígidas, o “novo regime fiscal” não foi capaz de promover uma situação fiscal considerada “saudável e segura” devido à instabilidade macroeconômica dos primeiros anos do século XXI e às elevadas taxas de juros. O que ocorreu, na verdade, foi que:

A reestruturação do regime fiscal deixou como legado a determinação da gestão pública de estar comprometida com o resultado fiscal e a solvência da dívida pública. Porém, a agenda, nos termos em que foi colocada, mostrou não ser suficiente para criar, por si só, o ambiente favorável à geração de ondas de investimentos de infraestrutura e de sustentar o crescimento. O foco quase exclusivo no ajuste fiscal e no esforço de aprimorar as condições de mercado deixou de lado os mecanismos fiscais e financeiros capazes de dotar o Estado de capacidade de investir e de articular a ação dos agentes privados em projetos de investimento e estratégias de crescimento. (LOPREATO, 2013, p. 199-200).

É interessante notar que, diante da crise de confiança atrelada à sua posse, Lula optou por, num primeiro momento, seguir a linha da política anterior, preocupando-se com a sustentabilidade da dívida e o ajuste fiscal. No entanto, em 2006, o ministro Palocci é substituído e a orientação da política fiscal muda de forma significativa. Esta passa a ser mais ativa e guiada por preceitos desenvolvimentistas, pós-keynesianos e estruturalistas, dando impulso também às políticas sociais, porém sem esquecer o compromisso de redução da relação dívida/PIB.

A nova postura oficial do governo, caracterizada por uma maior intervenção estatal, partiu do reconhecimento de que o mercado, por si só, não conseguiria sustentar os investimentos e garantir o crescimento econômico. Contudo, as bases do regime macroeconômico não foram alteradas. A especificidade de Lula foi que “além da expansão da política social, deu maior espaço à presença do Estado e recriou mecanismos de apoio ao capital privado e de defesa do crescimento” (LOPREATO, 2013, p. 204).

Assim, uma atuação mais ativa da política fiscal e do Estado não era de todo incompatível com o regime macroeconômico vigente, baseado no NCM. Contudo, a possibilidade de utilização dessa política dependia significativamente da conjuntura econômica. Por exemplo, a crise financeira internacional permitiu uma maior tolerância a ações de intervenção estatal sem comprometer a “confiança” dos agentes, mas tão logo foi superada, reestabeleceu-se o clamor por uma política mais austera. Na prática, a manutenção

da institucionalidade não deu a margem de manobra necessária aos gestores da política fiscal para adotarem políticas mais progressistas, além de pesarem significativamente em favor de incentivos tributários em comparação ao aumento de gastos.

3.3.3 LRF e regras fiscais brasileiras: Regra de Ouro, Meta de Resultado Primário e Teto de Gastos

O argumento dos que defendem o uso de regras fiscais na gestão da política fiscal tem por trás a ideia de que elas “permitem disciplinar o gasto público e gerar um estado de confiança junto aos investidores nacionais e internacionais, o que contribuiria para o crescimento econômico liderado pela iniciativa privada” (GIMENE; MONEDESI, 2021, p.2). Por outro lado, há os que defendem a flexibilização e/ou revogação dessas restrições fiscais (auto impostas), como forma de munir o Estado de capacidade de enfrentar adversidades, atenuando as flutuações macroeconômicas, e de prestar serviços públicos de qualidade, como os autores ligados à MMT.

Para os que têm esta visão, as regras fiscais teriam impactos indesejáveis sobre o crescimento econômico, o nível de emprego e a arrecadação tributária.

De acordo com o Lledó *et al.* (2017, p. 8), “a fiscal rule is a long-lasting constraint on fiscal policy through numerical limits on budgetary aggregates”, geralmente com o objetivo de promover a responsabilidade fiscal e a saúde das contas públicas, além de ancorar as expectativas de longo prazo dos agentes em relação à política fiscal e às contas do governo (BROCHADO *et al.*, 2019).

Atualmente, o debate acerca das regras fiscais brasileiras ainda está em aberto, sobretudo devido aos problemas associados a estas. A visão da atual equipe econômica é fiscalista e preocupada com a “saúde” das finanças públicas⁷⁰. Assim, o debate acaba indo na direção de aprofundamento das regras vigentes:

Estas regras foram criadas em momentos distintos, refletindo as necessidades da política fiscal daquele momento. O arcabouço atual brasileiro, portanto, é composto por regras cujos objetivos não estão necessariamente interligados, e que em cenários específicos podem ser conflitantes ou ineficientes. Assim, não se observa o respeito pleno ao princípio da consistência e eficiência, um dos motivos pelos quais as regras fiscais existentes, sob o atual desenho, podem não ser suficientes para garantir trajetória de endividamento público sustentável no médio e longo prazo. (BROCHADO *et al.*, 2019, p. 11).

⁷⁰ É importante destacar que esse arcabouço das finanças sadias e os seus pressupostos, presentes na elaboração das regras fiscais brasileiras, não são consensuais entre os economistas (VILELLA; VAZ, 2021).

Dentre as regras de maior influência no arcabouço brasileiro destacam-se: a Regra de Ouro, a Meta de Resultado Primário e o Teto de Gastos.

A Regra de Ouro proíbe “a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta” (BRASIL, 1988, Artigo 167, inciso III). Na prática, isso significa que o governo não pode se endividar a fim de financiar despesas correntes⁷¹. A ideia por trás dessa regra é que uma geração só poderia se endividar para financiar investimentos que beneficiarão também as gerações futuras, já que o pagamento da dívida emitida recairia sobre elas (GIMENE; MODENESI, 2021)⁷².

A Meta de Resultado Primário para a União, como visto anteriormente, consta na LRF, a qual determina que “integrará o projeto de lei de diretrizes orçamentárias Anexo de Metas Fiscais, em que serão estabelecidas metas anuais, em valores correntes e constantes, relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública, para o exercício a que se referirem e para os dois seguintes”⁷³.

O objetivo desta regra de resultado primário é reduzir os déficits primários como meio para promover a sustentabilidade da dívida pública. Além de desconsiderar os outros fatores envolvidos na dinâmica do endividamento público, a regra desloca o foco da política fiscal, que, na visão de autores ligados à MMT, deveria ser garantir os direitos sociais previstos na Constituição, para o resultado de uma variável econômica (VILELLA; VAZ, 2021).

Além disso, um grave problema dessa regra é o seu caráter pró-cíclico: ela permite o aumento dos gastos públicos em momentos de crescimento econômico, já que as receitas também se elevam, porém obriga o governo a reduzir gastos nos momentos adversos por conta da queda das receitas, embora os gastos públicos sejam um instrumento extremamente relevante em momentos recessivos. Portanto, é completamente incompatível com um regime fiscal pautado pelas finanças funcionais. (VILELLA; VAZ, 2021).

⁷¹ Entendidas como “salários de servidores públicos, benefícios previdenciários e assistenciais, funcionamento e manutenção da administração pública etc.” (BRASIL, 2018).

⁷² Entretanto, devido à grande abrangência do conceito de “despesas de capital”, que permite incluir amortizações da dívida pública, por exemplo, torna possível o cumprimento da regra mesmo em um cenário de elevação do endividamento e redução do investimento. Ademais, há despesas correntes que também impactam e são relevantes para as gerações futuras, por exemplo, as relacionadas às áreas da saúde e educação, mas a necessidade de cumprimento da regra ignora esse fato, sendo contraditório à ideia inicial por trás do estabelecimento da regra (BROCHADO *et al.*, 2019; GIMENE; MODENESI, 2021; VILELLA; VAZ, 2021). Além disso: “a regra desconsidera que uma despesa com investimentos públicos gera, posteriormente, despesas correntes para a sua manutenção, o que ocorre no caso da construção de hospitais públicos e escolas públicas, por exemplo. Isto traz para frente do debate a importância das despesas correntes para que as despesas com investimento tenham o efeito esperado” (VILELLA; VAZ, 2021, p.9).

⁷³ Art. 4º, § 1º da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000.

Já o Teto de Gastos foi responsável por instituir um Novo Regime Fiscal⁷⁴. Essa regra “define um limite para o montante das despesas primárias, que equivale ao limite do ano anterior corrigido pela inflação” (BRASIL, 2018). Ou seja, fica proibido o aumento real dos gastos primários da União pelos próximos vinte anos⁷⁵, independentemente do nível de receitas arrecadadas pelo governo. Em caso de descumprimento, alguns gatilhos são acionados, como proibição de contratação de pessoal, de criação de despesas obrigatórias, de realização de concursos, entre outras (BROCHADO *et al.*, 2019; VILELLA; VAZ, 2021).

O teto de gastos pode ser associado a vários problemas. Por exemplo, como o crescimento populacional é positivo, o teto de gastos resulta em uma redução real dos gastos primários *per capita* (GIMENE e MODENESI, 2021). Ademais, como a regra abrange a maioria das despesas primárias e o nível de despesas obrigatórias é muito elevado, ocorre uma tendência de redução das despesas discricionárias, incluindo os investimentos associados à provisão de bens e serviços públicos para a população (VILELLA; VAZ, 2021).

Todas essas restrições adotadas no Brasil, segundo a MMT, são auto impostas, visto que o governo brasileiro emite moeda soberana. A essas regras associa-se a alcunha da “responsabilidade fiscal”, relegando ao segundo plano a garantia dos direitos sociais previstos na Constituição Federal de 1988 ao povo brasileiro. Nesse sentido, para que o arcabouço de política econômica brasileiro pudesse se alinhar às prescrições de políticas da MMT, seria necessário rever profundamente esse conjunto de regras, bem como a institucionalidade mais ampla do regime macroeconômico adotado no país.

3.4. SÍNTESE

Para o arcabouço teórico da MMT, a preocupação dos formuladores de política e a condução da política econômica, sobretudo a política fiscal, deve ser focalizada em promover condições macroeconômicas que sustentem o pleno emprego e estimulem o nível de atividade sem, contudo, comprometer a estabilidade de preços. Discutiu-se no Capítulo 2 que o Brasil pode ser considerado um país emissor de moeda soberana, ainda que não esteja completamente livre de restrições externas.

Já neste capítulo, analisou-se o arcabouço institucional da política econômica brasileira, com foco nas políticas monetária, cambial e fiscal. Mostrou-se que a orientação desse arcabouço em prol da estabilidade macroeconômica e de preços acaba subjugando

⁷⁴ Emenda Constitucional nº 95, de 2016.

⁷⁵ A regra pode ser revista após dez anos de vigência.

outros objetivos, como o crescimento econômico e o pleno emprego. Ainda que a experiência brasileira revele que é possível operar dentro dos limites institucionais atuais, caso haja condições conjunturais que permitam as autoridades a fazê-lo, a moldura estrutural desse arcabouço ainda restringe significativamente as possibilidades de ação do Estado.

Em particular, as regras fiscais vigentes no Brasil focalizam o suposto equilíbrio das contas públicas e, para atingi-lo, promovem restrições artificiais e desnecessárias ao gasto público. Em teoria, as restrições importantes para os *policy makers* dizem respeito à disponibilidade de recursos reais e de capacidade produtiva (cuja superação pode desencadear um processo inflacionário) e à restrição do balanço de pagamentos ou externa.

O arcabouço de política econômica, inclusive, não parece demonstrar maiores preocupações com as necessidades e demandas sociais, tal como estabelecidas na Constituição Federal de 1988. Ele ignora questões relevantes na visão MMTista como desemprego, acesso à saúde, educação, alimentação, moradia, cultura, lazer, entre outras. Inclusive, muitas vezes inviabiliza o atendimento de déficits sociais, que são genuinamente preocupantes. Em outras palavras, o arcabouço atual amarra a capacidade de gastar do Estado e compromete a adoção de políticas que promovam o desenvolvimento econômico de longo prazo do país, incompatível, inclusive, com demandas democráticas fundamentais para a sociedade brasileira.

CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi analisar as características macroeconômicas e institucionais do Brasil que nos permitissem inferir se a economia brasileira possui uma moeda soberana, qual seu grau de autonomia de política econômica e quais aspectos poderiam dificultar a aplicação das prescrições de política MMTistas.

Foi exposto no Capítulo 1 que um Estado de moeda soberana é aquele que, basicamente, emite a própria moeda na qual cobra impostos e realiza seus gastos, se endivida apenas nela e não promete sua conversão. Em outras palavras, o Estado precisa possuir quatro características: (a) definir a unidade de conta que denominará os preços e contratos; (b) impor obrigações coletivas denominadas nessa unidade de conta; (c) emitir uma moeda que represente tal unidade de conta definida e aceitar apenas ela como pagamento das obrigações coletivas; e, por fim, (d) não prometer a conversão da sua moeda em algo que não emite e não se endividar em outra moeda. Esse último ponto deixa claro que o regime cambial ideal na visão dos autores MMTistas é o flexível, uma vez que o país não ficaria dependente da sua capacidade de obter moeda estrangeira para cumprir uma taxa de conversão fixa, o que proporcionaria um maior grau de soberania monetária.

Nessa visão, um Estado soberano não possui restrição financeira, isto é, não pode “quebrar” na própria moeda e o objetivo central da política econômica, especialmente da política fiscal, é promover o pleno emprego, sem, contudo, comprometer a estabilidade de preços. No entanto, países periféricos enfrentam problemas mais complicados. Por exemplo, a maioria deles possui alguma restrição externa, de modo que precisam obter alguma quantidade de moeda estrangeira. Assim, muitas vezes medidas austeras não são meramente auto impostas. Ademais, as moedas periféricas não possuem liquidez a nível internacional, fato que reduz o espaço de política dos países periféricos em relação aos centrais.

No Capítulo 2 foi realizada uma avaliação empírica a respeito do endividamento externo brasileiro, a qual mostrou que o país teve êxito em reduzir sua exposição ao endividamento em moeda estrangeira nos últimos anos, tanto por meio da redução das dívidas externas bruta e líquida, quanto por meio da desindexação da dívida pública ao câmbio. Apesar da questão estrutural relacionada à restrição externa, relevante para os países periféricos, esse movimento conferiu maior grau de liberdade aos *policy makers* brasileiros.

Ademais, também foi realizada uma avaliação empírica associada ao endividamento interno do Estado brasileiro, baseada no trabalho de Jorge (2020). Essa avaliação nos revelou que o governo não enfrenta restrições para se endividar em moeda nacional, isto é, ao longo

dos últimos anos, o Tesouro Nacional não mostrou problemas de colocação de títulos no mercado, embora o perfil da dívida brasileira seja de curto prazo e com taxas pós-fixadas.

Do ponto de vista empírico, portanto, foi possível concluir que a política interna brasileira possui um relativo grau de autonomia, apesar de o real não estar no topo da hierarquia monetária internacional.

Por fim, no Capítulo 3 foram abordados os aspectos institucionais da política econômica brasileira. Foi possível observar que, desde a adoção do “tripé macroeconômico”, as políticas brasileiras têm sido bastante rígidas, o que dificulta uma maior atuação do Estado na promoção do pleno emprego e do crescimento. A rigidez da política monetária é evidenciada sob o regime de metas de inflação; a política cambial, através de uma estratégia de controle de capitais e regulação da taxa de câmbio, poderia ser usada para aumentar o espaço de manobra das políticas domésticas, porém é usada para controlar a inflação; e a política fiscal, por meio de tantas regras fiscais (artificiais e auto impostas, na visão MMTista), fica subordinada à uma visão preocupada com o resultado orçamentário do governo, e não com a garantia dos direitos e demandas da sociedade.

Nesse sentido, fica claro que o arcabouço institucional da política econômica é orientado para a estabilidade macroeconômica e de preços e acaba impondo amarras à atuação estatal e comprometendo outros objetivos mais relevantes segundo a MMT, a saber, a busca do pleno emprego e o crescimento econômico.

Assim, conclui-se que a hipótese do presente trabalho, de que a MMT é aplicável ao caso brasileiro, se confirma, mas, para que isso seja possível, mudanças institucionais relevantes precisam ser realizadas. É possível alinhar a política econômica brasileira às prescrições MMTistas, porém, para isso, é preciso rever os objetivos principais a serem perseguidos e a institucionalidade de todo o regime macroeconômico do país, em especial o conjunto de regras fiscais vigentes, que restringem a capacidade de gastar do Estado e, portanto, comprometem a adoção de políticas voltadas para o atendimento das necessidades sociais e para o desenvolvimento econômico de longo prazo.

REFERÊNCIAS

AKYUZ, Y. Financial liberalization: the key issues. **Discussion Papers**, n. 56. United Nations Conference on Trade and Development, Genebra, mar.1993. 55 p.

ANBIMA. **Aplicações de investidores não residentes nos mercados financeiro e de capitais brasileiros**. Rio de Janeiro, RJ, 2014. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/aplicacoes-de-investidores-nao-residentes-nos-mercados-financeiro-e-de-capitais-brasileiros.htm. Acesso em: 4 jun. 2021.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, São Paulo, v. 18, n. 1 (35), 30 p., abr. 2009.

BALL, L; MANKIW, N. G. What do budget deficits do?. **NBER – National Bureau of Economic Research**, Working Paper nº 5263, Cambridge, 38 p., set. 1995.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular nº 3.280 do BCB, de 9 de março de 2005. Divulga o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais, contemplando as operações em moeda nacional ou estrangeira realizadas entre pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no País e pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasil (DF), 2005. Disponível em: <https://www.legiscor.com.br/legislacao-do-corretor/circular-bacen-n-3-280-de-09-03-2005>. Acesso em: 4 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comunicado nº 6.565 do BCB. Dispõe sobre o regime cambial. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 19 jan. 1999. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/rex/MerCambio/Port/cambio991/1999-1Pol%C3%ADticaCambial.asp?frame=1>. Acesso em: 4 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI). Atualização RMCCI 62, em vigor de 24.10.2013 a 2.2.2014 – Circular 3.672. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF). Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/cambiocapitais/normas_cambio/rmcci/regulamento_RMCCI.pdf. Acesso em: 15 jul. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 2.689, de 26 de janeiro de 2000. Dispõe sobre aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 2000. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2689_v3_P.pdf. Acesso em: 4 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 3.568, de 29 de maio de 2008. Dispõe sobre o mercado de câmbio e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 2008. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47908/Res_3568_v9_L.pdf. Acesso em: 4 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 4.373, de 29 de setembro de 2014. Dispõe sobre aplicações de investidor não residente no Brasil nos mercados financeiro e de capitais no País e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, 01/10/2014, seção 1, p. 20-21, Brasília (DF), 2014. Disponível em:

https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48650/Res_4373_v1_O.pdf. Acesso em: 4 jun. 2021.

BARBOSA, N. Financiamento do Tesouro. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 8 mai. 2020.

Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/columnas/nelson-barbosa/2020/05/financiamento-do-tesouro.shtml>. Acesso em: 18 jan. 2021.

BARBOSA, N. Moeda, títulos e financiamento do Tesouro. **Blog do IBRE**, 5 mai. 2020.

Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/moeda-titulos-e-financiamento-do-tesouro>. Acesso em: 18 jan. 2021.

BARBOSA, N. Selic zero. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 15 mai. 2020. Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/columnas/nelson-barbosa/2020/05/selic-zero.shtml>. Acesso em: 18 jan. 2021.

BASTOS, C. P.; MARTINS, N. M.; DWECK, E. Taxa de juros zero: impactos e limites.

Grupo de Economia do Setor Público (GESP, Instituto de Economia – Universidade Federal do Rio de Janeiro, 21 p., 2020.

BASTOS, P. P. Z. Por que é melhor um governo emitir do que endividar-se em uma crise?.

Carta Maior, 18 mai. 2020. Economia política. Disponível em:

<https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia-Politica/Por-que-e-melhor-um-governo-emitir-do-que-endividar-se-em-uma-crise-/7/47534>. Acesso em: 18 jan. 2021.

BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, J. S. G. Crise e reforma monetária no Brasil. **Revista São Paulo em Perspectiva**, São Paulo, v. 4, n. 1, p. 63-75, jan./mar. 1990. Disponível em:

http://produtos.seade.gov.br/produtos/spp/v04n01/v04n01_14.pdf. Acesso em: 27 jul. 2021.

BOGDANSKI, J., TOMBINI, A., WERLANG, S. **Implementing Inflation Targeting in Brazil**.

Brasília: Banco Central do Brasil. Working Paper Series, n. 1, jul. 2000. 29 p.

BRAGA, J. Vale a pena flexibilizar o teto de gastos para ampliar a transferência de renda em definitivo? SIM. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 28 ago. 2020. Opinião. Disponível em:

<https://www1.folha.uol.com.br/opiniao/2020/08/vale-a-pena-flexibilizar-o-teto-de-gastos-para-ampliar-a-transferencia-de-renda-em-definitivo-sim.shtml>. Acesso em: 18 jan. 2021.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF: Senado, 1988. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 4 jun. 2021.

BRASIL. Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999. Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências.

Diário Oficial da União, Brasília (DF), 22 jun. 1999. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm. Acesso em: 4 jun. 2021.

BRASIL. Lei complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 5 maio 2000. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 4 jun. 2021.

BRASIL. Lei nº 13.971, de 27 de dezembro de 2019. Institui o Plano Plurianual da União para o período de 2020 a 2023. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 30 dez. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/planejamento-e-orcamento/plano-plurianual-ppa/arquivos/Lei13.971de27dedezembrode2019.pdf>. Acesso em: 4 jun. 2021.

BRASIL. Lei nº 14.116, de 31 de dezembro de 2020. Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração e a execução da Lei Orçamentária de 2021 e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, 31/12/2020, ed: 250, seção 1, p. 1, Brasília (DF). Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-14.116-de-31-de-dezembro-de-2020-297470533>. Acesso em: 4 jun. 2021.

BRASIL. Lei nº 14.144, de 22 de abril de 2021. Estima a receita e fixa a despesa da União para o exercício financeiro de 2021. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 11 jun. 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2021/lei/L14144.htm. Acesso em: 4 jun. 2021.

BRASIL, Senado Federal. Tópico especial: regras fiscais no Brasil. **Relatório de Acompanhamento Fiscal** - Instituto Fiscal Independente, Brasília (DF), Senado Federal, jan. 2018, 3 p.

BROCHADO, A. *et al.* Regras fiscais: uma proposta de arcabouço sistêmico para o caso brasileiro. **Textos para Discussão**, Tesouro Nacional, n. 31, 2019, 32 p.

CALVO, G. A.; REINHART, C. M. Fear of floating. **NBER – National Bureau of Economic Research**, Working Paper 7993, Cambridge, nov. 2000, 64 p.

CARVALHO, F. *et al.* **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2012. 408 p.

CHAMON, M.; GARCIA, M. **Capital Controls in Brazil: effective?**. 15th Jacques Polak Annual Research Conference, International Monetary Fund. Washington, nov. 2014, 46 p.

CONCEIÇÃO, D.; LINS, R.; DEOS, S.; PIMENTEL, K.; DALTO, F. Pandemia de coronavírus ensina ao mundo a verdade sobre o gasto público. **Carta Capital**, 23 mar. 2020. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/economia/pandemia-de-coronavirus-ensina-ao-mundo-a-verdade-sobre-o-gasto-publico/>. Acesso em: 23 de jul. de 2021.

DALTO, F. *et al.* **Teoria monetária moderna: a chave para uma economia a serviço das pessoas**. Fortaleza: Nova Civilização, 2016. 150 p.

DEOS, S. *et al.* Modern Money Theory: ascensão no cenário internacional e debate no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 41, n. 2, abr./jun. 2021, p. 314-332.

DEOS, S.; LINS, R.; PIMENTEL, K.; DALTO, F.; CONCEIÇÃO, D. É a demanda, Paulo Guedes! **Le Monde Diplomatique Brasil**, 19 abr. 2020. Disponível em: <https://diplomatique.org.br/e-a-demanda-paulo-guedes/>. Acesso em: 23 de jul. de 2021.

FRAGA, A. Dez Anos de Metas para a Inflação. *In*: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez Anos de Metas para a Inflação no Brasil: 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, p. 23-35, 2011.

GIMENE, M; MODENESI, A. M. **Alternativas de aperfeiçoamento das regras fiscais brasileiras**. 30 p., 2021. No prelo.

GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. Capital flows and controls in Brazil: what have we learned?. **NBER – National Bureau of Economic Research**, Cambridge, Working Paper nº 11640, p. 349-419, maio 2007.

GRANER, F.; PINTO, L.; REZENDE, V. Alta do juro de longo prazo é alerta sobre risco fiscal, diz Tesouro. **Valor Econômico**, São Paulo, 24 set. 2020. Finanças. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/09/24/alta-do-juro-de-longo-prazo-e-alerta-sobre-risco-fiscal-diz-tesouro.ghml>. Acesso em: 18 jan. 2021.

JORGE, C. T. **A critical analysis of Brazilian public debt in the 2000s from an MMT perspective**. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2020.

KELTON, S. **The deficit** myth: modern monetary theory and the birth of the people’s economy. New York: Public Affairs, 2020. 336 p.

LERNER, A. P. Functional finance and the federal debt. **Social Research**, The John Hopkins University Press, v. 10, n. 1, p. 38-51, fev. 1943.

LISBOA, M. ‘Há um caminhão de propostas oportunistas’, aponta Marcos Lisboa [Entrevista concedida a] Adriana Fernandes. **Estadão**, 29 abr. 2020. Economia. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,ha-um-caminhao-de-propostas-oportunistas-aponta-marcos-lisboa,70003286592>. Acesso em: 18 jan. 2021.

LLEDÓ, V. *et al.* **Fiscal rules at a glance**. International Monetary Fund. Washington, mar. 2017, 82 p.

LOPREATO, F. L. C. **Caminhos da política fiscal no Brasil**. São Paulo: Unesp, 150 p.

LOYOLA, G. Voluntarismo volta a ameaçar. **Valor Econômico**, São Paulo, 4 mai. 2020. Opinião. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniaao/coluna/voluntarismo-volta-a-ameacar.ghml>. Acesso em: 18 jan. 2021.

MAIA, R. Teto de Gastos revela a urgência do controle dos gastos obrigatórios. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 13 set. 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/09/teto-de-gastos-revela-a-urgencia-do-controle-dos-gastos-obrigatorios.shtml>. Acesso em: 18 jan. 2021.

MARQUES, M. S. B.; WERLANG, S. R. C. Moratória interna, dívida pública e juros reais. **Pesquisa e Planejamento Econômico** (IPEA), Rio de Janeiro, v. 19, n. 1, p.19-44, abr. 1989. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/5884/1/PPE_v19_n01_Moratoria.pdf. Acesso em: 27 jul. 2021.

MARTINS, N. M. Política monetária brasileira nos governos Dilma (2011-2016): o ensaio de ruptura e a restauração do conservadorismo. **Texto para Discussão Discente**, Instituto de Economia (IE Universidade Federal do Rio de Janeiro). Rio de Janeiro, n. 001, 2017, 34 p.

MODENESI, A. M. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri: Manole, 2005. 476 p.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. **Macroeconomia da Estagnação Brasileira**. Rio de Janeiro: Alta Books. 2021, 192 p.

PAULA, L. F.; MARTINS, N. Devemos voltar à austeridade fiscal no pós-pandemia de coronavírus? **Brasil debates**, 20 mai. 2020. Disponível em: <https://brasildebate.com.br/devemos-voltar-a-austeridade-fiscal-no-pos-pandemia-de-coronavirus/>. Acesso em: 23 de jul. de 2021.

PAULA, L. F.; OREIRO, J. L.; SILVA, G. J. C. Fluxos e controles de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. *In*: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. São Paulo: Manole, 2003, p. 65-116.

PAULA, L. F.; SARAIVA, P. J. Novo consenso macroeconômico e regime de metas de inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, v. 36, n. 128, p. 19-32, 2015.

PIMENTEL, K.; MARTINS, N. M. Financiamento do gasto público, controle da(s) taxa(s) de juros e a dívida pública. **Nota de Política Econômica**, Grupo de Economia do Setor Público (GESP, Instituto de Economia – Universidade Federal d Rio de Janeiro), maio 2020, 16 p. Disponível em: <https://www.ie.ufrj.br/images/IE/home/noticias/Financiamentodogastopublico.pdf>. Acesso em: 25 jan. 2021.

PRATES, D. M. **O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008**. Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA – Instituto de Pesquisas Econômicas, 2010. 69 p.

PRATES, D. M. **O regime de câmbio flutuante no Brasil 1999 – 2012: especificidades e dilemas**. Brasília (DF): IPEA, 2015. 180 p.

PRATES, D. M.; PAULA, L. F. Regulação dos fluxos de capitais no Brasil: uma avaliação do período 2009-2013. **Revista de Economia Política**, São Paulo (SP), v. 37, n.1, p. 108-128, jan./mar. 2017.

REIF, A. C. **Política monetária do Novo Consenso: modelo do Novo Consenso, a regra de Taylor e o regime de metas de inflação**. 15 nov. 2018, 36 slides.

RESENDE, A. L. Consenso e Contrassenso: déficit, dívida e previdência. **Valor Econômico**, São Paulo, 8 mar. 2019. Eu &. Disponível em: <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2019/03/08/consenso-e-contrassenso-deficit-divida-e-previdencia.ghtml>. Acesso em: 25 jan. 2021.

RESENDE, A. L. Crise exige superar equívocos sobre emissão de moeda e dívida pública, diz André Lara. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 16 mai. 2020b. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2020/05/crise-exige-superar-equivocos-sobre-emissao-de-moeda-e-divida-publica-diz-andre-lara.shtml>. Acesso em: 18 jan. 2021.

RESENDE, A. L. Dogma e temor de reeleição mantêm teto de pé, diz Lara. **Valor Econômico**, São Paulo, 24 ago. 2020c. Brasil. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2020/08/24/dogma-e-temor-de-reeleicao-mantem-teto-de-pe-diz-lara.ghtml>. Acesso em: 18 jan. 2021.

RESENDE, A. L. Lara Resende: Por que Summers e Bernanke agora defendem política fiscal expansionista. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 dez. 2020d. Eu &. Disponível em: <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2020/12/11/lara-resende-por-que-summers-e-bernanke-agora-defendem-politica-fiscal-expansionista.ghtml>. Acesso em: 18 jan. 2021.

RESENDE, A. L. Quem vai pagar essa conta?. **Valor Econômico**, São Paulo, 24 abr. 2020a. Eu &. Disponível em: <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2020/04/24/andre-lara-resende-quem-vai-pagar-essa-conta.ghtml>. Acesso em: 18 jan. 2021.

REZENDE, F. C. The nature of government finance in Brazil. **International Journal of Political Economy**, v. 38, n. 1, p. 81–104. 2009.

RODRIGUES, J. M.; COUTO, L. F. A transformação da lei de diretrizes orçamentárias: impactos da reforma orçamentária de 2000 e da lei de responsabilidade fiscal. In: GIMENE, M. (org.). **Planejamento, orçamento e sustentabilidade fiscal**. Brasília: Assecor, 2020, p. 12-47.

ROSSI, P. **A inconstitucionalidade da política cambial no Brasil**. 42º Encontro Nacional de Economia – ANPEC, Natal (RN). 2014a. 19 p.

ROSSI, P. Institucionalidade do mercado de câmbio e a política cambial no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 23, n. 3 (52), p. 645-667, dez. 2014b.

SARAIVA, P. J.; PAULA, L. F.; MODENESI, A. M. Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais. **Economia e Sociedade**, Campinas, São Paulo, v. 26, n. 1, 44 p., 2017.

SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL (Brasil). **Relatório Mensal da Dívida Pública**. Brasília (DF), abr. 2021. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO:39226. Acesso em: 15 jul. 2021.

SERRANO, F.; SUMMA, Ricardo. Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 34, n. 2, p. 383-406, dez. 2013. Disponível em:

<https://www.excedente.org/wp-content/uploads/2014/09/2948-18231-1-PB.pdf>. Acesso em: 27 ago. 2021.

SICSÚ, J. Brasil: é uma depressão, não foi apenas uma recessão. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 23, n. 1, p. 1-41, jan./abr. 2019. Disponível em: <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/24294>. Acesso em: 28 jul. 2021.

SILVA, J. A.; LOURENÇO, A. L. C. de. Restrição externa: a economia brasileira na década recente e o modelo de Thirlwall. **Revista Economia & Tecnologia (RET)**, Universidade do Paraná, Paraná, v. 10, n. 4, p. 9-35, out./dez. 2014.

VENTURA, A.; GARCIA, M. Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil: o rabo balança o cachorro. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro (RJ), v. 66, n. 1, p. 21-48, jan./mar. 2012.

VERGNHANINI, R.; DE CONTI, B. Modern monetary theory: a criticism from the periphery. **Brazilian Keynesian Review**, v. 3, n. 2, p. 16-31, 2017.

VERNENGO, M.; CALDENTEY, E. P. Modern money theory (MMT) in the tropics: functional finance in developing countries. **PERI - Political Economy Research Institute**, University of Massachusetts, Amherst, n. 495, 31 p., 2019.

VILELLA, C. *et al.* **Introdução à Teoria Monetária Moderna (MMT)**. Rio de Janeiro: Centro Acadêmico Stuart Angel, Grupo de Economia do Setor Público (GESP/Instituto de Economia – Universidade Federal do Rio de Janeiro), jul. 2020.

VILELLA, C.; CONCEIÇÃO, D.; DECCACHE, D.; DALTO, F. Por um programa de garantia de empregos no Brasil. **Le Monde Diplomatique Brasil**, 21 jul. 2020. Disponível em: <https://diplomatique.org.br/por-um-programa-de-garantia-de-empregos-no-brasil/>. Acesso em: 23 de jul. de 2021.

VILELLA, C.; VAZ, C. **Regras fiscais no Brasil: prática e teoria**. Rio de Janeiro, 24 p., 2021. No prelo.

WRAY, L. R. Alternative paths to modern money theory. **Real-World Economics Review**, n. 89, p. 5-22, out. 2019b. Disponível em: <http://www.paecon.net/PAERReview/issue89/Wray89.pdf>. Acesso em: 25 jan. 2021.

WRAY, L. R. Proponente da teoria moderna da Moeda vem ao Brasil para debate. [Entrevista concedida a] Diego Viana. **Valor Econômico**, São Paulo, 22 nov. 2019a. Eu &. Disponível em: <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2019/11/22/proponente-da-teoria-moderna-da-moeda-vem-ao-brasil-para-debate.ghtml>. Acesso em: 25 jan. 2021.